

Anna MICHNA

Politechnika Śląska, Wydział Organizacji i Zarządzania

Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem i Organizacji Produkcji

ANALIZA WARTOŚCI MARKI W WYBRANYM SEKTORZE

Streszczenie. W artykule omówiono pojęcie marki w świetle przepisów prawa. Omówiono proces budowy marki oraz jej istotę i strukturę. Przedstawiono najsilniejsze marki globalne oraz przytoczono wyniki badań dotyczące polskich marek. Omówiono metodę opłat licencyjnych jako rekomendowaną do wyceny wartości marki w sektorze paliwowym. W tej metodzie wartość marki odnosi się do wyników działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Przyjęte w toku wyceny prognozy dotyczące sprzedaży w ujęciu ilościowym i wartościowym muszą korespondować z celami strategicznymi, dlatego bardzo istotna jest dobra znajomość sektora, konkurencyjności produktów danej spółki oraz relacji z klientami i dostawcami.

ANALYSIS OF BRAND'S VALUE IN CHOSEN SECTOR

Summary. In the paper the issue of the brand according to the law was presented. The process of building and the structure of brand are also discussed. The article presents the top global brands and result of research into polish brand. The license fees method to calculate real value of the brand in the liquid sector was recommended and described. In this method the brand value comes as a result of the company's business operations. Sales volume and sales value reflect the strategic goals of a company and their evaluation is of key importance in the method presented, therefore the need for in-depth knowledge of the sector in which a given company operates is stressed, as well as knowledge about the competitiveness of its products and relationships with customers and suppliers alike.

1. Wprowadzenie

Marka, zgodnie z ustawą z dnia 30.06.2000 r. Prawo własności przemysłowej, jest to szczególna nazwa, znak, symbol, wzór lub ich kombinacja, nadawana przez sprzedawcę lub grupę sprzedawców, mająca na celu identyfikację wyrobu lub usługi oraz ich wyróżnienie na tle oferty konkurentów. Marka lub jej część chroniona prawnie (w wyniku zarejestrowania) stanowi znak towarowy. Znak towarowy zaś jest to znak nadający się do odróżniania towarów lub usług określonego przedsiębiorstwa od towarów i usług tego samego rodzaju innych przedsiębiorstw. Znakiem towarowym może być w szczególności wyraz, rysunek, ornament, kompozycja kolorystyczna, forma plastyczna, melodia lub inny sygnał dźwiękowy, bądź zestawienie tych elementów. Możemy też rozróżnić markę produktu od marki korporacyjnej. Marka korporacyjna to nazwa firmy, z kolei marka produktu jest to nazwa przypisana wyrobom firmy. W wielu przypadkach marka korporacyjna i marka produktu są takie same¹.

W praktyce możemy wyodrębnić następujące przesłanki do wyceny marki:

- W procesach fuzji i przejęć przedsiębiorstw wycena marki pomaga w procesie negocjacyjnym, lecz również umożliwia alokację ceny nabycia,
- Przedsiębiorstwa poszukują możliwości optymalizacji strategii podatkowych,
- Przedsiębiorstwa (szczególnie te dynamicznie się rozwijające) poszukując źródeł kapitału obcego niejednokrotnie muszą poddać wycenie aktywa niematerialne, by sprostać wymaganiom wierzycieli,
- Podmioty zamierzając zawrzeć umowy franczyzowe lub wykorzystując znak towarowy w ramach grupy kapitałowej odwołują się do jego wartości rynkowej,
- Wycena jest również wykorzystywana w toku sporów między przedsiębiorstwami, gdzie niezbędne jest oszacowanie wartości poniesionej szkody. Dotyczy to przypadków nieuczciwej konkurencji, np. nieprawego wykorzystania zastrzeżonego znaku lub czerpanie korzyści ze świadomego budowania oczywistych skojarzeń z obcą, zastrzeżoną marką.

