

Márkaértékelés pénzügyi szemmel

Napjainkban egyre több olyan iparág és olyan vállalat létezik, ahol a cégérték jelentős részét a cég márkái teszik ki. Egyre fontosabbá válik tehát a márkák piaci értékének lehető legpontosabb megállapítása. A márkaértékelésnek jól kidolgozott módszertana van a külföldi szakirodalomban. Ez a magyar írásokba is beáramlott, bár elmondhatjuk, hogy az eddigi hazai publikációk kevés figyelmet szenteltek a különböző eljárások formalizálására és a számítási folyamat magyarzására. Cikkem célja a márkaértékelési módszerek áttekinthető formában saját számítási formulák és egy szemléltető számpélda segítségével történő összefoglalása.

Kulcsszavak:

márka, márkaértékelés, diszkontált cash-flow-módszer

A MÁRKAÉRTÉKELÉS SZAKIRODALMI HÁTTERE

A márka mint önálló objektum értékelése a vállalatértékelés módszerére vezethető vissza, hiszen a módszerek túlnyomó többsége a márkaértéket a teljes vállalati értékből származtatja. A vállalatértékelési szakirodalom legnagyobb hatású alapvető munkái az 1990-es és 2000-es években jelentek meg amerikai szerzők tollából, amelyek napjainkra több új kiadást is megértek. Ezek közül elsősorban Copeland és szerzőtársai (2005), Damodaran (2006), valamint Fernandez (2002a) munkáit emelném ki. A magyar szakirodalomban a vállalatértékelési tanokat összefoglalóan az elsők között publikálta Ulbert (1994) és Molnárfi (1992). Az ezután megjelent magyar nyelvű publikációk többsége az említett amerikai irodalmi bázisra épített. Az általános cégértékelésen túl a hazai munkákban is feltűntek a különböző speciális értékelési problémák, mint például a mérlegen kívüli tételek értékelése (Juhász 2004), a hitelintézetek értékkeremtésének lehetőségei (Pintér 2004), az infláció vállalatértékre gyakorolt hatásainak elemzése (Radó 2007) vagy az emberi erőforrás értékgeneráló szerepének vizsgálata (Czipf 2007).

E speciális értékelési szituációk közé sorolható a márkaértékelés is. Ennek legfőbb sajátosságát a marketing és a pénzügy találkozása adja: a márka felépítése, bevezetése és menedzselése tisztán marketingfeladatnak tűnik, ugyanakkor a márka értelmezhető egy jól elhatárolható, pénzügyileg önállóan értékelhető objektumként, befektetésként, amely hozamokat termel a vállalat számára, ezáltal pedig növeli annak értékét.

A márka definíciója, valamint a márkázási stratégiák kifejtése a marketing-szakirodalomban található meg, amelyek közül természetesen Kotler és Keller (2009) már tizenharmadik kiadással piacon lévő könyve említendő, de magyar nyelvű marketingirodalom is széles körben rendelkezésre áll – például Rekettye és szerzőtársai (2009). A márkázás egy igen speciális és érdekes területét, az országmárka-építést vizsgálja Törőcsik és Somogyi (2009). A márkaérték meghatározásának – többnyire pénzügyi alapokon nyugvó – módszerei a már hivatkozott Damodaran (2006) és Fernandez (2002a) munkái mellett részletesen tanulmányozhatók többek között Stucky (2003), Montanges–Riel (2003) vagy Clifton–Simmons (2004) műveiben. A magyar szakirodalomban Bauer (1995) elsőként írta le a márkaértékelési módszerek típusait. Az egyes eljárások csoportosításához és elméleti kifejtéséhez emellett Kovács (2008) írása szolgáltatott kiváló alapot.

