

METODY WYCENY PODSTAWĄ KSZTAŁTOWANIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW TURYSTYCZNYCH

Wycena z punktu widzenia etymologicznego oznacza proces ustalania ceny. Wycena polega na dokonaniu pomiaru wartościowego przedsiębiorstwa turystycznego i jego składników majątkowych oraz efektów ekonomicznych podjętych decyzji o takim stopniu jakości, który zapewni odbiorcom tych informacji możliwość oceny efektów działań podjętych w przeszłości i wyboru najkorzystniejszego wariantu decyzji w przyszłości. Wybór metody wyceny firmy lub składników jej majątku czyli wynik obliczeń zależy od celu, dla którego wycena jest dokonywana, stron biorących udział w transakcji oraz przedmiotu transakcji (Kamela-Sowińska 1996).

Artykuł ma ukazać fakt, iż proces wyceny jest bardzo złożony. Zdarzeniu temu powinien przyświecać podstawowy cel, jakim jest umożliwienie w przedsiębiorstwie turystycznym podejmowania racjonalnych decyzji, tak aby móc ukazać adekwatną wartość przedsiębiorstwa.

Wycena przedsiębiorstwa spełnia cztery funkcje:

- doradczą – ustala wartość firmy na podstawie indywidualnego interesu kupującego lub sprzedającego oraz ustala maksymalną cenę, za jaką warto sprzedać lub nabyć daną spółkę,
- mediacyjną – która dąży do zaakceptowania wyceny przez obie strony zarówno kupna jak i sprzedaży,
- argumentacyjną – która ma na celu dostarczyć sprzedającemu lub nabywcy wszelkich argumentów, których należy użyć przy pertraktacjach cenowych,
- informacyjną – inaczej komunikacyjną, która realizuje się przede wszystkim poprzez kontakty z otoczeniem – dostarcza informacji na temat kondycji przedsiębiorstwa turystycznego i jego perspektyw rozwojowych.

Przedmiotem wyceny może być przedsiębiorstwo turystyczne jako całość lub mogą to być jego poszczególne składniki majątkowe.

Według koncepcji wielu autorów klasyfikację metod wyceny możemy przedstawić w różny sposób. Przykładowo w publikacjach A. Kameli-Sowińskiej

metody wyceny są dzielone na historyczną – księgową, ogólnej siły nabywczej pieniądza, wartości bieżącej oraz metody mieszane. Zbliżoną klasyfikację metod wyceny zaproponowali D. Zarzecki i M. Kufel dzieląc metody na dochodowe, majątkowe, mieszane oraz niekonwencjonalne. Jediną różnicą były zaproponowane przez D. Zarzeckiego metody porównawcze (Jaki 2008).

Z przeglądu literatury wynika, iż najczęściej stosowane metody wyceny dzielimy na:

- majątkowe,
- dochodowe,
- porównawcze,
- mieszane.

Metody majątkowe są najbardziej tradycyjną grupą metod wyceny spółek. Podstawą do określenia wartości przedsiębiorstwa turystycznego jest tutaj majątek, dlatego wartość będąca wynikiem takiej wyceny jest nazywana wartością majątkową. Metody majątkowe opierają się na informacjach zawartych w bilansie. Metody te mają istotną wadę, ponieważ wartość księgową aktywów i pasywów zazwyczaj nie równa się ich wartości rynkowej. W polskich warunkach, zarówno w przeszłości jak i teraz, metody majątkowe są wykorzystywane na potrzeby prywatyzacji spółek skarbu państwa.

Dokonując systematyki metod majątkowych możemy je podzielić na:

- metodę wartości aktywów netto (ewidencyjnej i skorygowanej),
- metodę wartości odtworzeniowej,
- metodę wartości likwidacyjnej (upłynnienia).