2. Proces budowania marki, jej istota i struktura

Proces budowania marki to wybór nazwy i tworzenie wokół niej różnych znaczeń i oczekiwań poprzez prace nad świadomością marki oraz budowanie wyjątkowych, pozytywnych skojarzeń. Marka implikując pewien zbiór cech i oczekiwań sugeruje związek

¹ Urbanek G.: Wycena marki. Rachunkowość 10/2004, str. 23.

między produktem a nabywcą, poprzez spełnianie lub wręcz wyprzedzanie oczekiwań nabywcy buduje jego lojalność². Kreując tożsamość marki należy mieć na względzie, by była ona³:

- konkretna,
- uzasadniona,
- nagradzająca konsumenta,
- wykorzystująca słabość rywali,
- możliwa do zaakceptowania przez pracowników firmy.

Struktura marki obejmuje następujące elementy⁴:

- Wizja - unikalne postrzeganie rzeczywistości,
- Misja - wyznaczanie kierunków i sposobów działania,
- Wartości kluczowe - odniesienie się do podstawowych wartości istotnych dla konsumenta,
- Wartości ekspresyjne - odniesienie się do cech, osobowości i statutu odbiorcy,
- Wartości funkcjonalne - korzyści funkcjonalne dostarczane konsumentowi,
- Obszar kompetencji - zasięg kulturowy i geograficzny marki,
- Atrybuty - cechy funkcjonalne wynikające ze specyfiki produktu,
- Produkty - typ produktu,
- Sygnały marki – nazwa, kolor, kształt.

W ocenie siły marki stosuje się następujące kryteria⁵:

- Wysoki udział marki w rynku,
- Wysoki wskaźnik świadomości istnienia marki (stopień rozpoznawania marki),
- Przypisywanie marce przywództwa w branży (określa się odsetkiem konsumentów, w ocenie których marka jest liderem rynku),
- Elastyczność cenowa marki (objawia się mniejszym spadkiem popytu na markę w sytuacji podwyższania ceny),
- Ponadregionalny charakter rynku (umiejętność zbudowania wierniej klienteli na różnych obszarach geograficznych i kulturowych),
- Okres obecności marki na rynku (długa historia marki bywa jej silną stroną i niesie z sobą określone dziedzictwo),

² Kotler Ph.: Kotler o marketingu. Jak wykreować i opanować rynki, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1999, s. 93-101.

³ Krall J.: Silna marka. Istota i kreowanie, PWE, Warszawa 2001, str. 27.

⁴ Krall J.: Silna marka. (...), op. cit., str. 26.

⁵ Krall J.: Silna marka. (...), op. cit., str. 42-59.

- Charakter rynku, na jakim marka funkcjonuje (w określonych branżach, mniej podatnych na zmiany technologiczne, łatwiej jest dłużej zachować silną markę),
- Długofalowy trend wartości marki (stałe podejmowanie działań na rzecz dostosowywania marki do zmiennych gustów i potrzeb konsumentów - usprawnianie marki),
- Wsparcie marki działaniami marketingowymi (skala wydatków na działania reklamowe),
- Wrażliwość na markę (określenie, w jakim stopniu dla konsumenta dokonującego zakupu istotna jest marka, a w jakim pozostałe elementy),
- Ochrona prawna (posiadanie znaków towarowych zastrzeżonych przez Urząd Patentowy).

Silna marka dostarcza korzyści zarówno posiadaczowi, jak i nabywcom.

Tabela 1

Silna marka – korzyści dla nabywcy i właściciela

SILNA MARKA	
Korzyści dla nabywcy	Korzyści dla przedsiębiorstwa
Gromadzenia i interpretacji informacji	Wyższa efektywność i skuteczność działań marketingowych
Pewność podejmowania decyzji dotyczących zakupów	Lojalność nabywców wobec marki
Satysfakcja z posiadania i użytkowania produktu danej marki	Wyższe ceny (zysk)
	Rozszerzanie marki
	Aktywizacja pośredników
	Przewaga konkurencyjna

Źródło: Witek-Hajduk M.K.: Zarządzanie marką, Difin, Warszawa 2001, s. 79

Silna marka z powodu wyższej stopy zwrotu dysponuje większym potencjałem finansowym. Ponadto cieszy się zaufaniem i dobrą opinią klientów.

3. Wartość marki w kontekście wartości przedsiębiorstwa

Wartość silnej marki niejednokrotnie stanowi poważną część wartości rynkowej przedsiębiorstwa. W kolejnym zestawieniu zaprezentowano dwadzieścia najbardziej wartościowych marek świata (tabela 2).