Az elméleti forrásokon túl munkámhoz a gyakorlati alkalmazásokat is alapul vettem. A márkaértékelés gyakorlatában az egyik élenjáró a Millward Brown amerikai értékelő cég. Közel egy évtizede minden évben elkészíti és közzéteszi a legnagyobb világmárkák rangsorát, a „BrandZ Top

100” listát. A 2010-es év első 10 helyezettje és a hozzájuk rendelt márkaérték látható az 1. táblában (Millward Brown 2011).

A cég a végeredmények mellett az értékelési módszertant is közzéteszi, ami összhangban van a szakirodalomban található elméleti alapokkal. A forrásanyagból kiderül, hogy a táblázatban látható márkaértékek *hozamértékkelven* számítódnak, tehát a márkák jövőbeli hozamtermelő (cash-flow-generáló) képességén alapulnak. A továbbiakban bemutatásra kerülő értékelési módszerek között a hozamértékmódszerrel kiemelten foglalkozom, mivel módszertani és gyakorlati szempontból is ez tekinthető a leginkább elfogadott eljárásnak.

A MÁRKAÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

A fentiekben hivatkozott szakirodalom, valamint a Millward Brown gyakorlati példájának tanulmányozása, szintetizálása alapján a pénzügyi szempontú márkaértékelés leggyakrabban alkalmazott módszereit saját csoportosításban mutatom be. Minden módszernél törekszem egy korrekt, megalapozott számítási formula felírására, a hozamértékmódszer esetében emellett a gyakorlati alkalmazást is szemléltetem egy saját számpéldán keresztül.

Előljáróban kiemelném, hogy az *egyres módszerek jövőre vonatkozó, szubjektív értékelési paramétereket használnak*, amelyekre kiemelt figyelmet kell fordítani. A kapott márkaérték csakis megalapozott szakértői becsléseken alapuló paraméterek alkalmazása esetén lesz megbízható.

1. Bekerülésiérték-alapú módszerek

E módszerek a márka létrehozásával kapcsolatban a múltban eszközölt vagy a jövőben vállalandó marketingköltségek jelenértékeként határozzák meg a márkaértéket. Fontos kiemelni, hogy itt figyelembe vesszük a pénz időértékét, tehát minden esetben túlélünk a számvitelben értelmezett – inflációt nem kezelő – bekerülési érték fogalmán.

A múltbeli marketingköltségek jelenértéke (inflált beszerzési költség)

Ez esetben a márka létrehozásával és fejlesztésével összefüggő, a jelenlegi márkaelismertséget kiváltó

1. tábla

A 10 legértékesebb globális márka 2010-ben a Millward Brown „BrandZ Top 100” listája szerint

Rang	Márka megnevezése	Becsült márkaérték 2010-ben (millió USD)
1	Google	114 260
2	IBM	86 383
3	Apple	83 153
4	Microsoft	76 344
5	Coca Cola	67 983
6	McDonald's	66 005
7	Marlboro	57 047
8	China Mobile	52 616
9	General Electric	45 054
10	Vodafone	44 404

Forrás: www.millwardbrown.com

költségeket számszerűsítjük és fejezzük ki jelenlegi értéken. A múltbeli költségek jelenre konvertálása tulajdonképpen egy jövőérték-számítást jelent, ami az alábbi képlettel írható le:

ahol V_0^0 : a becült márkaérték a 0. időszakra (a jelenre) vonatkozóan,

C_{mark}^t : az értékelés időszakát t évvel megelőző időszakban felmerült, a márkával kapcsolatos marketingköltség,

n : a vizsgált múltbeli időszak hossza (években),

r : a pénz időértékét kifejező diszkontráta.

A formulába behelyettesítve egyfajta *inflált beszerzési költséget* kapunk, amely ily módon értelmezhető márkaértékként. Az r diszkontrátának a költségekkel kapcsolatos pénzértékváltozást kell kifejeznie, így alkalmazhatunk például átlagos termelői árindexet, inflációs rátát, jegybanki alapkamatot vagy más hasonló referenciáját.