Metoda wartości aktywów netto pozwala na dość szybkie i łatwe uzyskanie danych o wartości majątkowej firmy. Pozwala na obliczenie wartości firmy na podstawie zapisów bilansowych – aktywów i pasywów. Metoda ta polega na pomniejszeniu księgowej wartości aktywów o kapitały obce – wszystkie zobowiązania krótko i długoterminowe. Można także podejść do tej metody od strony pasywów. W tym przypadku wartość przedsiębiorstwa turystycznego jest równa wartości kapitałów własnych tej firmy. Nie zawsze jednak odzwierciedla ona rzeczywistą wartość aktywów netto spółki w momencie dokonywania wyceny. Wynika to z następujących elementów (Pasiczny 1991):

- zawyżania lub zaniżania wartości księgowej środków trwałych, wynikającej z uproszczonych zasad przeszacowania ich wartości (niezależnie od przyjętej metody),
- uproszczonych – z konieczności – zasad naliczania amortyzacji, a zatem nieadekwatności odzwierciedlania stopnia oraz tempa rzeczywistego zużywania się środków trwałych,

- przyjętych zasad umarzania środków trwałych niskocennych, a w przeszłości składników wyposażenia (Rozporządzenie Ministra Finansów, 1997),
- obowiązujących zasad księgowej wyceny papierów wartościowych.

Niezależnie od wybranego wariantu metody wynik powinien mieć taką samą wartość. Aby wyeliminować niedoskonałości metody księgowej znaleziono metodę skorygowanej wartości aktywów netto, która jest rozwinięciem i udoskonaleniem metody opisanej powyżej i różni się tym, iż zastępuje w wycenie wartości księgowe wartościami rynkowymi. Bardzo często wycena bilansowa aktywów i pasywów różni się od wyceny rynkowej, dlatego też należy przeszacować poszczególne składniki aktywów i pasywów – określić ich wartość rynkową. Po odpowiednim dokonaniu korekt, wartość firmy liczy się tak samo jak w przypadku wyceny metodą księgową. W przypadku wycen o charakterze nieformalnym korekty można ograniczyć tylko do oszacowania najważniejszych pozycji bilansowych dla danego przedsiębiorstwa turystycznego, przy jednoczesnym pozostawieniu wartości księgowych pozostałych pozycji (Zarzecki 1999).

W przypadku wycen mających charakter oficjalnych dokumentów, zakres korekt musi odnosić się do wszystkich pozycji bilansu spółki. Korekty takie powinny dotyczyć zwłaszcza:

- uwzględnienia wartości pozabilansowych składników aktywów firmy,
- uwzględnienia wartości rynkowej pozostałych nieruchomości (grunty własne, budynki, budowle) oszacowanej w oparciu o obowiązujące w tym zakresie przepisy prawa (Rozporządzenie Rady Ministrów 2004),
- uwzględnienia wartości rynkowej ruchomych środków trwałych,
- uwzględnienia wartości rynkowej posiadanych przez przedsiębiorstwo papierów wartościowych,
- uwzględnienia wartości rynkowej należności spółki wraz z ich ewentualnym skorygowaniem o wartość należności zakwalifikowanych jako nieściągalne bądź trudno ściągalne,
- uwzględnienia wartości rynkowej zapasów firmy w oparciu o takie jej wyznaczniki, jak okres ich zalegania, użyteczność z punktu widzenia przedsiębiorstwa lub innych osób, możliwości upłynnienia zbędnych zapasów,
- uwzględnienia pozabilansowych zobowiązań spółki jako czynnika pomniejszającego jego wartość majątkową (Zarzecki 1999).

Metoda odtworzeniowa – wyznacza wartość majątku firmy poprzez określenie wartości koniecznych do poniesienia nakładów w celu odtworzenia

w danym momencie identycznego lub podobnego pod względem strukturalno-rzeczowym majątku (Borowiecki, Jaki 1997). Wartość odtworzenia jest wartością bieżącą w momencie wyceny gdyż podstawę stanowią bieżące ceny i koszty odtworzenia poszczególnych składników majątku. Należy zauważyć, iż ta metoda koryguje wartość księgową aktywów pod względem inflacji oraz zużycia. Wartość odtworzenia jest nazywana wartością kontynuacji majątku firmy. Majątek jest przedstawiony przez ukazanie jego dalszego funkcjonowania w ramach dotychczasowej struktury organizacyjno-ekonomicznej. Wadą metody odtworzeniowej jest kłopot w uchwyceniu takich elementów, jak czas potrzebny na osiągnięcie określonej pozycji na rynku.