Tabela 2

Wartość najsilniejszych marek globalnych w latach 2004-2002

Lp.	Marka	Wartość mld \$ rok 2004	Zmiana wartości [%]	Wartość mld \$ rok 2003	Zmiana wartości [%]	Wartość mld \$ rok 2002	Kraj pochodzenia
1	Coca-Cola	67 394	-4,5%	70 453	1,2%	69 640	USA
2	Microsoft	61 372	-6,2%	65 174	1,7%	64 090	USA
3	IBM	53 791	3,8%	51 767	1,1%	51 190	USA
4	GE	44 111	4,0%	42 340	2,4%	41 310	USA
5	INTEL	33 499	7,1%	31 112	0,8%	30 860	USA
6	Disney	27 113	-3,4%	28 036	-4,4%	29 260	USA
7	McDONALD'S	25 001	1,2%	24 699	-6,8%	26 380	USA
8	NOKIA	24 041	-22,5%	29 440	-1,8%	29 970	Finlandia
9	TOYOTA	22 673	8,3%	20 784	6,4%	19 450	Japonia
10	MARLBORO	22 128	-0,2%	22 183	-8,9%	24 150	USA
11	MERCEDES	21 331	-0,2%	21 371	1,3%	21 101	Niemcy
12	HEWLETT-PACKARD	20 978	5,3%	19 860	15,5%	16 780	USA
13	CITIBANK	19 971	7,0%	18 571	2,7%	18 070	USA
14	AMERICAN EXPRESS	17 683	4,8%	16 833	3,2%	16 290	USA
15	GILLETTE	16 723	4,5%	15 978	6,4%	14 960	USA
16	CISCO	15 948	1,0%	15 789	-2,7%	16 220	USA
17	BMW	15 886	4,9%	15 106	4,5%	14 430	Niemcy
18	HONDA	14 874	-5,0%	15 625	-2,8%	16 060	Japonia
19	FORD	14 475	-17,9%	17 066	-19,5%	20 400	USA
20	SONY	12 759	-3,1%	13 153	-5,7%	13 900	Japonia

Źródło: www.interbrand.com

Wycena prezentowanych marek została przeprowadzona przez specjalistów z firmy Interbrand we współpracy z analitykami z J.P. Morgan Chase & co., Citigroup i Morgan Stanley. W procesie wyceny najpierw zaprognozowano przyszłe zyski, kolejno ustalono, które zyski są generowane przez aktywa niematerialne, w tym przez markę. W końcowej fazie obliczeń przeanalizowano siłę marki poprzez analizę, między innymi, następujących czynników: udział w rynku, stabilność, zasięg geograficzny i kulturowy. Ryzyko, którym obarczone są przyszłe dochody, uwzględniono w stopie dyskontowej.

3.1. Najsilniejsze polskie marki

W połowie roku 2004 „Rzeczpospolita” opublikowała wyniki badań, przeprowadzonych wraz z Ernst & Young i AC Nilsen dotyczących marek na rynku krajowym. Analizie poddano siłę poszczególnych marek w oparciu o poniższe czynniki.

Tabela 3

Czynniki siły marki

Czynniki siły marki	Waga	Wskaźniki	Wagi wsk.
Pozycja rynkowa	24	Preferencje konsumentów	0 - 14
		Świadomość marki	0 - 5
		Priorytet w świadomości	0 - 5
Relacje z klientami	38	Identyfikacja z marką	0 - 15
		Lojalność klientów	0 - 15
		Stopa referencji	0 - 8
Postrzeganie marki	28	Prestiż	0 - 12
		Postrzegana jakość	0 - 10
		Postrzegana wartość	0 - 6
Rynek	10	Rodzaj rynku	0 - 10
Suma	100	Suma	0 - 100

W wyniku przeprowadzonych badań wyłoniono najmocniejsze marki.