Újrabszerzési (rekonstrukciós) érték

Az újrabszerzési érték azon jövőben esedékes marketingköltségek jelenértékét fejezi ki, amelyet egy új, az értékelendő márkával azonos elismertséggel rendelkező márka létrehozása érdekében kellene vállalni:

Az előző módszerhez képest ez a formula egy jelenérték-számítás, ahol n jövőbeli időszakra vonatkozó folyóáras költségösszegeket diszkontálunk a jelenre az r tőkésítési kamatláb segítségével.

2. Piaciérték-alapú módszerek

A piaci értékre alapozott módszerek a márkaértéket a vállalat piaci értékéből vezetik vissza. Ez az eljárás akkor alkalmazható, ha meg tudjuk becsülni az adott márkához rendelhető *érték-hozzájárulási együtthatót* (w_b), amely a teljes vállalat piaci értékének az adott márka által generált arányát mutatja meg. Ennek birtokában tulajdonképpen egy cégértéket kell megadnunk, amelyet megszorozunk a w_b együtthatóval.

Az egyik lehetséges megközelítés az, amikor a *saját tőke piaci értékét* vesszük alapul. Ez a t időszakra vonatkozóan a következő márkaérték-számításhoz vezet:

$$V_b^t = Q_s^t \times \bar{P}_s^t \times w_b^t$$

ahol V_b^t : a becsült márkaérték,
 Q_s^t : a vállalati részvények száma,
 \bar{P}_s^t : a részvények időszaki átlagárfolyama,
 w_b^t : a vizsgált márka érték-hozzájárulási együtthatója.

A másik változat az lehet, hogy a saját tőkének csak a *könyv szerinti érték feletti piaci többletértékére* (Market Value Added, MVA) alapozzuk a márkaértéket. Az előbbi képlet annyiban változik, hogy a részvények piaci összértékéből levonjuk a saját tőke könyv szerinti értékét (BV_E^t), és az így kapott különbözetet szorozzuk meg a w_b^t együtthatóval:

$$V_b^t = (Q_s^t \times \bar{P}_s^t - BV_E^t) \times w_b^t$$

3. Összehasonlításon alapuló módszerek

Az összehasonlításon alapuló módszer lényege, hogy kiválasztunk egy saját vagy más vállalat által piacra vitt márkázatlan (vagy „no name” márkával ellátott) referenciaterméket, amelynek jellemzői hasonlóak az értékelendő márkát viselő termékéhez. A márkaérték becslésekor a márka használata által generált többletárbevételt, illetve ennek a márka fenntartási költsége feletti többletét próbáljuk számszerűsíteni (Fernandez 2002b).

A márka használatával elért árbevétel-többlet jelenértéke

Ez esetben az a célunk, hogy a jelentől számított n jövőbeli időszakra vonatkozóan megbecsüljük azt az

árbevétel-többletet, amelyet a márka használata generál. Ennek a többletnek kettős forrása van: ártöbblet és mennyiségi többlet. Elsőként az ártöbbletet számoljuk ki, amely a márkázatlan termékek mennyiségére vetítve a márkázott és a márkázatlan termék árainak különbségéből adódik. Ezután következhet a mennyiségi többlet, amely kifejezi, hogy a márkahasználat mekkora értékesítésvolumen-növekményt vált ki, amely természetesen magasabb árbevételhez vezet. Az alkalmazandó értékelési formula a következő:

$$V_b^0 = \sum_{t=1}^n \frac{Q_u^t (P_b^t - P_u^t) + (Q_b^t - Q_u^t) P_b^t}{(1+r)^t}$$

ahol V_b^0 : a 0. időszakra (a jelenre) vonatkozó becsült márkaérték,
 Q_u^t : a t -edik időszakban várhatóan értékesített márkázatlan termék mennyisége,
 Q_b^t : a t -edik időszakban várhatóan értékesített márkázott termék mennyisége,
 P_u^t : a márkázatlan termékek eladási ára a t -edik időszakban,
 P_b^t : a márkázott termékek eladási ára a t -edik időszakban,
 r : a diszkontráta.