Metoda likwidacyjna ukazuje wartość firmy jako wielkość możliwych do uzyskania wpływów netto w sytuacji sprzedaży (upłynnienia) poszczególnych składników majątku spółki. Od otrzymanego wyniku ze sprzedaży składników majątku trzeba odjąć wszystkie zobowiązania finansowe, jakie przedsiębiorstwo turystyczne musiałoby ponieść w momencie jej likwidacji, a następnie koszty należy pomniejszyć o koszty upłynnienia. Tym sposobem otrzymamy wartość likwidacyjną firmy. Metoda ta pozwala znaleźć dolny próg wartości przedsiębiorstwa turystycznego, przy czym należy założyć, iż firma zakończy działalność. Wycena tą metodą jest również przydatna dla firm, które są przeznaczone do dalszego funkcjonowania. Jest ona wtedy wyceną z pozycji tzw. ostrożnego kupca. Wskazuje jednoznacznie na dolną granicę wartości firmy, jaką mógłby zaakceptować jego właściciel, negocjując cenę sprzedaży spółki (Borowiecki, Jaki 1997).

Prowadząc wycenę metodą likwidacyjną należy w szczególny sposób uwzględnić następujące elementy:

- możliwości sprzedaży zorganizowanych części spółki, mogących samodzielnie funkcjonować i przynosić zyski zadowalające potencjalnego inwestora,
- długości okresu przeznaczonego na przeprowadzenie i zakończenie likwidacji oraz związanej z tym konieczności uwzględnienia ewentualnych zysków, jakie przedsiębiorstwo turystyczne może jeszcze przynosić, względnie dodatkowych strat, jakie w tym okresie wystąpią,
- wielkości innych dodatkowych kosztów wiążących się z faktyczną likwidacją firmy (Helbling 1991).

Podsumowując podejście metod majątkowych, należy zauważyć, że wartość przedsiębiorstwa turystycznego jest w szeroki sposób wykorzystywana w procesie wyceny. Spełnia ona wiele ważnych funkcji:

- jest elementem licznych metod wyceny w ramach podejścia mieszanego,

- stanowi wielkość porównawczą dla wartości przedsiębiorstwa turystycznego opartej na jego przyszłych dochodach,
- jest podstawą dla oszacowania wielkości odpisów amortyzacyjnych dla celów prognozowania przyszłych dochodów firmy,
- jest podstawą pomiaru rentowności firmy,
- stanowi wartość zaangażowanego przez właścicieli przedsiębiorstwa turystycznego kapitału,
- wskazuje na ewentualne przyszłe potrzeby przedsiębiorstwa turystycznego w zakresie nakładów na inwestycje (Jaki 2008).

Metody dochodowe – DCF – Discounted Cash Flow - są najbardziej uniwersalne i najlepiej odzwierciedlające prawdziwą wartość przedsiębiorstwa. Wyróżniamy kilka odmian wyceny wartości spółki metodą DCF, których praktyczne zastosowanie wiąże się z wieloma dylematami:

- jaką wielkość winno się przyjąć jako miarę dochodowości przedsiębiorstwa;
- jak prawidłowo oszacować poziom stopy dyskontowej, umożliwiającej właściwe uwzględnienie zmiany wartości kapitału w czasie;
- w jaki sposób i na jakiej podstawie winno się sporządzać prognozy przyszłych wielkości kształtujących dochodowości przedsiębiorstwa według przyjętej miary i jaki okres winna taka prognoza obejmować (Jaki 2008).

Model *metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych* opiera się na założeniu, że wartość akcji jest równa sumie strumieni pieniężnych, wygenerowanych przez przedsiębiorstwo dla akcjonariuszy w kolejnych latach w przyszłości.

