

Bartosz Góralski

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

WYCENA ZŁOŻONYCH WARTOŚCI NIEMATERIALNYCH W SPÓŁCE INTERNETOWEJ NA PRZYKŁADZIE INTERIA.PL*

1. Wstęp

Przemiany ekonomiczne, technologiczne oraz społeczno-polityczne w skali lokalnej i światowej sprawiły, że podmioty gospodarcze w dobie „nowej ekonomii” napotykają na liczne trudności w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, zwłaszcza strategicznych. Decyzje takie wymagają gromadzenia i przetwarzania coraz większej ilości informacji, stąd pojawia się problem ich doboru oraz selekcji – czynności niezbędnych do prawidłowej oceny szans i zagrożeń.

Analizując dowolne przedsiębiorstwo, można dojść do wniosku, że prowadzi ono działalność operacyjną, która wynika z zapisanego w procesie jego rejestracji celu działania oraz prowadzonej przez nie działalności finansowej i inwestycyjnej. To od sprawności działalności operacyjnej zależy sukces bądź porażka przedsiębiorstwa, która stanowi często wartość większą niż łączna wartość wszystkich aktywów materialnych. Nawet jeśli przedsiębiorstwo ma unikatowe umiejętności w zakresie wyszukiwania i realizacji inwestycji oraz efektywnych źródeł finansowania, mają one wartość jedynie w przypadku dobrze realizowanej działalności operacyjnej, kiedy zostaną odzwierciedlone w postaci złożonych wartości niematerialnych.

2. Założenia metody B. Leva

W wycenie złożonych wartości niematerialnych wykorzystana będzie metodologia B. Leva [1], oparta na klasycznej funkcji produkcji, zakładającej, że wyniki ekono-

* Praca naukowa finansowana ze środków Komitetu Badań Naukowych w latach 2005-2006 jako projekt badawczy.

miczne przedsiębiorstwa zależą od trzech głównych kategorii czynników: materialnych, finansowych oraz intelektualnych, czyli składników niematerialnych¹.

W modelu B. Leva kluczowym elementem jest miara wyniku gospodarczego – EPM (*Economic Performance Measure*), na którą składają się dochody zarówno przeszłe (z wyłączeniem nietypowych zdarzeń gospodarczych), jak i przyszłe dochody bądź potencjał rozwojowy, określane mianem „dochodów znormalizowanych” (*normalized earnings*). Przeszłe dochody pochodzą ze sprawozdań finansowych, natomiast dochody przyszłe mogą być efektem przewidywań ekspertów bądź prognoz przepływów opartych na trendzie wynikającym z przeszłych wyników. Znormalizowane dochody są najczęściej średnią ważoną 6-10 dochodów, z rosnącą wagą dla dochodów przyszłych.

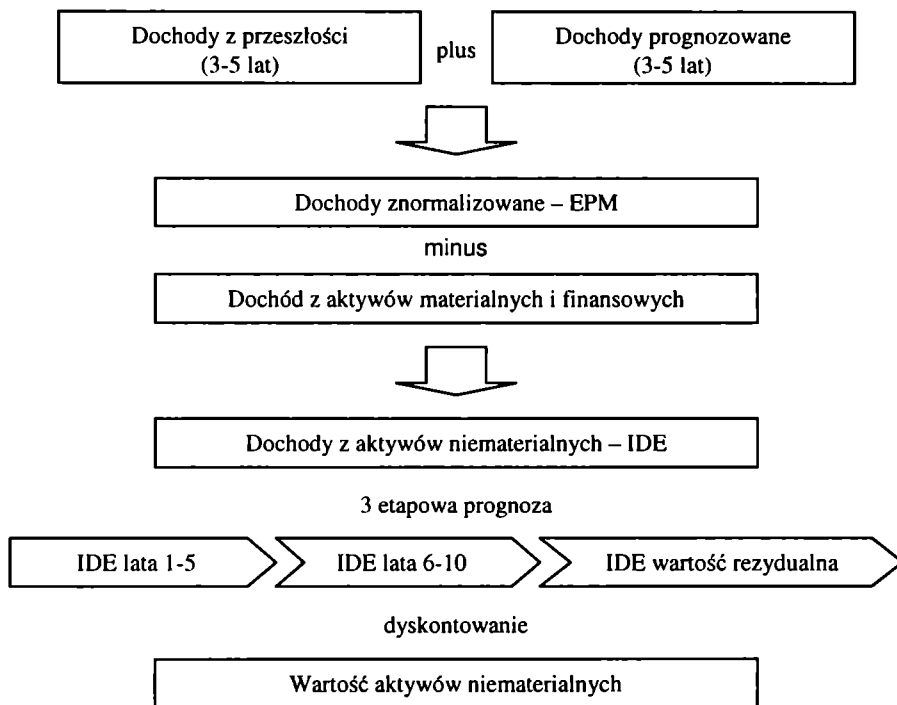
Kolejnym etapem jest pomiar czynników mających wpływ na wynik gospodarczy, czyli wymienionych wcześniej grup aktywów. Wartości aktywów materialnych (środków trwałych materialnych) i finansowych (gotówka, akcje, obligacje i instrumenty finansowe) zawarte są w bilansie firmy. Należy je przez odpowiednie korekty sprowadzić z wartości historycznych do wartości obecnej, np. poprzez ustalenie ich wartości odtworzeniowej. Natomiast wartość trzeciego czynnika – aktywów niematerialnych – uzyskuje się przez rozwiązanie równania uwzględniającego wartość oraz stopę zwrotu wymienionych grup zasobów. Dokonuje się tego poprzez określenie „normalnych” stóp zwrotu (*normal rates of return*) z aktywów materialnych i finansowych.