Természetesen az esetek nagy részében élhetünk azzal a feltételezéssel, hogy a márka nem egy véges jövőbeli időszakban, hanem meghatározatlanul hosszú ideig járul hozzá a vállalkozás jövedelemtermelő képességéhez. Pénzügy-matematikai szempontból ez a végtelen időtáv feltevését jelenti, így az előbbi képletben az aktuális év adatai alapján számított értéket az egyszerű örökjáradék képletével vetíthetjük ki a végtelen jövőre:

$$V_b = \frac{Q_u (P_b - P_u) + (Q_b - Q_u) P_b}{r}$$

Mindkét képletből jól látszik, hogy a márkaértéket leginkább befolyásoló tényező a márkázott termék árképzése, a márkázatlan termékhez képest érvényesíthető ártöbblete. Éppen ezért döntő szerep jut a vállalat árképzési politikájának, amelyről Rekettye és Hetesi (2009) munkájából részletesen is tájékozódhatunk.

Az árbevétel-többlet és a fenntartási költség különbségének jelenértéke

Az előző módszer kizárólag a márkázott termékek bevételeire koncentrál, teljes mértékben figyelmen kívül hagyva a márka fenntartási költségeit. A költség-haszon elvet követve azonban feltétlenül indokoltnak látszik a költségoldal beépítése a modellbe. Így

nemcsak értékesítési (bevételi) szemszögből, hanem a realizálható eredmény oldaláról is láthatóvá válik a márkához rendelhető többletérték:

$$V_b^0 = \sum_{t=1}^n \frac{Q_u^t (P_b^t - P_u^t) + (Q_b^t - Q_u^t) P_b^t - C_{mark}^t}{(1+r)^t}$$

A képlet számlálója annyiban változott, hogy az egyes években jelentkező árbevétel-többletből levonjuk a márkával kapcsolatban felmerült éves költségösszeget, és az így keletkező eredményt diszkontáljuk a jelenre. Amennyiben reálisan feltételezhető a végtelen időtáv, akkor természetesen ez a képlet is módosítható az örökjáradék elve szerint:

$$V_b = \frac{Q_u (P_b - P_u) + (Q_b - Q_u) P_b - C_{mark}}{r}$$

4. Hozamérték módszere

Ahogy általában véve a vállalatértékelés területén, a márkaértékelésben is a hozamérték-megközelítés számít a leginkább elfogadott, domináns módszernek. A hozamértékkel alkalmazásakor a márkaérték becslésének folyamatában először a teljes vállalati értéket határozzuk meg a jövőbeli hozamtermelő képesség alapján (mindehhez a diszkontált cash-flow-módszert alkalmazzuk), majd a már korábban alkalmazott értékhozzájárási együttható segítségével becsüljük meg az adott márkához rendelhető cégértéket. Az így kapott érték azonban még nem a végleges márkaérték, ugyanis minden márka más-más egyedi paraméterekkel bír, ami erősen befolyásolja elismertségét. Ezt úgy vesszük figyelembe, hogy az előbbieken kiszámított értéket (teljes vállalat értéke \times érték-hozzájárulási együttható) tovább szorozzuk egy *egyedi márkaértékszorzóval*, ami a kapott értéket akár többszörösére is növelheti.

A hozamérték-alapú márkaértékelés lépései a fentiek alapján a következőképpen összegezhethők:

- A jövőbeli időszakokban várhatóan realizált szabad cash-flow előrejelzése;
- A tőkeköltség meghatározása;
- A szabad cash-flow-sor jelenértékének (a teljes vállalat értékének) meghatározása;
- A márka érték-hozzájárulási együtthatójának becslése, a márkához rendelhető cégérték meghatározása;
- Az egyedi márkaértékszorzó meghatározása, a márkaérték kiszámítása.