Wielkość przepływów pieniężnych jest określana przez wielu autorów jako najwłaściwsza miara dochodowości przedsiębiorstwa dla potrzeb wyceny dochodowej (Kufel 1992, Kamela-Sowińska 1994). Istota przepływów pieniężnych określana jest jako zestawienie strumieni wpływów i wydatków przedsiębiorstwa w ciągu kolejnych lat okresu obliczeniowego. Końcowym elementem jest wyznaczenie nadwyżki finansowej, która staje się bezpośrednią podstawą wyceny przedsiębiorstwa. Wyróżniamy trzy rodzaje przepływów pieniężnych oraz odpowiadające im stopy dyskontowe:

- *Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa* (FCFF) – średni ważony koszt kapitału (WACC) - wpływy i wydatki z działalności operacyjnej, związane z przychodami ze sprzedaży (skorygowanymi zmianą stanu należności) i kosztami uzyskania przychodów – bez amortyzacji i odsetek od kapitału obcego (skorygowanymi zmianą stanu zapasów i zobowiązań), których saldo stanowią tzw. przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa,

- *Przepływy pieniężne przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy (ECF)* – koszt kapitału własnego (ke) - wpływy i wydatki z działalności inwestycyjnej, związane z zakupem bądź sprzedażą składników majątku trwałego przedsiębiorstwa turystycznego, których saldo stanowią tzw. przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej,
- *Przepływy pieniężne należące dla wierzycieli przedsiębiorstwa turystycznego (CFD)* – koszt zadłużenia.

Zgodnie z metodą dochodową prognozując wyniki przedsiębiorstwa, przyszłość dzieli się na dwa okresy. Dla pierwszych 10 lat szczegółowo prognozuje się poszczególne pozycje ze sprawozdań finansowych takich jak bilans, rachunek zysków i strat oraz rachunek przepływów pieniężnych decydujące o wielkości przepływów pieniężnych. Można je obliczyć dwiema metodami: metodą pośrednią i metodą bezpośrednią w zależności od kategorii zysku księgowego jako podstawy obliczenia. W metodzie pośredniej podstawą jest zysk netto, a w metodzie bezpośredniej wynik na działalności operacyjnej, czyli EBIT – zysk przed spłatą odsetek i opodatkowaniem. Po tych 10 latach zakłada się, iż firma osiągnie stabilizację i jej przepływy w dalszej przyszłości będą wzrastać w stałym tempie. Dzięki temu założeniu tak zwaną wartość rezydualną wynikającą z tych przepływów oblicza się ze zdyskontowanej rosnącej renty wieczystej. Ponieważ przepływy pieniężne z działalności operacyjnej obciążone są pewną niepewnością, ich wartość należy pomniejszyć o dyskonto równe oczekiwanej przez dostawcę kapitału stopie zwrotu, rekompensującej ryzyko zainwestowania kapitału w dane przedsiębiorstwo turystyczne. Nie uwzględniony w rachunku FCFF koszt kapitału obcego, wchodzi do kalkulacji wartości firmy wraz z kosztem kapitału własnego poprzez zdyskontowanie przepływów średnim ważonym kosztem kapitału WACC (www.mariuszduda.com).

Metody dochodowe nie uwzględniają natomiast majątku, który jest potrzebny dla uzyskania tychże dochodów. Firmy, które posiadają różną wartość majątku mogą mieć taką samą wartość w przypadku, gdy prognozy generowanych przez nie zysków są podobne. Wynika to z odmiennej produktywności różnych składników majątku i powoduje różnice we wskaźnikach uzależniających przychody i zyski od potencjału wytwórczego. Potwierdzeniem tej zależności jest także zdolność generowania przychodów przez wartości niematerialne, które nie zawsze znajdują pełne odzwierciedlenie w rachunkowości (www.mariuszduda.com).