B. Lev, opierając się na badaniach przeprowadzonych na rynkach ogólnosiwiatowych, zastosował 7-procentową stopę zwrotu (po opodatkowaniu) dla aktywów materialnych oraz 4,5-procentową dla aktywów finansowych. Trzeba jednakże pamiętać, że dla konkretnych przedsiębiorstw, ze względu na stopień specjalizacji środków trwałych, powyższe stopy zwrotu należy korygować w zależności od ryzyka danej branży. Następnie przez wymnożenie „normalnych” stóp zwrotu przez wartość odpowiadających im aktywów uzyskuje się wartość ich udziału w znormalizowanych dochodach. Udział aktywów niematerialnych w dochodach – IDE (*Intangibles-driven Earnings*) otrzymuje się przez odjęcie wcześniej obliczonych udziałów aktywów materialnych i finansowych od wartości znormalizowanego dochodu.

Ostatnim etapem jest prognoza dochodów z aktywów niematerialnych i prawnych (IDE) w trzech okresach opartych na trzyetapowym modelu wyceny. Dla lat 1-5 wykorzystuje się analizę finansową sektora dotyczącą prognoz rozwoju bądź prognoz sprzedaży. W latach 6-10 ustala się liniowy trend mający sprowadzić wzrost przedsiębiorstwa do ogólnogospodarczego trendu na poziomie 3%. Ostatnia część prognozy to lata poza okresem prognozowania, tzw. wartość rezydualna, dla której przyjmuje się wzrost na poziomie 3%. Po dokonaniu analizy przewidywa-

¹ Metody wyceny na potrzeby prawa bilansowego oraz podatkowego nie są przedmiotem tego artykułu, jednakże mają swoje miejsce w innych opracowaniach autora.

nych IDE dyskontuje się je stopą dyskontową, która uwzględnia ponadprzeciętne ryzyko związane z przychodami z tych aktywów, a tym samym uzyskuje się wartość aktywów niematerialnych.



Rys. 1. Model wyceny WNP według B. Leva

Źródło: opracowanie własne na podstawie [1, s. 5].

3. Praktyczna wycena złożonych wartości niematerialnych w spółce internetowej

Wycenę wartości niematerialnych i prawnych w spółce internetowej na przykładzie Interia.pl należy rozpocząć od obliczenia dochodów znormalizowanych zgodnie z zaleceniami modelu B. Leva. Zatem na początku ze sprawozdań finansowych spółki należy wziąć 5 ostatnich wyników finansowych po opodatkowaniu. Analiza będzie przeprowadzona na podstawie sprawozdań finansowych z lat 2000-2004, a kolejne lata posłużą do weryfikacji wniosków z wyceny².

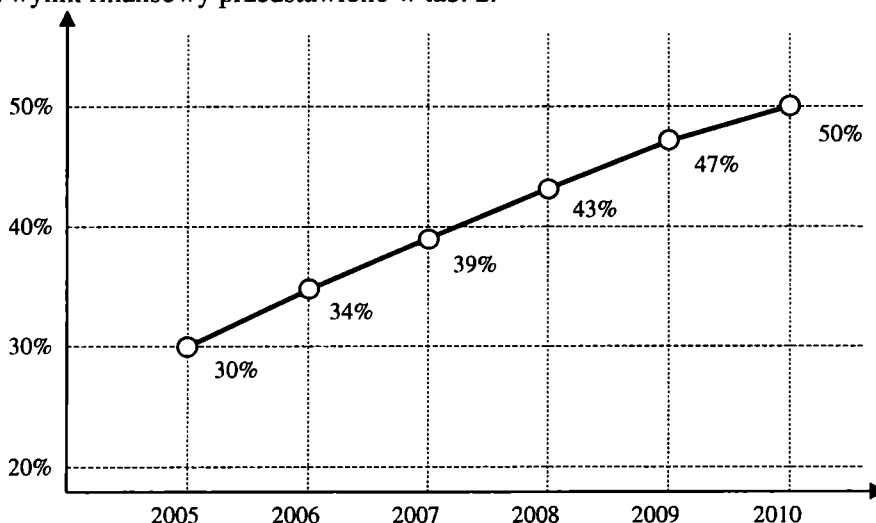
² Przedstawione wyniki są efektem badań przeprowadzonych na początku 2006 r., gdy sprawozdanie za 2005 r. nie było jeszcze dostępne.