Az egyes lépéseket részletesebben az alábbiakban foglalom össze.

A szabad cash-flow előrejelzése

A szabad cash-flow (az angol nyelvű szakirodalomban Free Cash Flow, FCF) azt a pénzáramot fejezi ki,

amely a vállalat összes tőkejuttatója (tulajdonosok és hitelezők) által támasztott megtérülési elvárások kielégítésére rendelkezésre áll. Kiszámítása a t időszakra vonatkozóan az alábbi képlettel történik:

$$FCF^t = EBIT^t \times (1-T) - \Delta NFA^t - \Delta WCR^t$$

- ahol FCF^t : a szabad cash-flow,
 $EBIT^t$: az adó- és kamatfizetés előtti eredmény,
 T : a társasági adókulcs,
 ΔNFA^t : a nettó befektetett eszközök állományváltozása,
 ΔWCR^t : a forgótőke állományváltozása.

A pénzáramszámítás kiindulópontját a számviteli eredmény, pontosabban az *adózás és kamatfizetés előtti eredmény (Earnings Before Interest and Tax, EBIT)* képezi. Ez a kettős könyvvitel szabályai szerint kialakult, könyvelt eredmény, amelyből kizárjuk a kamatrátfordításokat. Ennek oka, hogy a kamat a hitelezői hozamelvárások teljesítését fejezi ki, számításunk pedig többek között az erre rendelkezésre álló fedezet megállapítására fókuszál. Az EBIT-ből ezután levonjuk a társasági adókulcs szerinti számított adót, ami értelemszerűen csökkenti az adott évi eredményt.

Ahhoz, hogy a számviteli eredményből tényleges pénzáramokat kapjunk, el kell végeznünk bizonyos korrekciós tételeket. A képletben látható korrekciók (a befektetett eszközök – tárgyevi amortizáció hatását is tartalmazó – nettó értékének változása, valamint a forgótőke változása) olyan vállalati vagyonyváltozásokat fejeznek ki, amelyek pénzmozgással járnak, ugyanakkor nem érintik a számviteli eredményt (bevételeként, illetve költségként nem jelennek meg az elszámolásokban). A szabad cash-flow számításánál ez a két korrekció teszi lehetővé, hogy figyelembe vegyünk olyan, számviteli eredményt nem érintő tételeket, mint például az eszköz- és készletbeszerésekkel, szállítói számlák rendezésével összefüggő pénzkiáramlások, illetve a vevőszámlák jóváírásából vagy eszközértékesítésből eredő pénzbevételek.

Az így kiszámított szabad cash-flow azt a pénzáramlást mutatja meg, amely a vállalat tartóeszköz- és forgótőke-finanszírozási szükségletének kielégítése után, de *tőketörlesztés, kamat és osztalék kifizetése előtt rendelkezésre áll. Ez tehát a tőkejuttatói hozamelvárások pénzbeli fedezete.*

Az értékelési folyamat során a szabad cash-flow jövőbeli időszakokban várható összegeit kell megbecsülnünk. Ehhez természetesen meg kell határozni az értékelés időtávját is, erre a későbbiekben még kitérek.

A tőkeköltség meghatározása

A jelenérték-számításhoz a jövőbeli hozamok mellett szükség van egy diszkontrátára, amely nem más, mint a pénz időértékét kifejező tőkésítési kamatláb. A szabad cash-flow a saját és az idegen tőke juttatói által – a megtérülési elvárásaik teljesítésére – elérhető cash-flow-t mutatja meg, így ennek diszkontálásához a vállalkozás teljes tőkéjére vetített átlagos tőkeköltséget kell alkalmazni. A pénzügyi gyakorlatban ezt a rátát *súlyozott átlagos tőkeköltségnek (Weighted Average Cost of Capital, WACC)* nevezik. A WACC kiszámítása a következő képlet szerint végezhető el:

$$WACC = w^E \times R^E + w^D \times R^D \times (1-T)$$

ahol w^E : a saját tőke súlya az ösztőkén belül,
 w^D : az idegen tőke súlya az ösztőkén belül,
 R^E : a saját tőke elvart megtérülése,
 R^D : az idegen tőke átlagos kamatlába,
 T : a társasági adó kulcsa.