Podsumowując metody dochodowe opierają się na założeniu, że przedsiębiorstwo turystyczne jest dobrem, którego wartość zależy od korzyści finansowych, jakie przyniesie ono właścicielowi w przyszłości. O wartości przedsiębiorstwa turystycznego stanowi zaktualizowana na moment wyceny suma

przewidywanych dochodów finansowych. Wycena akcji ma na celu ustalenie jej wartości dla zidentyfikowania akcji niedowartościowanych - które można kupić, lub akcji przewartościowanych - które można sprzedać (www.bossa.pl).

Metody porównawcze, zwane również *wskaźnikowymi* lub *mnożnikowymi*, bazują na wynikach rynkowych wycen innych podobnych przedsiębiorstw turystycznych. Zaletą tych metod jest prostota oraz szybkość wykonania. Są najczęściej stosowanymi i najprostszymi w rozumowaniu metodami wycen tych przedsiębiorstw (English 2001).

Metoda porównawcza polega na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa turystycznego na podstawie danych o mnożnikach, których wartość rynkowa jest już znana. Mnożniki są tak konstruowane aby ukazywać stosunek wartości rynkowej spółki do określonej zmiennej ekonomicznej. Źródłem najbardziej wiarygodnych i obiektywnych informacji jest rynek kapitałowy, na którym wartości rynkowe spółek uzależnione są od poziomu rozwoju i stopnia dojrzałości rynku, czyli od liczby notowanych na nim przedsiębiorstw turystycznych oraz od liczby i wartości dokonywanych transakcji giełdowych kupna-sprzedaży akcji a z drugiej strony od poziomu wiedzy i racjonalności decyzji inwestorów.

W przeciwieństwie do metod majątkowych bazujących jedynie na bilansie firmy, metodologia tych wycen jest oparta na rachunku zysków i strat, bilansie oraz przepływach pieniężnych. Bazę wyceny w tym przypadku mogą stanowić parametry ekonomiczne, takie jak zysk netto, zysk operacyjny, wartość sprzedaży, wartość księgową, wartość przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy (Tuzimek 2003).

Dobór porównywalnych przedsiębiorstw turystycznych należy oprzeć na spółkach o podobnej strukturze przychodów, kosztów i aktywów, a także o podobnej strukturze kapitałowej. Aby przeprowadzić prawidłową analizę należy wybrać firmy podobne do siebie pod względem wzrostu i ryzyka. Najlepszym rozwiązaniem byłaby możliwość oceny wartości spółki w odniesieniu do innej firmy o dokładnie takiej samej charakterystyce. W praktyce niestety rzadko się to zdarza i musimy zadowolić się porównywaniem do siebie firm zajmujących się jedynie podobną działalnością. Jednym z rozwiązań do optymalnej analizy jest porównywanie przedsiębiorstw turystycznych o podobnej wielkości czy powiększenie liczby porównywalnych spółek (www.mariuszduda.com).

Warunkiem uznania określonego przedsiębiorstwa za porównywalne z podmiotem wycenianym jest ich wzajemne podobieństwo z punktu widzenia takich kryteriów, jak:

- rodzaj i skala prowadzonej działalności,
- rodzaj i cechy rynku, na którym przedsiębiorstwa funkcjonują i do których mają dostęp,

- poziom nowoczesności środków trwałych oraz charakter realizowanych procesów technologicznych,
- ogólna sytuacja ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw turystycznych.

Do wyceny przedsiębiorstw turystycznych metodami porównawczymi najczęściej stosuje się następujące wskaźniki ekonomiczno-finansowe (Jaki 2008):

- Wskaźnik cena/zysk - P/E – przedstawia iloraz wartości rynkowej jednej akcji spółki do rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję. Jest to najpopularniejszy współczynnik wyceny, który ukazuje ile należy zapłacić za zakup jednej złotówki zysku księgowego spółki.
- Wskaźnik cena/przychody - P/S – ukazuje iloraz ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa turystycznego do wielkości jego rocznych przychodów ze sprzedaży przypadających na jedną akcję. Wskaźnik ten informuje inwestorów, ile muszą zapłacić za jedną złotówkę wartości sprzedaży udziału spółki w rynku.
- Wskaźnik stopy dywidendy czyli dywidenda/cena – przedstawia iloraz kwoty dywidendy przypadającej na jedną akcję zwykłą do ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa turystycznego. Biorąc pod uwagę formułę wartości wycenianej firmy mnożnikiem jest odwrotność stopy dywidendy, gdyż cena rynkowa występuje w mianowniku.