Tabela 1. Wybrane pozycje z rachunku zysków i strat spółki Interia.pl w latach 2000-2004 (w tys. zł)

Wybrane pozycje z rachunku zysków i strat	2000	2001	2002	2003	2004
Przychody netto ze sprzedaży	8 043	16 220	17 073	18 311	26 526
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-10 517	-13 856	-10 041	-6 145	-3 259
Zysk (strata) brutto	-10 728	-10 633	-9 346	-5 985	-3 308
Zysk (strata) netto	-10 728	-10 633	-9 349	-5 982	-3 308

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Interia.pl z lat 2000-2004.

W 1999 r. Interia.pl rozpoczęła swoją działalność. Pierwsze lata jej działalności związane były z nakładami inwestycyjnymi, a tym samym wykazywała ona straty. Trzeba jednak zauważyć, że w kolejnych latach straty są coraz niższe – ze straty netto w 2000 r. na poziomie 10 728 tys. zł zmniejszyły się w 2004 r. do poziomu 3308 tys. zł. W tym okresie znacznie wzrosły przychody – z poziomu 8043 tys. zł aż do 26 526 tys. zł, co daje średni roczny wzrost na poziomie 35%. Przychody oraz wynik finansowy przedstawiono w tab. 2.



Rys. 2. Prognoza udziału osób mających dostęp do Internetu w Polsce

Źródło: opracowanie własne na podstawie [4, s. 12].

W okresie tym, zgodnie ze sprawozdaniami zarządu Interia.pl, spółka nie poniosła żadnych nadzwyczajnych strat ani też nie miała nietypowych przychodów, dlatego też wyniki finansowe netto zamieszczone w tab. 1 można uznać za właściwe do dalszej analizy. Drugim elementem znormalizowanych dochodów są przeszłe wyniki finansowe. Do ich określenia posłużyć się należy prognozą rynku,

która w połączeniu z udziałem Interii.pl w rynku posłuży do oszacowania przyszłych dochodów dla lat 2005-2009.

Z raportu IAB Polska [4] wynika, że Internet jest najszybciej rozwijającym się medium na świecie. W Polsce w okresie od grudnia 2003 r. do grudnia 2004 r. przybyło ponad milion nowych internautów – w tej chwili dostęp do Internetu ma 23,5% osób. Zgodnie z przeprowadzoną prognozą odsetek osób mających dostęp do Internetu będzie się zwiększał w podobnym tempie, aby w 2010 r. osiągnąć poziom 50%, co zostało przedstawione na rys. 2.

W Polsce rynek witryn internetowych jest już ustabilizowany pod względem udziałów na nim, szczególnie wśród spółek o największym udziale. Udział Interii.pl w latach 2000-2004 wzrósł od ok. 11% na początku 2000 r., przez 33% w 2002 r., aż do 52% pod koniec 2004 r.

Można więc wnioskować, że udział w okresie prognozy będzie nadal rósł, jednakże w coraz wolniejszym tempie, o ile nie zajdą nieprzewidziane zmiany jakościowe na rynku, jak np. wyjście z rynku jednego z konkurentów. Wydaje się to jednak mało prawdopodobne, zważywszy na silne wsparcie kapitałowe pozostałych kluczowych uczestników rynku. Oznacza to, że głównymi czynnikami mającymi wpływ na wzrost przychodów w Internecie są rosnąca liczba internautów oraz większa skłonność do korzystania z Internetu jako medium reklamowego (zob. tab. 2).

Tabela 2. Udział reklamy *on-line* w całości wydatków reklamowych – prognoza dla lat 2005-2009 (w %)

Kraj	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Finlandia	1,8	3,4	5,1	6,5	6,9	7,5	8,0
Francja	1,4	2,4	3,4	4,5	5,0	5,8	6,4
Irlandia	0,7	1,3	2,0	2,8	3,6	4,7	5,7
Holandia	1,9	3,4	5,2	6,7	7,2	8,0	8,3
Hiszpania	1,3	1,7	2,1	2,7	3,3	3,9	4,6
Niemcy	1,2	2,2	3,4	4,7	5,4	6,2	7,0
Polska	1,2	2,0	2,7	3,4	4,2	4,9	5,6
Wielka Brytania	1,7	2,9	4,4	5,6	6,1	6,8	7,1
Włochy	0,6	1,2	2,0	2,9	3,7	4,8	5,9

Źródło: lata 2003-2007: [4, s. 23]; lata 2008-2009: własna prognoza na podstawie analizy trendu.