A saját tőke fogalmába beleértjük a mérlegben szereplő saját tőkén túl a vállalkozás céltartalékait is, idegen tőkeként pedig a kamattal terhelt (finanszírozási célú) hosszú és rövid lejáratú kötelezettséget vesszük figyelembe. A saját tőke elvart megtérülése a tulajdonosok által támasztott minimális megtérülési követelményt fejezi ki (ez belső információ hiányában azonosítható például a cég múltbeli tőkearányos megtérülésével, az átlagos iparági megtérüléssel, az iparág vagy az egész gazdaság növekedési ütemével stb.). Az idegen tőke átlagos kamata az egyedi kötelezettségek részletes adatainak ismerete nélkül becsülhető a tárgyévi kamatráfordítások és az idegen tőke hányadosával. A társasági adó figyelembevételére a kamat adópajzsa miatt szükséges (a kamat ráfordításként jelenik meg az elszámolásokban, így csökkenti a vállalkozás adóalapját, azaz adót takarít meg). A tőkeköltségben tehát csak az adómegetakarítással csökkentett kamat jelenik meg.

A teljes vállalati érték meghatározása

A jövőre előre jelzett cash-flow-sor és a tőkeköltség ismeretében már meg tudjuk becsülni a vállalat értékét. A jelenérték-számításhoz az említetteken túl szükség van még egy döntő fontosságú paraméterre, mégpedig az értékelés időtávjára. Az egyik lehetséges változatban a márka jövedelemgeneráló képességét időben korlátosnak tekintjük, azaz az értékelt márka csak meghatározott időtávon járul hozzá a vállalat profitjához. Ez esetben az egész vállalat

értékét is csak n jövőbeli időszak cash-flow-jából származtatjuk. A nulladik időszakra vonatkozó cégérték az alábbi lesz:

$$V_{firm}^0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

A másik lehetőséget akkor javasolt választani, ha nagy múltú, erős márkáról van szó, amely reális várakozás szerint a jövőben meghatározatlanul hosszú ideig fogja szolgálni a vállalkozás jövedelemszerző tevékenységét. Ekkor a márka, ebből adódóan pedig az egész vállalat értékelésének időtávját végtelennek kell tekinteni, az értékelési formulát pedig ki kell egészíteni egy végtelen taggal:

$$V_{firm}^0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_n/(WACC+r_p-g)}{(1+WACC)^n}$$

A képlet első tagja megegyezik az előző képletben látottakkal (a következő n időszakban várható cash-flow-k jelenértéke). A második tag számlálója az n -edik év utáni végtelen jövőben várható cash-flow-k n -edik év végi örökjáradék-elvű jelenértékét fejezi ki. Itt a hosszú távú becslésben rejlő kockázat kivédésére indokolt az első n időszakra alkalmazott WACC rátát egy kockázati pótlékkal (r_p) megemelni, illetve dinamikusan növekvő hozamsor esetén lehetséges egy g növekedési rátát alkalmazni (előbbi csökkenti, utóbbi növeli a végtelen időszak cash-flow-sorának jelenértékét). A második tag nevezőjében az n . év diszkontéyezője látható, amely azért szükséges, mert a számlálóban szereplő jelenérték n . év végi értéket fejez ki, így azt egy újabb diszkontálással számíthatjuk át tényleges (nulladik időszaki) jelenértékre.