Wskaźnik cena/wartość księgową (price/book value ratio, P/BV) – ukazuje iloraz ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa turystycznego do jego wartości księgowej przypadającej na jedną akcję. Wartość księgową netto stanowi wartość aktywów spółki, pomniejszoną o zobowiązania. Wskaźnik P/BV obrazuje cenę, jaką trzeba zapłacić za jedną złotówkę księgowej wartości majątku firmy. Wskaźnik ten kształtuje się na różnych poziomach w odniesieniu do poszczególnych branż, odzwierciedlając potencjał wzrostowy i stopę zwrotu z kapitału. Wyższy współczynnik mają z reguły firmy hi-tech, w których największą wartością jest posiadanie know-how i wysoko wykwalifikowanych specjalistów. W bardzo prosty sposób przekłada się to na większe możliwości rozwoju spółki, a w konsekwencji wyższe zyski. W przypadku kiedy stwierdzamy z jakiegoś powodu, że wykorzystywanie wartości księgowej może zniekształcić wycenę, obliczenia można oprzeć na koszcie wymiany aktywów (www.mariuszduda.com).

W zależności od rodzaju wybranego do wyceny mnożnika możemy rozpatrywać różne rodzaje metod mnożnikowych. Aby właściwie wybrać mnożnik należy wziąć pod uwagę:

- cel sporządzanej wyceny,

- charakter i zakres wykorzystywania wyników wyceny,
- rodzaj działalności prowadzonej przez wyceniane przedsiębiorstwo turystyczne (Zarzecki 1999).

Dodatkową kwestią jaką należy uwzględnić przy wycenie metodami porównawczymi jest problem z określeniem czasu, jaki powinien być przyjmowany do obliczeń wielkości mnożnika oraz zmiennej będącej bazą porównań. W tej kwestii stosowane są następujące rozwiązania:

- przyjęcie wielkości mnożnika przy uwzględnieniu rynkowej ceny akcji na dzień sporządzanej wyceny oraz wartości zmiennej ewidencyjnej za okres ostatnich 12 miesięcy (bądź ostatniego roku obrachunkowego);
- przyjęcie wielkości mnożnika przy uwzględnieniu średniej rynkowej ceny akcji w dłuższym okresie (miesiącu, kwartale) oraz wartości zmiennej ewidencyjnej za okres ostatnich 12 miesięcy (bądź ostatniego roku obrachunkowego);
- przyjęcie zarówno wielkości mnożnika, jak i zmiennej ewidencyjnej w oparciu o dane prognostyczne (Jaki 2008).

Metody mnożnikowe oprócz swoich zalet, jakimi są na pewno prostota oraz szybkość dokonywania wyceny posiadają również wiele wad. Nie należy również porównywać polskich spółek do tych z rozwiniętych rynków Europy czy Stanów Zjednoczonych. Wynika to wszystko z różnic w czynnikach mających wpływ na wartość współczynników, tj.:

- stopy procentowe,
- premia za ryzyko,
- często mamy do czynienia z sytuacją, iż branże są w innym cyklu życia, co ma wpływ na współczynnik wypłat dywidend.

Kolejną wadą omawianych metod jest możliwość dokonywania znacznych niedoszacowań lub przeszacowań wynikających z oparcia wyceny na wskaźnikach spółek notowanych na rynku publicznym, co ma wpływ na znaczną chwiejność tych wskaźników, a co wynika z koniunktury giełdowej lub z okresowej popularności na dane branże (www.mariuszduda.com).