Ważnym czynnikiem w prognozie przychodów w przypadku oceny spółki internetowej jest analiza działalności spółki, bowiem obecnie spółki internetowe starają się zdywersyfikować własną działalność, aby posiadać wiele niezależnych źródeł dochodów. W przypadku spółki Interia.pl głównym źródłem przychodów jest reklama, ale należy zwrócić uwagę na rosnący udział dochodów z pozostałych obszarów działalności, takich jak: produkcja witryn internetowych i hosting, e-commerce, czy komunikacja i usługi mobilne (zob. tab. 3).

Tabela 3. Struktura sprzedaży spółki Interia.pl w latach 2003-2004

Rodzaj działalności	2003		2004	
	wartość (tys. zł)	udział (w %)	wartość (tys. zł)	udział (w %)
Reklama internetowa	12 991	70,95	16 207	61,31
Produkcja witryn i hosting	2 311	12,62	4 256	16,10
E-commerce, płatne serwisy	1 168	6,38	2 702	10,22
Komunikacja i usługi mobilne	1 535	8,38	2 503	9,47
Inne	305	1,67	766	2,90
Razem	18 310	100,00	26 434	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie [8].

Przy prognozie przyszłych dochodów w okresie 2005-2009 należy zatem uwzględnić następujące czynniki:

- wzrost liczby internautów – większość ekspertów w dziedzinie analizy populacji Internetu prognozuje dynamiczny wzrost liczby nowych internautów – aż do 50% w roku 2010, związane jest to zarówno ze zmniejszającymi się kosztami dostępu, jak i z rosnącą liczbą komputerów oraz alternatywnych możliwości łączenia się z siecią,
- wzrost wydatków na reklamę *on-line* – dane dotyczące wydatków na różne media reklamowe jasno wskazują na rozwój tego obszaru, czego potwierdzeniem są dane z lat 2003-2005 przedstawione w tab. 2,
- wzrost szerokości marki – spółki internetowe zwiększają swój udział w rynku, co związane jest z chęcią pozyskania jak największej liczby klientów, w przypadku uznanych marek należy spodziewać się wzrostu ich udziału, jednakże będzie on coraz wolniejszy,
- wzrost dywersyfikacji – na początku działalności spółek internetowych znaczną część ich przychodów stanowiły przychody z reklamy, jednakże w miarę rozwoju rynku przychody te będą zmniejszać swój udział w ogólnej strukturze na rzecz innych obszarów działalności; pamiętać jednak należy, że nadal będą one głównym sposobem pozyskiwania kapitałów przez spółki internetowe.

Uwzględnienie wymienionych czynników, przeprowadzenie odpowiednich obliczeń oraz porównanie wyników z prognozami przeprowadzonymi przez analityków finansowych³, pozwoliło na stworzenie prognozy przychodów, która została przedstawiona w tab. 4.

Po wyznaczeniu przyszłych dochodów netto należy obliczyć znormalizowany dochód, który jest punktem wyjścia dla ustalenia wartości niematerialnych i prawnych w spółce internetowej Interia.pl. Zgodnie z zaleceniami modelu ustalono narastające wagi dla kolejnych okresów. Za ich pomocą otrzymano wartość znormalizowanego dochodu wynoszącą 9156 tys. zł (zob. tab. 5).

³ Obliczenia zostały porównane z analizami.

Tabela 4. Prognoza dochodów spółki Interia.pl w okresie 2005-2009 (w tys. zł)

Pozycja	2005	2006	2007	2008	2009
Przychody, w tym:	36 676	46 689	56 712	65 377	73 167
– reklama internetowa	20 213	23 687	27 730	31 373	35 117
– produkcja witryn i hosting	6 405	8 346	9 863	10 939	11 655
– e-commerce, płatne serwisy	4 831	7 115	9 134	10 689	11 780
– komunikacja i usługi mobilne	3 766	5 286	6 992	8 798	10 616
– inne	1 461	2 255	2 992	3 578	3 998
Koszty	30 134	31 206	32 165	33 036	33 834
Dochód brutto	6 542	15 483	24 546	32 341	39 333
Dochód netto (podatek 19%)	5 299	12 541	19 883	26 196	31 860

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Wagi potrzebne do ustalenia znormalizowanych dochodów

Rok	Dochód netto (tys. zł)	Waga (w %)	Dochód netto · waga
2000	–10728	6	–644
2001	–10633	7	–744
2002	–9349	8	–748
2003	–5982	9	–538
2004	–3308	10	–331
2005	5299	10	530
2006	12541	11	1380
2007	19883	12	2386
2008	26196	13	3406
2009	31860	14	4460
Razem		100	9156

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym etapem modelu jest wycena wartości aktywów materialnych oraz aktywów finansowych badanej spółki. Przypomnieć w tym miejscu należy, że B. Lev przez aktywa materialne rozumie głównie rzeczowe aktywa trwałe, czyli nieruchomości, maszyny i urządzenia oraz środki transportu, a przez aktywa finansowe akcje, obligacje oraz środki pieniężne.