Tabela 4

Ranking najsilniejszych polskich marek

Lp.	Marka	Siła marki
1	Wedel	73,1
2	www.onet.pl	66,9
3	Winiary	65,1
4	TVN	64,5
5	Ludwik	64,3
6	Koral	63,8
7	Bakoma	63,3
8	Zywiec Zdrój	62,6
9	Hortex	62,2
10	Ryko	62,1
11	Tymbark	61,3
12	Tyskie	61,2
13	Dębica	60,8
14	Kubuś	60,5
15	Zielona Budka	60,5
16	Żywiec	59,8
17	Prince Polo	59,4
18	Łaciate	59,4
19	Pudliszki	59,4
20	Morliny	59,4
21	Sokolów	59,0
22	Telewizja Polska	59,0
23	W. Kruk	58,7

cd. tabeli 4

24	RMF FM	58,6
25	Wólczanka	58,1
26	Gazeta Wyborcza	58,0
27	Hoop	58,0
28	Biedronka	57,2
29	Olej Kujawski	57,2
30	Polar	57,2
31	Nalęczowianka	57,0
32	Radio Zet	56,8
33	Atlantic	56,5
34	Polsat	56,2
35	Atlas	56,1
36	Śnieżka	56,0
37	Orlen	55,9
38	Apart	55,6
39	Gino Rossi	55,4
40	Warka	55,4

Źródło: www.arch.rzeczpospolita.pl/a/rz/2004/06/20040630/200406300151.html

?k=on;t=2004063020040630

Łączna wartość 150 najdroższych polskich marek sięga 22,6 mld zł. Zdecydowanie najsilniejszą marką jest Wedel. Uplasował się w pierwszej piątce wśród większości kryteriów uwzględnionych w rankingu. Wydaje się, iż wysoka pozycja marki jest wynikiem długotrwałej obecności na rynku i polityki promocyjnej.

W czołówce zestawienia dominują marki adresowane do masowego odbiorcy, mające znaczące udziały w rynku. Prawie wszystkie są obecne na rynku od dłuższego czasu, również są one intensywnie reklamowane w mediach.

Dość wysoką pozycję w rankingu uzyskał Orlen, który zawdzięcza ten fakt silnej pozycji rynkowej i wysokiemu poziomowi świadomości marki wśród klientów. Wysoki jest również wskaźnik stopy referencji (polecanie marki innym) i dosyć wysoki wskaźnik lojalności. Prawdopodobnie jest to efekt oddziaływania programu lojalnościowego Vitay. Natomiast Orlen źle wypada pod względem wskaźnika postrzeganej wartości⁶.

4. Metody wyceny marki w sektorze paliwowym

Konieczność opracowania spójnych, jednolitych metod i technik wyceny znaków towarowych, uwzględniających jednocześnie specyfikę sektora paliwowego, wynika z wymagań stawianych przez Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej. Kolejną przesłanką do podjęcia tematu są zachodzące wewnątrz sektora procesy konsolidacyjne, w toku których konieczne jest ustalenie wartości godziwej nie tylko

⁶ Urbanek G.: Wedel deklasuje rywali. „Rzeczpospolita. Dodatek specjalny” z dnia 30.06.2004 r.

goodwillu, lecz również definiowalnych aktywów niematerialnych. W rezultacie przemian wynikających z fuzji i przejęć⁷ w obrębie analizowanego sektora powstały Chevron Texaco, Exxon Mobil (wartość marki 2,5 mln \$ w 2004 r., jedna ze stu najsilniejszych marek świata), TotalFinaElf i BP. Największe przeobrażenia dotyczyły BP, która poprzednio nosiła nazwę British Petroleum, wcześniej Anglo Iranian, zaś jeszcze wcześniej Anglo Persian i została założona jako państwowy dostawca paliwa dla Królewskiej Marynarki Wojennej. BP (obecnie Beyond Petroleum) w ostatniej dekadzie XX przejęła spółkę Amoco, a później Arco, zaś na początku 2002 r. Aral, największego detalistę paliwowego Niemiec. Obecnie Spółka buduje swoją reputację w oparciu o tworzenie wizerunku przyjaznej środowisku korporacji energetycznej, która ma spełniać postulaty zrównoważonego rozwoju.

Ewolucje firm w sektorze paliwowym manifestujące się nowymi znakami graficznymi, stacjami benzynowymi budowanymi według nowych projektów, programami badawczymi i sponsoringiem widoczne są w działaniu niemal każdej korporacji, np.: Beyond Petroleum, Orlen, Lotos czy czeski Unipetrol.

Silna marka nie tylko przyciąga klientów, lecz również zachęca do współpracy najlepszych dostawców, partnerów rynkowych i personel.

