

# CZY WARTO BUDOWAĆ SILNĄ MARKĘ ?



**Marek Zieliński**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Biegły Sądu Okręgowego w Poznaniu

zielinski.marek@wp.pl

## Wprowadzenie

Wartości rynkowej przedsiębiorstw jeszcze kilkadziesiąt lat temu decydowały głównie będące w ich posiadaniu aktywa trwałe – w latach 70. XX wieku odpowiadały one przeciętnie za około 83% kapitalizacji giełdowej. Sytuacja ta uległa jednak zmianie – badania z roku 2010 wskazują, że udział aktywów trwałych obniżył się do około 20%<sup>1</sup>. W aktualnym, silnie konkurencyjnym, środowisku rynkowym znaczenia nabrały posiadane przez przedsiębiorstwa aktywa niematerialne, co niewątpliwie jest następstwem rozwoju nowych gałęzi gospodarki, takich jak branża technologii informacyjnych, farmaceutyczna czy biotechnologiczna, w których wartości intelektualne posiadają istotne znaczenie. Wśród aktywów niematerialnych jednym z najważniejszych jest marka – silna marka prowadzi do wyższego poziomu lojalności klientów, a także do relatywnie większej odporności na pojawiających się na rynku nowych konkurentów, co więcej pozwala osiągać wyższą marżę.

Ogólna definicja marki mówi, że stanowi ona unikalny znak, symbol czy słowo (lub ich kombinację), który jest wykorzystywany w kreowaniu obrazu w świadomości konsumentów, obrazu identyfikującego produkt i odróżniającego go od produktów konkurencyjnych, co w przyszłości prowadzi do wzrostu poziomu wiarygodności i satysfakcji klientów<sup>2</sup>. Nauki z zakresu marketingu definiują markę jako wyróżniającą się nazwę, za którą odbiorca jest gotowy zapłacić więcej niż w przypadku innych produktów niesygnalowanych marką. Ponadto stanowi ona jeden z kluczowych elementów kapitału intelektualnego<sup>3</sup>, który wyjaśnia rozbieżności pomiędzy wartościami bilansowymi a wyceną rynkową przedsiębiorstw.

W myśl Ustawy o rachunkowości marka wytworzona we własnym zakresie nie może być zakwalifikowana do bilansu (przedmiotem ujawnienia po stronie aktywów mogą być wyłącznie składniki nabyte) toteż nie powoduje wzrostu księgowej wartości przedsiębiorstwa. Korzyści wynikające z posiadania silnej marki kreują większe, niż w przedsiębiorstwach pozbawionych marki, przyszłe przepływy pieniężne dla firmy – FCFF (m.in. poprzez poziom marży czy lepsze możliwości rozwoju), co pozwala stwierdzić, że wyższa wartość marki przekłada się na wyższą wartość rynkową przedsiębiorstwa ogółem<sup>4</sup>. Aktywa niematerialne, w tym marka, odgrywają szczególną rolę, również w okresie dekoniunktury, kiedy to przedsiębiorstwa muszą zmierzyć się z ograniczonym popytem, zarówno konsumpcyjnym, jak i inwestycyjnym – stąd niezwykle istotnym i ciekawym zagadnieniem jest analiza kształtowania się wartości marki w relacji do wartości przedsiębiorstwa.

## Wartość marki a wartość przedsiębiorstwa

W Polsce marki stanowią wciąż jeszcze niedoceniane aktywa niematerialne, jednakże ich rola jako czynnika mającego istotny wpływ na wartość przedsiębiorstwa wzrasta z roku na rok. Polskie marki począwszy od roku 2003 poddawane są wycenie w Rankingu Polskich Marek Rzeczypospolitej. W edycji z 2013 roku 330 marek było wartych łącznie około 60,0 mld zł – jest to wartość o 3,2% wyższa w stosunku do roku poprzedniego, natomiast w relacji do pierwszej edycji rankingu, który jednak obejmował 150 marek, wartość ta wzrosła blisko trzykrotnie<sup>5</sup>, co zdaje się potwierdzać fakt, że marki na polskim rynku zyskują na znaczeniu.