W spółce Interia.pl głównymi aktywami materialnymi są – oprócz nieruchomości – serwery internetowe, pamięci masowe, urządzenia i sprzęt sieciowy oraz komputery. Przedstawiona w bilansie spółki wartość netto rzeczowych aktywów trwałych nie odzwierciedla jednakże ich wartości rynkowej, ponieważ przyjęte dla kolejnych pozycji w bilansie stopy amortyzacyjne wydają się zbyt wysokie w stosunku do faktycznej utraty wartości poszczególnych pozycji.

W przypadku budynków i lokali, zgodnie z obecną sytuacją na rynku, nie tracą one wartości, a wręcz często ją zwiększają. Zatem w ich przypadku wartość po korekcie będzie równa wartości nabycia, co związane jest z brakiem możliwości

wyceny rynkowej nieruchomości będących we władaniu spółki oraz chęcią ostrożnej wyceny posiadanych przez spółkę aktywów. Urządzenia techniczne oraz maszyny, na które składają się wymienione wcześniej środki trwałe, tracą na wartości stosunkowo szybko, jednakże stopa amortyzacyjna w przedziale 25-60% jest w większym stopniu odzwierciedleniem potrzeby ich renowacji niż rzeczywistej utraty wartości – dlatego zastosowano w wycenie dodatnią korektę w wysokości 20% wartości netto składnika. Podobnie postąpiono w przypadku środków technicznych – stopa amortyzacji 20-40%, korekta 15%, oraz pozostałych środków trwałych – stopa amortyzacji 14-20%, korekta 10%. Za pomocą wskazanych korekt uzyskano wartość aktywów materialnych na poziomie 3196,2 tys. zł, która wydaje się oddawać ich wartość rynkową, co zaprezentowano w tab. 6.

Tabela 6. Wartość aktywów materialnych na koniec 2004 r. (w tys. zł)

Pozycja bilansowa	Wartość brutto	Amortyzacja	Wartość netto	Wartość po korekcie
Grunty	0,0	0,0	0,0	0,0
Budynki i lokale	245,0	84,0	161,0	245,0
Urządzenia techniczne i maszyny	6 278,0	3 937,0	2 341,0	2809,2
Środki transportu	346,0	234,0	112,0	128,8
Inne środki trwałe	91,0	79,0	12,0	13,2
Razem	6 960,0	4 334,0	2 626,0	3196,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie [7].

W spółce Interia.pl występują zarówno krótko-, jak i długoterminowe aktywa finansowe. Do długoterminowych aktywów należy zaliczyć udziały w spółkach: E-Media.Interia.pl sp. z o.o. oraz PBI sp. z o.o., w których Interia.pl ma odpowiednio 99 i 20% udziałów. Ponieważ w obu przypadkach aktywa te zostały zaliczone do kategorii aktywów o ograniczonej zbywalności, ustalona w dalszej części rozważań stopa zwrotu będzie musiała odzwierciedlić związane z nimi ryzyko. Aktywa krótkoterminowe stanowią środki pieniężne w kasie i na rachunkach bankowych, lokaty oraz udzielona pożyczka. Łączna wartość aktywów finansowych spółki to 3323 tys. zł. Wyszczególnienie poszczególnych kategorii aktywów finansowych zamieszczono w tab. 7.

Ważnym etapem jest obliczenie dochodu z aktywów niematerialnych (*intangible-driven earnings*), w którym konieczne jest ustalenie stóp zwrotu z aktywów materialnych oraz finansowych. Jak już zostało wspomniane wcześniej, B. Lev zakłada w swoim modelu stopy ogólnogospodarcze na poziomie 7% dla aktywów materialnych oraz 4,5% dla aktywów finansowych. W przypadku analizowanej spółki należy jednak wziąć pod uwagę wiele czynników, które wpływają na wzrost poziomu ryzyka tych aktywów, a które związane są przede wszystkim z nieustannym rozwojem technologii. Sektor teleinformatyczny jest jedną z najszybciej rozwijających się gałęzi gospodarki, a wprowadzanie nowych technologii jest związa-

ne bezpośrednio z powstawaniem nowych serwisów i usług. Podążanie za najnowszymi rozwiązaniami technicznymi umożliwiającymi skuteczne konkutowanie z innymi portalami internetowymi wymaga wysokich nakładów, a więc okres użytkowania sprzętu skraca się. Tym samym stopa zwrotu powinna uwzględniać cykl życia usług w Internecie. Stopa zwrotu z aktywów materialnych będzie się kształtowała na poziomie 10%, co jest związane zarówno z ogólnogospodarczą stopą stosowaną w modelu B. Leva, jak i z korektą spowodowaną większym ryzykiem sektora internetowego – dochód z aktywów materialnych będzie miał zatem wartość 319,62 tys. zł. Stopa zwrotu z aktywów finansowych jest zaś wynikiem obliczeń przedstawionych w tab. 7.