Podsumowując przedstawione zasady stosowania metod mnożnikowych w procesie wyceny przedsiębiorstw turystycznych możemy określić stosowaną ramową procedurę:

- wybór porównywalnych przedsiębiorstw turystycznych, dla których znane są już wcześniej określone wartości rynkowe wybranego wskaźnika,
- wybór mnożnika służącego wycenie,
- obliczenie wartości wskaźników dla spółek porównywalnych,
- wyciągnięcie średniej arytmetycznej z wybranych mnożników,

- obliczenie wartości przedsiębiorstwa – oszacowanie wartości dochodowej – na podstawie formuły obliczeniowej metody wyceny,
- dokonanie wymaganych korekt.

Metody mieszane – są to metody, w których z jednej strony mamy do czynienia z wyceną statyczną aktywów a z drugiej strony z próbą obliczenia wartości, którą wygeneruje przedsiębiorstwo turystyczne w przyszłości. Jest to połączenie majątkowych metod wyceny z metodami dochodowymi.

Wśród metod mieszanych wyróżnia się metody uwzględniające wartość majątkową przedsiębiorstwa i jego wartość reputacji. Zaliczamy do nich:

- *metodę anglosaksońską*, która bazuje na wartości aktywów netto (lub wartości odtworzeniowej) i nadwartości (goodwill). Goodwill to wartość wykazywana w księgach rachunkowych ponad wartość księgową po przeprowadzeniu transakcji kupna-sprzedaży, czyli reprezentuje wartość niematerialnych aktywów. Jest obliczana poprzez kapitalizację zysku nadzwyczajnego według stopy procentowej. Zysk nadzwyczajny jest określany mianem zysku pomniejszonego o środki uzyskane z inwestycji wolnej od ryzyka oraz kapitału równemu wartości przedsiębiorstwa turystycznego.
- *metodę stuttgarcką* – jest to metoda, która nie dyskontuje dochodów od wartości reputacji ale wprowadza oprocentowanie całej wartości firmy,
- *metodę zakupu rocznego* polegającą na doliczeniu do wartości majątkowej firmy niedyskontowanej sumy dochodów z tytułu wartości reputacji za kilka kolejnych lat. W tej metodzie uwzględniamy czynnik czasu.

Drugą grupę metod mieszanych stanowią metody wartości średniej. Zaliczamy do nich:

- *metodę niemiecką* określającą wartość przedsiębiorstwa turystycznego jako połowę sumy wartości netto jego majątku oraz wartości dochodowej. Wartość firmy zostaje obciążona połową jej nadwyżki nad jej wartością majątkową. Metoda niemiecka w niektórych przypadkach prowadzi do przekłamań. Wiąże się głównie z możliwością wystąpienia przeszacowań w wycenie, jakie mogą wystąpić w przypadku firm o bardzo niskiej rentowności, ale posiadających majątek o dużej wartości. Innym przypadkiem jest możliwość wystąpienia niedoszacowań w przypadku firm o małej wartości majątku ale stosunkowo wysokiej rentowności.
- *metodę szwajcarską*, która uwypukla zdolność przedsiębiorstwa turystycznego do generowania dochodów oraz eksponuje silnie elementy pozamajątkowe (wartość reputacji). Wartość firmy stanowi sumę jego wartości majątkowej oraz wartości reputacji. Metoda ta w mniejszym jednak stopniu uwzględnia ogólne przyszłe ryzyko rynkowe.

Następna grupa metod mieszanych to metody uwzględniające odpisy (amortyzację) od wartości reputacji. Są to metody ciągłego i ograniczonego czasowo (metoda Grefa) amortyzowania wartości reputacji przedsiębiorstwa turystycznego.

Przedostatnią grupą metod mieszanych są metody dyskontowania wartości reputacji przy wykorzystaniu wyższego poziomu stopy dyskontowej. Metody te uwzględniają nieograniczony i ograniczony okres naliczania renty od wartości reputacji.

Ostatnią grupą metod mieszanych stanowi metoda wykorzystująca stopę pomnażania wartości. Jest ona metodą opartą na wartości aktywów i stopie pomnażania wartości (Jaki 2008).