<sup>1</sup> Jak określić wartość marki, M. Hyży, w Gazecie MSP nr 6(134)/2013, czerwiec 2013

<sup>2</sup> Na podstawie <http://www.businessdictionary.com>

<sup>3</sup> Kapitał intelektualny zawiera się w różnicy między rynkową, a księgową wartością przedsiębiorstwa; obejmuje siłę ludzkiego umysłu, a także marki, znaki handlowe, jak również aktywa zaksięgowane w wartościach historycznych, których wartość księgowa jest niewspółmierna z rzeczywistą wartością (Steven M.H. Wallman)

<sup>4</sup> The Impact of Brand Value Announcements on Firm Value, D. de Beijer, M. Dekimpe, M. Dutordoir, F.H.M. Verbeeten, February 2009

<sup>5</sup> Ranking Polskich Marek 2013, Rzeczpospolita, grudzień 2013

W ostatnich latach wzrosła liczba firm konsultingowych oraz publikacji badawczych proponujących różne metody służące wyznaczeniu wartości marki. Wielu przedsiębiorców wyraża chęć zdobycia wiedzy jak stworzyć silną i trwałą markę – zasadniczą częścią tego procesu jest zidentyfikowanie czynników napędzających wartość marki, czyli podstawowych parametrów tworzenia, zarządzania oraz pomiaru jej wartości<sup>6</sup>. Najczęściej stosowanymi metodami wykorzystywanymi w procesie wyceny wartości marki są metody dochodowe, które opierają się na zdyskontowanych przepływach przypisanych do marki, metody licencyjne, których podstawę stanowią zdyskontowane opłaty licencyjne szacowane w odniesieniu do przychodów bądź zysków czy metody porównań rynkowych.

Biorąc pod uwagę wyżej wspomniane metody wyceny wartości marki należy podkreślić, że podobnie jak ma to miejsce w procesie wyceny przedsiębiorstwa, uwzględniają one jej charakter rynkowy, czyli zmienność marki w relacji do czynników zewnętrznych – przede wszystkim podstawowych parametrów otoczenia makroekonomicznego takich jak poziom PKB, inflacja czy kursy walutowe – czynniki te poprzez otoczenie rynkowe wpływają na kondycję całego przedsiębiorstwa, a co za tym idzie na wartość marki. Cechą odróżniającą jest jednak fakt, że przy szacowaniu wartości marki pod uwagę należy wziąć również czynniki marketingowe, czyli emocje i relacje, które wiążą klientów i produkty markowe. Jak już wcześniej zostało wspomniane cechą charakterystyczną marki jest jej unikalność, dzięki czemu może ona zaistnieć w świadomości klientów.

Ogólne pogorszenie klimatu gospodarczego wiąże się z obniżeniem popytu na oferowane przez przedsiębiorstwa produkty, co prowadzi do ograniczenia wydatków inwestycyjnych, redukcji kosztów, również tych związanych z marką. W tym okresie szczególną rolę odgrywają czynniki marketingowe. Obecność marki w świadomości odbiorców wiąże się z wyższym poziomem ich przywiązania do produktów sygnalizowanych daną marką, co jest szczególnie ważne w okresie pogarszającej się koniunktury, gdyż dzięki silnej marce klienci niechętnie rezygnują z produktów i są skłonni zapłacić więcej za dokonanie zakupu, co istotnie przekłada się na wartość marki. W efekcie można stwierdzić, że wyższy poziom siły marki

w świadomości klientów, skutkuje większą odpornością wobec wszelkich zmian sytuacji gospodarczej, co więcej wartość marki zazwyczaj nie ulega tak znacznym spadkom, jak wartość przedsiębiorstwa<sup>7</sup>.