Tabela 7. Dochód z aktywów finansowych w 2004 r. (w tys. zł)

Pozycja	Wartość na koniec 2004 r.	Podstawa określenia stopy zwrotu	Stopa zwrotu (w %)	Dochód z aktywów finansowych
Długoterminowe aktywa finansowe	134	Średnie oprocentowanie kredytu gospodarczego 12-miesięcznego + premia za ryzyko 2%	11,85	15,88
Krótkoterminowe aktywa finansowe, w tym:	1519			
– środki pieniężne w kasie	4	Średnia stopa procentowa ROR	1,20	0,05
– środki pieniężne na rachunku bankowym	134	Średnia stopa procentowa lokat złotych 1-miesięcznych	3,54	4,74
– lokaty	1381	Średnia stopa procentowa lokat złotych 12-miesięcznych	4,65	64,22
– udzielona pożyczka	17	WIBOR + 1%	6,68	1,14
Razem	1804		5,15	86,02

Źródło: opracowanie własne na podstawie [7].

Stopa zwrotu z różnych pozycji aktywów finansowych uzależniona jest zarówno od ich zbywalności, jak i od rodzaju, dlatego w przypadku aktywów długoterminowych o ograniczonej zbywalności podstawą do ustalenia stopy zwrotu jest średnie oprocentowanie kredytu gospodarczego 12-miesięcznego, powiększone o premię za ryzyko w wysokości 2%. Tak ustalona stopa zwrotu wydaje się odzwierciedlać zarówno niską płynność aktywów, jak i specyfikę ryzyka spółek, w których udziały ma Interia.pl. W przypadku aktywów krótkoterminowych stopy zwrotu zostały ustalone na poziomach stóp procentowych odpowiednich lokat złotych. Jedynie dla udzielonej pożyczki stopa ustalona została na poziomie WIBOR + 1%, co wynika z umowy zawartej pomiędzy spółką Interia.pl a pożyczkobiorcą. Średnia stopa zwrotu z aktywów finansowych wyniosła 5,15%, a więc dochód z tych aktywów jest równy 86,02 tys. zł.

Po obliczeniu dochodu z aktywów materialnych oraz finansowych można obliczyć dochód z aktywów niematerialnych i prawnych, wiedząc, że jest on równy różnicy między dochodem znormalizowanym i obliczonymi dochodami z aktywów materialnych i aktywów finansowych. Dochód z aktywów niematerialnych wynosi zatem 8750 tys. zł. Porównując go z dochodem z aktywów materialnych oraz finansowych, otrzymuje się proporcję udziału poszczególnych udziałów w strukturze dochodów firmy. Mimo że wydaje się on mieć wręcz zbyt duży udział, należy stwierdzić, że w Internecie właśnie wartości niematerialne i prawne są najważniejszym zasobem przedsiębiorstwa, różnice bowiem w aktywach materialnych i finansowych między podmiotami są niewielkie. Pozycja na rynku zależy więc przede wszystkim od aktywów niematerialnych i prawnych, i to nie tylko tych wykazywanych w bilansie – w przypadku Interii.pl aktywa niematerialne i prawne na koniec 2004 r. miały wartość brutto 15 472 tys. zł (3265 tys. zł netto), stanowiąc największy składnik nie tylko aktywów trwałych, ale także pozabilansowych, takich jak marka, udział w rynku, lista klientów czy zawarte kontrakty.

Tabela 8. Prognoza dochodu z aktywów niematerialnych w latach 2005-2014

Lata	Stopa wzrostu przychodów (w %)	Dochód z aktywów niematerialnych w okresie prognozy (w tys. zł)	Wartość rezydualna (w tys. zł)	Stopa dyskonta (w %)	Współczynnik dyskontujący	Zdyskontowany dochód z aktywów niematerialnych (w tys. zł)	Wartość aktywów niematerialnych (w tys. zł)
2005	39,0	8 750		25	0,8000	7 000	
2006	27,3	11 139		25	0,6400	7 129	
2007	21,5	13 530		25	0,5120	6 927	
2008	15,3	15 597		25	0,4096	6 389	
2009	12,0	17 456		25	0,3277	5 720	
2010	11,0	19 376		25	0,2621	5 079	
2011	9,0	21 120		25	0,2097	4 429	
2012	7,0	22 598		25	0,1678	3 791	
2013	5,0	23 728		25	0,1342	3 185	
2014	3,0	24 440		25	0,1074	2 624	
>2014	3,0		111 091	25			
Razem			111 091			52 274	163 365

Źródło: opracowanie własne.