Przedstawiona wyżej systematyka metod wyceny przedsiębiorstw ukazuje nam kompleksowość systemu pomiaru i oceny wartości firmy. Wybór metody wyceny zależy w dużej mierze od sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa turystycznego, stanu finansowo – majątkowego czy zdolności do generowania dochodów. Istotne znaczenie przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych ma znajomość realnej, rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa turystycznego. Wycena w porównaniu z oceną rynkową spółki ukáže nam czy firma jest niedowartościowana, godna uwagi. Ponadto poznanie czynników mających wpływ na wartość spółki daje większe pole manewru w przypadku alokacji kapitału oraz zwiększa wartość dla akcjonariuszy. Wycena stanowi racjonalną podstawę do udanych transakcji kupna – sprzedaży, budowania strategii rozwoju firmy czy podjęcia decyzji przez inwestorów, którzy mogli poznać wartość fundamentalną przedsiębiorstw turystycznych.

METHODS OF VALUATION BASIS OF SHAPING THE VALUE OF TOURIST ENTERPRISES

SUMMARY

In the article were introduced methods of valuation the value of enterprises. They can also find the use in tourist enterprises. It was showed, that the valuation means the valuable measurement of tourist enterprise and its property components. The choice of valuation method depends from the aim which valuation is made and from sides who take part in transaction. Valuation in comparison with the market opinion of the company shows if the firm is appreciated and the worth purchase. Valuation makes up the rational

basis to the successful transactions of the purchase-sale, building the strategy of the firm development or making the decision by the investors who could get to know the fundamental value of tourist enterprises. The complexity of the measurement system and opinion of the value of individuals was underlined.

BIBLIOGRAFIA:

1. Borowiecki R., Jaki A. (1997): Skala i przyczyny zróżnicowania wyników wycen przedsiębiorstw prywatyzowanych [w] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, pod red. J. Duraja. Łódź, s.65.
2. Dudycz T (2005): *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 42.
3. English J.R. (2001): *Applied Equity Analysis*. McGraw-Hill, New York, s. 289.
4. Fernandez P. (2002): *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press, San Diego, s.23.
5. Helbling C. (1991): *Unternehmensbewertung und Steuern*. IdW-Verlag GmbH, Dusseldorf, s.172-173.
6. Herman A., Szablewski A. (1999): *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa, s.111.
7. Jaki A. (2008): *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*. Wolters Kluwer Polska – Oficyna, Kraków, s. 93.
8. Kamela-Sowińska A. (1994): Wycena przedsiębiorstw i ich mienia w warunkach inflacji. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, s.67-70.
9. Kamela – Sowińska A. (1996): *Wartość firmy*. PWE, Warszawa, s. 135.
10. Kasiewicz S., Mączyński (1999): *Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa, [w] Zarządzanie wartością firmy*. Warszawa, s. 44.
11. Krzemińska D (2005): *Finanse przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań, s. 70.
12. Kufel M. (1992): *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała, s. 20-24.
13. Pasieczny L. (1991): *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw*. TOPEXJM, Warszawa, s. 19-20.
14. Tuzimek R. (2003): *Metody porównań rynkowych, w: Finanse przedsiębiorstw, L. Szyszko (red)*. Warszawa, s. 426.
15. Zarzecki D. (1999): *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s.341-342.
16. Zarzecki D., *Zastosowanie metody wartości aktywów netto w wycenie przedsiębiorstw*, „Przegląd organizacji”, nr 11.
17. Rozporządzenie Ministra Finansów z 17 stycznia 1997r., w sprawie amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych (Dz.U. Nr 6, poz.35.).
18. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 września 2004r. w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego (Dz.U. z 2004r. Nr 207, poz. 2109) oraz rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 27 września 2005r. zmieniające rozporządzenie w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego (Dz.U. z 2005r. Nr 196, poz. 1628).
19. www.bossa.pl (11 lutego 2009)
20. www.mariuszduda.com/wycena (16 lutego 2009)