## Udział wartości marki w wartości przedsiębiorstwa traktowanej jako kapitalizacja giełdowa – aspekty metodologiczne

Z uwagi na powyższe, warto zweryfikować jak w okresach spowolnienia gospodarczego w Polsce kształtował się udział wartości marki w kapitalizacji giełdowej wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W analizie wzięto pod uwagę średnio roczną<sup>8</sup> kapitalizację 30 wybranych spółek<sup>9</sup>, których akcje były publicznie notowane w okresie od 2004 roku do 2013 roku. Dla poszczególnych lat dokonano również szacunkowej wyceny wartości marek będących w ich posiadaniu przy wykorzystaniu dwóch metod obejmujących 10-letnią prognozę wyników:

- dochodowej (w oparciu o zdyskontowane zyski przypisane do marki), która zakłada dyskontowanie zysków na poziomie operacyjnym (EBIT), których osiągnięcie przypisuje się wykorzystaniu marki w prowadzonej działalności. Udział marki w zyskach operacyjnych w zależności od spółki ustalono w przedziale 25-30%;



- licencyjnej (w oparciu o zdyskontowane opłaty licencyjne szacowane w relacji do przychodów), która zakłada, że pozbawione marki przedsiębiorstwo byłoby zmuszone do licencjonowania marki podobnej, ponosząc przy tym odpowiednio wysokie dodatkowe koszty wynikające z opłat licencyjnych, które byłyby niezbędne do osiągnięcia całości obecnych i planowanych korzyści ekonomicznych z prowadzonej działalności. W przypadku tej metody wartość posiadanej marki jest odzwierciedlona za pomocą wartości obecnej hipotetycznych opłat licencyjnych. Jako podstawę określenia wysokości stawki przyjęto zysk z działalności operacyjnej powiększony o amortyzację (EBITDA), ponieważ jest to kategoria zysku stosunkowo dobrze odzwierciedlająca korzyść dla właścicieli marki. Zgodnie z powyższym wysokość stawki licencyjnej określono jako 25% średniej rentowności na poziomie EBITDA danego przedsiębiorstwa<sup>10</sup>.

W powyższych metodach za stopę dyskontową przyjęto średnioważony koszt kapitału (WACC), obliczony jako średnia ważona kosztu kapitału własnego marki oraz kosztu długu. Koszt kapitału własnego marki został obliczony na podstawie wskaźnika beta, potencjału przypisanego do marki oraz przy pomocy modelu wyceny aktywów kapitałowych CAPM, przy czym wskaźnik beta dla przedsiębiorstwa ustalono na poziomie 1,0, natomiast wskaźnik beta dla marki – 1,75, co jest oczywiście pewnym uproszczeniem, jednak dopuszczalnym z punktu widzenia dokonanej analizy. Stopa wolna od ryzyka odpowiadała rentowności 10-letnich obligacji Skarbu Państwa w grudniu każdego roku z okresu analizy<sup>11</sup>. Premię za ryzyko z kolei przyjęto na poziomie 6,0-6,5%. Koszt długu oszacowano na podstawie stawki WIBOR 3M odnotowanej na koniec każdego roku<sup>12</sup>, powiększonej o marżę 1,5 p.p.

<sup>6</sup> Valuation of brands and intellectual capital, P. Fernandez, November 2013

<sup>7</sup> Doradztwo gospodarcze PLUS, Grant Thornton, czerwiec 2010

<sup>8</sup> Średnia ważona dziennym wolumenem obrotu w ciągu danego roku, obliczona na podstawie danych portalu [www.gpwinfostrefa.pl](http://www.gpwinfostrefa.pl)

<sup>9</sup> Wybrane spółki to: Wawel, Amica, ZT Kruszwica, LPP, Mieszko, Śnieżka, PKN Orlen, Alma, Indykpol, TVN, CCC, Graal, Lotos, Próchnik, Bakalland, Gino Rossi, Wojas, Forte, Duda, Farmacol, Kęty, Monnari, Pamapol, Comarch; Eurocash, Lentex, Groclin, Decora, Orbis; przedmiotem dalszej analizy będzie weryfikacja wniosków na bardziej licznej próbie spółek z GPW

<sup>10</sup> Use Of The 25 Per Cent Rule In Valuing IP, Robert Goldscheider, John Jarosz And Carla Mulhern, December 2002