Ostatni etap modelu to składająca się z trzech kroków prognoza dochodów z aktywów niematerialnych. W pierwszym okresie prognozy dotyczącym lat 2005-2009 dokonuje się analizy sektora. Internet przeżywa obecnie drugą młodość. Po spadku cen akcji w 2000 r. sektor ten odzyskuje zaufanie inwestorów, a rozwój usług dostępowych

na świecie wraz z rosnącym wolumenem reklam *on-line* oraz skłonnością do transakcji internetowych sprawia, że kolejne kilka lat będzie okresem szybkiego wzrostu. Jednakże trzeba pamiętać, że rokrocznie dynamika wzrostu będzie coraz niższa, co związane jest z rosnącym nasyceniem rynku oraz większą konkurencją. Dlatego prognozowana stopa wzrostu przychodów w okresie 2005-2009 będzie zmniejszała się z wyjściowych 39% w 2005 r., aż do 12% w 2009 r. W latach 2010-2014, zgodnie z założeniami modelu, stopa wzrostu będzie systematycznie zmniejszała się do poziomu 3%, czyli stopy wzrostu ogólnogospodarczego. W okresie po 2014 r. przyjęta zostanie stopa 3% – jako stopa wzrostu po okresie prognozy.

Ważnym elementem obliczeń przedstawionych w tab. 8 jest stopa dyskontowa, która powinna odzwierciedlać ryzyko aktywów niematerialnych wynikające ze wskazanych już wcześniej czynników. Ustalona na potrzeby prezentowanej analizy stopa dyskontowa na poziomie 25% wydaje się być adekwatna do stopy zwrotu wymaganej zarówno przez właścicieli, jak i przez wierzycieli, gdyż rekompensuje wysokie ryzyko funkcjonowania na rynku internetowym związane m.in. z utratą popularności, awariami, utratą wykwalifikowanej kadry informatycznej, utratą zaufania do portalu w efekcie włamań internetowych, nienadążaniem z rozwojem nowych produktów, barierami rozwoju sieci Internet w Polsce czy spadkiem dynamiki rozwoju rynku e-commerce w Polsce.

Wskazane zagrożenia mają duży wpływ na aktywa niematerialne i prawne w spółce internetowej, gdyż zaistnienie niektórych z nich może doprowadzić nawet do jej upadku, dlatego też zastosowana stopa dyskontowa jest tak wysoka.

Otrzymana wartość aktywów niematerialnych i prawnych w wysokości 163 365 tys. zł świadczy o wysokim udziale tych aktywów w spółce. Wartość akcji z dnia 2 września 2005 r. spółki Interia.pl wynosiła 11,56 zł, co dla 6 568 950 akcji dało wartość rynkową na poziomie 75 937 tys. zł. Na podstawie wartości księgowej, wynoszącej 7132 tys. zł, oraz obliczonej wartości aktywów niematerialnych i prawnych uzyskano wartość końcową spółki (*comprehensive value*), która w przypadku Interii.pl wyniosła 170 497 tys. zł. Na tej podstawie otrzymano wartość wskaźnika wartość rynkowa/wartość końcowa, który wyniósł 0,45, co oznacza – zgodnie z modelem B. Lev – że zasoby niematerialne spółki Interia.pl były niedowartościowane przez rynek. Można na tej podstawie wysnuć wniosek, że w przypadku spółek internetowych rynek jest stosunkowo nieefektywny, a badania innych spółek z czołówki rynku internetowego mogłyby dać podobne rezultaty.

4. Podsumowanie

Porównanie otrzymanych wyników z badaniami przeprowadzonymi przez B. Leva pomagają w zrozumieniu specyfiki sektora internetowego. Pierwszy z prezentowanych w tab. 9 wskaźników – aktywa niematerialne/wartość księgowa – może być podstawą do oceny sprawozdawczości, w której nie wykazuje się aktywów

Tabela 9. Porównanie wyników Interii.pl z 2004 r. z wybranymi wskaźnikami z badań B. Leva z lat 1999-2000