Wycena marki może być również jednym z kryteriów oceny skuteczności zarządzania marką, w czym przejawia się strategia danego przedsiębiorstwa. Sektor paliwowy był jednym z pierwszych, który wprowadził programy lojalnościowe, stanowiące strategiczny element budowy marki i mające bezpośredni wpływ na wartość rynkową znaku.

Programy lojalnościowe opierają się na budowanej bazie klientów; często są to klienci nie tylko danej sieci stacji benzynowych, lecz również kilku firm partnerskich, np. Program Premium Club dedykowany początkowo klientom Statoil, stopniowo rozszerzał się o kolejne marki, dobrze rozpoznawalne w swoich sektorach, takie jak restauracje Pizza Hut i KFC. Kolejno do programu dołączył Bank BPH. Jednym z rezultatów przyłączenia banku było wydanie partnerskiej karty kredytowej Premium Club-BPH. Można zatem obserwować powstawanie wielopartnerskiego programu lojalnościowego obejmującego detalistów o rozpoznawalnych, wzajemnie wzmacniających się markach; obecnie są to następujący partnerzy: Statoil, Pizza Hut, KFC, Bank BPH, EMPiK.

Programy lojalnościowe umożliwiają indywidualnym uczestnikom zdobywanie nagród w zamian za realizowane zakupy w sieciach firm partnerskich.

Dla sieci stacji benzynowych oraz ewentualnych pozostałych partnerów programy lojalnościowe oferują następujące możliwości:

⁷ Olins W.: Wally Olins o marce, Fundacja Promocja Polska – Instytut Marki Polskiej, Warszawa 2004, s. 97-99.

- zbudowanie bazy danych klientów, zawierającej dane kontaktowe oraz informacje deklaratywne na temat preferencji (dane deklaratywne z formularzy zgłoszeniowych) i dane dotyczące rzeczywistych danych transakcyjnych zarejestrowane u wszystkich partnerów,
- możliwość ciągłego monitorowania i mierzenia poziomu reakcji klientów na politykę firmy,
- możliwość segmentacji pełnej bazy danych programu pod kątem zadanych wskaźników ze skierowaniem uwagi na określone grupy docelowe (np.: silni i lojalni klienci dokonujący częstych transakcji o dużej wartości oraz klienci cechujący się ukrytym potencjałem nabywczym, który należy uaktywnić),
- baza danych stanowi platformę komunikacji z klientem, umożliwiając między innymi dostarczanie ofert, które odpowiadają potrzebom, zdefiniowanej uprzednio, grupy docelowej,
- zwiększenie efektywności współpracy z dostawcami poprzez oferowanie im dodatkowego kanału promocji oraz możliwość dokładnych pomiarów skuteczności działania, generowanie dodatkowych funduszy poprzez sprzedaż usług marketingowych (w oparciu o bazę danych) dla zewnętrznych podmiotów.

Specyfika wyceny wartości marki w sektorze paliwowym powinna zatem również uwzględniać zasięg i skuteczność realizowanego programu lojalnościowego, co będzie znajdowało swoje odbicie w prognozowanych wpływach i wydatkach oraz w wartości rezydualnej.

4.1. Metoda opłat licencyjnych

U podstaw metody ustalania wartości znaku towarowego, metodą opłat licencyjnych, leży założenie, że wartość marki równa jest różnicy pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa będącego właścicielem wycenianej marki a wartością tego samego przedsiębiorstwa, w sytuacji gdy nie jest ono właścicielem marki, lecz może jedynie się nią posługiwać w oparciu o umowę licencyjną, przedsiębiorstwo jest zatem tutaj w sytuacji jedynie licencjobjorcy⁸. Jednym z podejść wykorzystywanym przy wartości rynkowej przedsiębiorstw jest podejście dochodowe, które bazuje na zdolności kreowania dochodu. To podejście może być realizowane między innymi poprzez metodę zdyskontowanych strumieni pieniężnych.