<sup>11</sup> Źródło: BZ WBK MAKROskop za lata 2004-2013

<sup>12</sup> Źródło: BZ WBK MAKROskop za lata 2004-2013



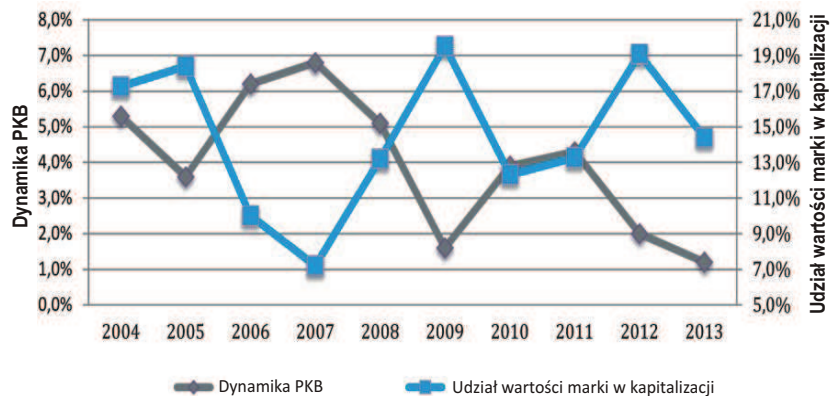
Jako, że trudno jednoznacznie wyodrębnić dane finansowe grup kapitałowych odnoszące się do danej marki oraz przedstawiona wycena wartości marek stanowi jedynie uproszczony szacunek, w celu uniknięcia błędu przeszacowania wartości, w procesie wyceny posłużono się wynikami przedsiębiorstw zaprezentowanymi w jednostkowych sprawozdaniach finansowych w poszczególnych latach. Ponadto wartość marek w analizie oszacowano w oparciu o prognozę przyszłych wyników spółek<sup>13</sup>.

Kluczowe z punktu widzenia niniejszej analizy wydaje się kształtowanie udziału wartości marki w wartości kapitalizacji w okresach pogarszającej się koniunktury w Polsce. Analizując dynamikę wzrostu gospodarczego, spowolnienie jego tempa wzrostu miało miejsce w latach 2005, 2009 a także 2012-2013, przy czym najbardziej znaczny spadek wzrostu PKB nastąpił w roku 2009, dynamika wzrostu PKB wyniosła wówczas 1,6% w stosunku do roku poprzedniego.

Jak już wspomniano wcześniej, szacunkowe wartości marek, będących w posiadaniu 30 spółek giełdowych uwzględnionych w badaniu, odniesiono do ich średniej kapitalizacji w poszczególnych latach. Najwyższy, przeciętny udział wartości marki w kapitalizacji giełdowej (mierzony medianą) występował w latach 2004-2005, 2009 oraz 2012 (wynosił ok. 17-20%) – wyniki te wskazują na zasadność twierdzenia o wyższej odporności marki na wahania koniunktury, gdyż właśnie w tych latach w Polsce miało miejsce spowolnienie gospodarcze. Warto przy tym zwrócić uwagę, iż najwyższy udział odnotowano w roku 2012, co stanowi potwierdzenie dla wcześniej postawionej tezy, że polskie marki w kolejnych latach zyskują na znaczeniu.

**Wykres 1**

*Dynamika wzrostu PKB oraz udział wartości marki w kapitalizacji przedsiębiorstwa w latach 2004-2013 w ujęciu rocznym (%)*



*Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez EUROSTAT 2013 oraz Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie*

**Wykres Dynamika wzrostu PKB oraz udział wartości marki w kapitalizacji przedsiębiorstwa w latach 2004-2013 w ujęciu rocznym (w %) - Wykres 1**

Światowe tendencje w zakresie kształtowania się wartości marek uzasadniają, że w obliczu globalnego kryzysu, jaki miał miejsce w roku 2008, wartości silnych międzynarodowych marek nie uległy istotnym zmianom. Potwierdzeniem są opublikowane przez firmy doradcze, zajmujące się wyceną marek, rankingi w roku 2009, według których: wartość 100 najcenniejszych światowych marek wzrosła w roku 2008 o około 2,0% (*Ranking*

*Millward*), wzrósł udział wartości marki w kapitalizacji przedsiębiorstwa (*Ranking Brand Finance*), natomiast wartość 10 pierwszych marek nie uległa w 2008 roku znaczącym zmianom (*Interbrand*)<sup>14</sup>.