Przedsiębiorstwo	Branża	Aktywa niematerialne/ wartość księgowa	Wartość rynkowa/ wartość księgowa	Wartość rynkowa/ wartość końcowa
IBM Corp.	sprzęt komputerowy	6,70	12,10	1,58
DELL Computer Corp.	sprzęt komputerowy	12,90	17,50	1,26
Hewlett Packard Corp.	sprzęt komputerowy	3,40	8,20	1,85
Sun Microsystems Inc.	sprzęt komputerowy	6,10	27,70	3,91
Microsoft Corp.	oprogramowanie komputerowe	4,60	8,90	1,60
Oracle Corp.	oprogramowanie komputerowe	8,40	39,40	4,19
Disney Walt Co.	media	2,20	3,50	1,07
New York Times Co.	gazety	4,20	4,90	0,95
Dow Jones & Co.	gazety	6,60	10,10	1,33
Wal Mart Stores Inc.	sprzedaż detaliczna	2,90	7,50	1,94
Sears Roebuck & Co.	sprzedaż detaliczna	3,60	1,70	0,36
Kohls Corp.	sprzedaż detaliczna	2,90	9,80	2,50
Intel Corp.	półprzewodniki	5,70	13,70	2,05
Texas Instruments Inc.	półprzewodniki	3,10	8,70	2,11
AT&T Corp.	telekomunikacja	0,70	1,10	0,62
Worldcom Inc.	telekomunikacja	0,40	1,90	1,35
Średnia wartość wskaźników z badań B. Leva		4,43	9,49	1,60
Interia.pl	Internet	22,91	10,65	0,45

Źródło: opracowanie własne na podstawie [1, s. 12].

niematerialnych, będących najważniejszym zasobem przedsiębiorstwa działającego na wirtualnym rynku. Można zauważyć, że wskaźnik ten dla Interii.pl jest znacznie wyższy od średniej dla branż związanych z oprogramowaniem, sprzętem komputerowym, działalnością medialną, handlową, informacyjną czy telekomunikacyjną. Przyczyną tego stanu rzeczy jest niskie zaangażowanie aktywów materialnych i finansowych w działalności spółki, większość bowiem nakładów ponoszona jest na badania i rozwój, promocję marki bądź inne aktywa niematerialne niewykazywane w bilansie.

Drugi wskaźnik wartość rynkowa/wartość księgowa jest próbą porównania efektywności rynku z informacjami zawartymi w bilansie przedsiębiorstwa. Jest to tradycyjnie stosowany wskaźnik, jednakże jego pojemność informacyjna jest dość niska, gdyż, jak łatwo zauważyć, ujmuje on dwie pozycje niezawierające w sobie aktywów niematerialnych.

Ostatni wskaźnik wartość rynkowa/wartość końcowa jest lepszym wskaźnikiem od analizowanego wcześniej z powodu ujmowania aktywów niematerialnych.

Jego wartość oscyluje wokół 1, co oznacza efektywną wycenę podmiotu przez rynek. Wyniki badań B. Leva z lat 1999-2000, czyli przed kryzysem na rynku internetowym, potwierdziły się, gdyż w przypadku wielu spółek o wskaźniku przekraczającym poziom 2 nastąpiła późniejsza deprecjacja ich wartości rynkowej.

Literatura

- [1] Gu F., Lev B., *Measurement, Drivers, Usefulness*, Working Paper, Boston 2001, <http://pages.stern.nyu.edu/~blev/intangible-assets.doc>.
- [2] Kajczuk P., *Interia.pl SA*, Dom Maklerski WBK SA, Warszawa 2001.
- [3] Kasperek A., Wiatr R., *Pierwszy portal na GPW*, Bank Handlowy w Warszawie SA, Warszawa 2001.
- [4] Kaznowski D., *Raport strategiczny IAB Polska. Internet 2004: Polska, Europa i świat*, AdPress, Warszawa 2004, s. 23, lata 2008-2009.
- [5] Małycka P., Lachowski M., *Interia*, Wydział Doradztwa Inwestycyjnego, Biuro Maklerskie BGŻ SA, Warszawa 2001.
- [6] Skowron-Szafrńska M., *Interia.pl – kto pierwszy ten lepszy*, Centralny Dom Maklerski PEKAO SA, Warszawa 2001.
- [7] *Sprawozdanie finansowe spółki Interia.pl za 2004 r.*, http://img.interia.pl/wiadomosci/nimg/Raport_roczny_RAPORT_676437.pdf.
- [8] *Sprawozdanie zarządu spółki Interia.pl za 2004 r.*, http://img.interia.pl/wiadomosci/nimg/SPRAWOZDANIE_Zarzadu_676442.pdf.
- [9] Sztabler M., Smoliński P., *Raport analityczny: Interia.pl*, Dom Inwestycyjny BRE Banku SA, Warszawa 2001.

PRACTICAL VALUATION OF COMPOUND INTANGIBLE ASSETS IN INTERNET COMPANIES BASED ON INTERIA.PL

Summary

Intangible and legal assets change the way in which economic entities do business, deal with employees, design their projects, sell services and talk to customers. These are long term changes which still are and will have huge significance for the strategy and reputation of enterprises, for short and long term decisions, for the communications and revealing of information and for government policy which shapes business circle. Value sources change and consequently the same happens to the way of management. Therefore the tools which can support managers in taking decision become important helping them in the estimation of the degree of strategic realization, the coordination of its realization and communications inside an enterprise.

The aim of the article is a practical presentation of one of leading methods of complex intangible assets evaluation as an important tool in an estimation of an enterprise both for its owners and external stakeholders.