Formuła matematyczna dla metody zdyskontowanych strumieni pieniężnych ma następującą postać:

⁸ Michna A.: Zarządzanie marką jako element kapitału intelektualnego przedsiębiorstw, [w:] Skrzypek E. [red.]: Wpływ zasobów niematerialnych na wartość firmy, Zakład Ekonomiki Jakości i Zarządzania Wiedzą Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Lublin 2003, s. 397-407.

$$V_{DCF} = \sum_{i=1}^t \left(C_{Fi} * \frac{1}{(1+r)^i} \right) + RV * \frac{1}{(1+r)^t}$$

gdzie:

- V_{DCF} - wartość przedsiębiorstwa,
 CF - strumień pieniężny na koniec kolejnego roku,
 $1, 2, \dots, i, \dots, t$ - kolejne lata,
 RV - wartość rezydualna (końcowa) przedsiębiorstwa,
 r - stopa dyskontowa.

Jednym z warunków gwarantującym poprawność wyceny tą metodą jest rzetelne zaprognozowane możliwych do uzyskania w przyszłości nadwyżek finansowych. *Cash flow* może być ustalane według modelu FCFE (*Free Cash Flow to Equity*) lub FCFF (*Free Cash Flow to Firm*).

Ustalanie wartości w oparciu o FCFF to metoda oparta na dyskontowaniu przepływów pieniężnych przynależnym wszystkim stronom finansującym, tj. zarówno właścicielom, jak i wierzycielom.⁹ Ten rodzaj dochodu ekonomicznego nazywany jest także „nie zadłużonymi” przepływami pieniężnymi. W stosunku do FCFE różnią się tym, że nie ujmują strumieni związanych z zasilaniem przedsiębiorstwa w kredyty oraz ich spłatą, a także kosztów obsługi zadłużenia. Podatek dochodowy oblicza się tak, jakby przedsiębiorstwo było finansowane wyłącznie kapitałem własnym, bez uwzględniania tarczy podatkowej. Zatem formułę matematyczną liczenia przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom finansującym można przedstawić następująco:

FCFF = zysk operacyjny (1-stawka podatku dochodowego) + amortyzacja +/- zmiana kapitału obrotowego netto – wydatki na inwestycje w majątek trwały.

Z kolei formuła dla FCFE przedstawia się następująco:

FCFE = zysk netto + amortyzacja +/- zmiana kapitału obrotowego netto +/- zmiana stanu kredytów – wydatki na inwestycje w majątek trwały.

Stosując model FCFE można wprost ustalić wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa, z kolei wartość ustalona na podstawie FCFF obejmuje również zadłużenie przedsiębiorstwa.

W procesie wyceny marki prezentowaną metodą ważnym zagadnieniem jest ustalenie wysokości opłat licencyjnych. Stanowią one zazwyczaj procent ze sprzedaży produktów oznaczonych daną marką. Ustalając poziom opłat licencyjnych należy się oprzeć na sile marki. Porównawczo dla bardzo silnych marek o wysokiej efektywności, wyróżniających się

⁹ Copeland T., Koller T., Murrin J.: Wycena. Mierzenie i kształtowanie wartości firm. WIG PRESS, Warszawa 1997, s. 122-124.

na rynku globalnym, opłaty wynoszą 5%. Dla marek mniej efektywnych te opłaty są odpowiednio niższe.

W procesie wyceny ustala się stopę dyskontową. Spośród różnych metod szacowania wysokości stopy dyskontowej do najbardziej znanych i najczęściej wykorzystywanych należą:

- Metoda subiektywnego szacowania dodatku za ryzyko,
- Model wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Asset Pricing Model - CAPM*),
- Średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*).

Wszystkie wymienione metody bazują na wspólnym elemencie wyjściowym, jakim jest wolna od ryzyka stopa procentowa, która następnie powiększona jest o premię za ryzyko¹⁰. Metoda średniego ważonego kosztu kapitału ujmuje dodatkowo koszt kapitału obcego, a więc uwzględnia także strukturę wykorzystywanych źródeł finansowania.

Ustalając wolną od ryzyka stopę procentową bierze się pod uwagę papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, gdyż nie jest z nimi związane ryzyko niewypłacalności.

Sposób określania premii za ryzyko w metodzie subiektywnego szacowania różni się od procedury stosowanej w pozostałych metodach. Wysokość premii jest tu bowiem całkowicie zależna od opinii eksperta, podczas gdy zarówno w modelu CAPM, jak i WACC stosowany jest algorytm oparty na matematycznej zależności między ryzykiem a wymaganą stopą zwrotu.