Jako, że silna marka wiąże się z wysoką pozycją na rynku oraz zaufaniem konsumentów, jej wartość nie podlega tak znacznym spadkom w okresie dekonunktury, co pozwala osiągać wyższe korzyści przedsiębiorstwom będącym ich właścicielami. Należy jednak zwrócić uwagę, że marki będące szczególnie aktywami niematerialnymi, narażone są na szybką utratę swojej wartości na skutek nagłego obniżenia poziomu zaufania konsumentów wynikającego z nieprzewidywanych zdarzeń.

<sup>13</sup> W zależności od roku, którego dotyczyła wycena, w prognozie wykorzystano rzeczywiście osiągnięte przez spółki wyniki w latach 2004-2013

<sup>14</sup> Doradztwo gospodarcze PLUS, Grant Thornton, czerwiec 2010



## Podsumowanie

**R**easumując, aktywa niematerialne, wśród których wymienić należy również markę, w znaczącym stopniu przyczyniają się do tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Z analizy udziału wartości marki w wartości kapitalizacji giełdowej wynika przede wszystkim, że nabiera ona szczególnego znaczenia w okresie spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego. Pozwala to odpowiedzieć na pytanie, dlaczego warto inwestować i budować silną markę. Oprócz oczywistych korzyści wiążących się z posiadaniem silnej marki jakimi są zwiększona

liczba odbiorców produktów bądź usług, zwiększenie sprzedaży produktów sygnowanych daną marką dotychczasowych klientom, wzrost lojalności klientów i możliwości rozszerzenia marki na nowe produkty kluczowe wydaje się, że silna marka przyczynia się przede wszystkim do stabilności dochodów przedsiębiorstwa. Jest to rezultat przywiązania konsumentów do marki, co nawet w okresie pogarszającej się koniunktury, nie przekłada się na tak znaczący spadek sprzedaży danych produktów bądź usług. Świadomość siły i wartości marki pozwala na odpowiednie budowanie strategii rozwoju przedsiębiorstwa obejmującej także strategię zarządzania

marką. Na spowolnienie gospodarcze bardzo często reakcją menadżerów jest redukcja nakładów na budowanie świadomości marki oraz szeroko pojętych wydatków marketingowych związanych z aktywami niematerialnymi, co może się okazać decyzją błędną z punktu widzenia akcjonariuszy. Dalej idącą hipotezą, która będzie podlegała weryfikacji w kolejnych analizach jest to, że marka jako składnik aktywów bardziej odporny na wahania koniunktury gospodarczej, może prowadzić do osiągnięcia stabilizacji wartości spółki w długim terminie czasu, obejmującym co najmniej pełen cykl koniunkturalny.

## PODZIĘKOWANIA

### Biuletyn wydano dzięki pomocy

1. **CENTRUM WYCENY MIENIA SP. Z O.O.**  
*Adam Futro, Grzegorz Szczurek*
2. **KANCELARIA RZECZOZNAWCÓW MAJĄTKOWYCH**  
*Tomasz Lis, Maciej Mizera*
3. **POZ-BUD**  
*Jerzy Mikołajczak*
4. **PROJNORM**  
*Andrzej Jakubowski*
5. **ANWO NIERUCHOMOŚCI**  
*Andrzej Woźniak, Łukasz Woźniak*
6. **LESZCZYŃSKIE BIURO WYCEN I OBROTU NIERUCHOMOŚCIAMI**  
*Marian Witczak*
7. **WYCENA-EKSPERT s.c.**  
*Banaś-Poszyler*
8. **Kancelaria Rzeczoznawców Majątkowych REMIN**  
*Janusz Walczak*
9. **KANCELARIA RZECZOZNAWCY MAJĄTKOWEGO**  
*Robert Dobrzyński*
10. **BZM**

## OD REDAKCJI