Model CAPM jest wykorzystywany do szacowania kosztu kapitału własnego. Zastosowanie tego modelu wymaga określenia następujących czynników: wolnej od ryzyka stopy procentowej, premii za ryzyko oraz współczynnika beta.

Równanie opisujące ten model ma postać:

$$R_E = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

gdzie:

R_E - koszt kapitału własnego,

r_f - stopa zwrotu wolna od ryzyka,

r_m - oczekiwana stopa zwrotu z portfela rynkowego,

β - współczynnik beta, który jest zestandaryzowaną miarą ryzyka rynkowego i jest obliczany jako relacja kowariancji dochodów z akcji danego przedsiębiorstwa z dochodowością portfela rynkowego do wariancji portfela rynkowego:

$$\beta = \frac{\text{COV } r_i r_m}{\text{var } r_m}$$

¹⁰ Malinowska U.: Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich, Difin, Warszawa 2001, s. 239-250.

Współczynnik beta dla sektora paliwowego, w oparciu o analizę 34 firm rozpatrywanej branży, wynosi 0,85¹¹.

Średni ważony koszt kapitału znajduje zastosowanie wówczas, gdy wyceniane przedsiębiorstwo wykorzystuje do finansowania działalności poza kapitałem własnym różne źródła kapitału obcego. Wyznaczanie WACC przebiega zgodnie z następującym algorytmem:

1. Określenie struktury kapitału i przyjęcie odpowiednich wag dla poszczególnych źródeł finansowania,
2. Oszacowanie kosztu kapitału własnego,
3. Oszacowanie kosztu wszystkich, wykorzystywanych przez firmę, rodzajów kapitału obcego oprocentowanego (kredyty, pożyczki bankowe, instrumenty dłużne, leasing).

Formuła matematyczna modelu WACC ma postać następującego wzoru:

$$WACC = \frac{E}{F + E} R_E + \frac{F}{F + E} R_F (1 - T)$$

gdzie:

- F - kapitał obcy,
- E - kapitał własny,
- R_E - koszt kapitału własnego,
- R_F - koszt kapitału obcego,
- T - stopa podatku dochodowego.

Średni ważony koszt kapitału dla sektora paliwowego, za Aswathem Damodaranem¹², wynosi 7,71%. Dla firm, które zajmują się wyłącznie wydobywaniem i przetwórstwem ropy, WACC jest jeszcze niższy i wynosi 6,64%. Zatem w obu przypadkach koszt kapitału jest niższy od średniej rynkowej wynoszącej 7,91%.

O poprawności wyceny decyduje właściwy dobór odpowiedniego modelu stopy dyskonta, który musi korespondować z modelem obliczeń przepływów pieniężnych. Dla modelu FCFE stopa dyskonta będzie równa średniemu ważonemu kosztowi kapitału, zaś dla modelu FCFE stopa dyskonta będzie obliczana według modelu CAPM¹³.

¹¹ <http://pages.stern.nyu.edu>

¹² <http://pages.stern.nyu.edu>

¹³ Damodaran A.: Damodaran on valuation. Security analysis for investment and Corporate Finance, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1994, s. 19.

Ponadto prognoza przepływów pieniężnych oraz stopa dyskontowa muszą odzwierciedlać tę samą wielkość inflacji.¹⁴

Kolejny etapem wyceny jest ustalenie wartości rezydualnej, która pokazuje wartość przedsiębiorstwa w końcowym momencie prognozy.

Oblicza się ją jako:

- wartość dochodową otrzymaną poprzez kapitalizację salda przepływu dla ostatniego roku prognozy w przypadku kontynuowania działalności,
- wartość dochodową z opcją stałego wzrostu dochodów w przypadku planowanego wzrostu dochodowości przedsiębiorstwa,
- wartość likwidacyjną w przypadku planowanego zakończenia działalności przedsiębiorstwa.

Wartość rezydualną należy zdyskontować przy użyciu stopy dyskontowej ustalonej dla sald przepływów lub zmienionej, na przykład podwyższonej (w razie możliwości wystąpienia granicy popytu).

W praktyce dla przedsiębiorstw dochodowych, które będą kontynuowały działalność, wartość rezydualną oblicza się najczęściej jako wartość dochodową z opcją stałego wzrostu. Wykorzystuje się tu model Gordona, który zakłada, że dochody będą wzrastały w stałym tempie. Formułę matematyczną modelu Gordona przedstawiono poniżej:

$$RV = \frac{CF_n(1+q)}{r-q}$$

gdzie:

RV - wartość rezydualna,

CF_n - oczekiwane dochody pieniężne w ostatnim roku prognozy,

q - stopa rocznego tempa wzrostu dochodów,

r - stopa dyskontowa,

Przyjęty poziom stałej stopy wzrostu powinien być ostrożny i jednocześnie realny oraz powinien odzwierciedlać strategię marketingową właścicieli założoną w stosunku do wycenianej marki i korespondować z prognozowanym wzrostem PKB, założeniami dotyczącymi rozwoju gospodarki, a w szczególności danego sektora.

¹⁴ Cornel B.: Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny, Liber, Warszawa 1999, s. 114-115.

5. Wnioski

1. Silna marka, która posiada wysoki udział w rynku, gwarantuje przedsiębiorstwu wyższą rentowność sprzedaży oraz wyższy niż u konkurentów rynkowych zwrot z kapitału własnego.
2. Jednym z warunków umożliwiających właściwe zarządzanie marką, w tym planowanie strategii rozwoju marki, jest prawidłowa wycena wartości rynkowej. Problem szacowania wartości marki jest istotny również między innymi: w przypadku łączenia się przedsiębiorstw, w momencie podwyższania kapitału własnego spółki, a niekiedy również w przypadku konieczności zabezpieczenia wiarygodności kredytodawcy. Wycena wartości niematerialnych, w tym marki, jest również ważnym elementem strategii podatkowej.
3. Zaprezentowana w artykule metoda pozwala na ustalenie wartości rynkowej marki w sektorze paliwowym. Wiodącą rolę w prezentowanej metodzie obok ustalenia stopy dyskonta odgrywa dokonanie szacunku wolumenu i wartości sprzedaży, które odzwierciedlają strategiczne zamierzenia firmy oraz relacje z klientami i dostawcami.
4. Wyzwaniem, przed którym stoją polskie firmy, w tym również sektor paliwowy, jest budowa silniejszej reputacji i świadomości marki na rynku krajowym i globalnym.

Literatura

1. Copeland T., Koller T., Murrin J.: Wycena. Mierzenie i kształtowanie wartości firm. WIG PRESS, Warszawa 1997.
2. Cornel B.: Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny. Liber, Warszawa 1999.
3. Damodaran A.: Damodaran on valuation. Security analysis for investment and Corporate Finance, John Wiley & Sons, Inc., New York 1994.
4. Edvinsson L., Malone S.M.: Kapitał intelektualny, PWN, Warszawa 2001.
5. Human Capital in Transformation. Intellectual Capital Prototype Report, Skandia 1998.
6. Kotler Ph.: Kotler o marketingu. Jak wykreować i opanować rynki, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1999.
7. Krall J.: Silna marka. Istota i kreowanie, PWE, Warszawa 2001.
8. Jarugowa A., Fijałkowska J.: Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym. Koncepcje i praktyka, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2002.
9. Malinowska U.: Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich, Difin, Warszawa 2001.

10. Michna A.: Zarządzanie marką jako element kapitału intelektualnego przedsiębiorstw, [w:] Skrzypek E. [red.]: Wpływ zasobów niematerialnych na wartość firmy, Zakład Ekonomiki Jakości i Zarządzania Wiedzą Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Lublin 2003, str. 397-407.
11. Olins W.: Wally Olins o marce, Fundacja Promocja Polska – Instytut Marki Polskiej, Warszawa 2004, str. 97-99.
12. Ustawa z 30.06.2000 r. Prawo własności przemysłowej.
13. Urbanek G.: Wedel deklaruje rywali. „Rzeczpospolita. Dodatek specjalny” 30.06.2004 r.
14. Urbanek G.: Wycena marki. Rachunkowość 10/2004, str.23.
15. Witek-Hajduk M.K.: Zarządzanie marką, Difin, Warszawa 2001.
16. www.interbrand.com
17. www.arch.rzeczpospolita.pl/a/rz/2004/06/20040630/200406300151.html?k=on;t=2004063020040630
18. www.pages.stern.nyu.edu