A márkára eső cégérték meghatározása

Ebben a lépésben a teljes vállalati értéknek az adott márkához rendelhető részét próbáljuk megragadni. Ehhez a márka érték-hozzájárulási együtthatóját (w_b) kell megbecsülnünk, amelyet múltbeli adatok alapján tehetünk meg. Tekintve, hogy az egész értékelési folyamat a hozamértékelven működik, a w_b arány profitalapú megállapítása a javasolt megoldás. Ennek módja az lehet, hogy meg kell határozni a márka által generált árbevételt, valamint a hozzárendelhető közvetlen és közvetett költségeket, a kettő különbségéből adódik a márkaszintű üzemi (üzleti) eredmény. Ezt elosztva a vállalati szintű üzemi (üzleti) eredménnyel kapjuk meg az értékelési folyamatban alkalmazandó w_b együtthatót, majd ezzel megszorozva az előző lépésben meghatározott vállalati értéket eljuttatunk a márkához rendelhető cégértékhez.

A márkaérték becslése

Nem nehéz belátni, hogy minden márka egyedi, elismertségük háttérében más-más tényezők húzódnak meg. Ennek kifejezésére használjuk az adott márkához tartozó *egyedi márkaértékszorzót* (M_b), amely a márkára arányosított vállalatértéket akár többszörösére is emelheti. A márkaértékszorzó nagyságát Fernandez (2002b) szerint a következők befolyásolják:

1. **Vezető szerep.** Piacvezető márkák esetében nagyobb szorzó használata indokolt, mint a kisebb piacrészesedésű márkáknál.
2. **Stabilitás.** Hosszú ideje piacon lévő, magas fogyasztói hűséget élvező márkákhoz nagyobb szorzót kell rendelni, mint a viszonylag fiatal márkákhoz.
3. **Piac.** Egy stabil növekedésű, erős belépési korlátokkal rendelkező piac védetté, ezáltal értékesebbé teszi a jelen lévő márkákat, ezt magasabb szorzóval érvényesíthetjük.
4. **Nemzetköziség.** A nemzetközi szinten jelen lévő márkák szélesebb fogyasztói kört ölelnek fel, így értékesebbek, mint az egy országra vagy régióra kiterjedő márkák.
5. **Trend.** Nagyobb szorzót kell rendelni azokhoz a márkákhoz, amelyek folyamatos megújulásra képesek, azaz történelmük során többször tudtak az életgörbe telítettségi szakaszából újabb növekedési szakaszba lépni.
6. **Támogatás.** A márkába történt folyamatos befektetések mértéke, a márkamenedzselés színvonala erősen befolyásolja a márka értékét, az ebben élen járó cégek márkái nagyobb szorzót kapnak.
7. **Védettség.** Azokhoz a márkákhoz, amelyek jogi és erkölcsi védettségének foka magas, azaz viszonylag nehezen másolhatók, a fogyasztók számára nem vagy csak nehezen helyettesíthetők, magasabb egyedi szorzót kell rendelni. A jogi védettség mellett tehát itt juttatjuk érvényre a fogyasztói márkahűség erősségét is.

A fenti hét tényezőt megfelelően értékelni abszolút skálán nem, csak más márkákhoz viszonyítva lehet. Az értékelőnek tehát találnia kell legalább egy, de lehetőség szerint több referenciamárkát, és az értékelendő márka adott jellemzőjét a viszonyítási alapként vett márkák azonos jellemzőjével összevetve kell pontozni. A már hivatkozott Millward Brown értékelési rendszerből kiindulva – ahol az egyedi szorzó 1 és 10 közötti értéket vehet fel – minden tényezőre 1-től 10-ig terjedő pontokat lehet adni (ahol az adott szempont szerint leggyengébben teljesítő márka kap 1-es, a legjobb pedig 10-es pontszámot). A hét tényező szerinti pontszámokat végül egyszerű vagy – ha az egyes tényezőket eltérő fontosságúnak tekintjük – súlyozott számtani átlaggal alakíthatjuk egyetlen márkaértékszorzóvá.

Ha az eddigiekben leírtak szerint az összes szükséges értékelési paramétert meghatároztuk, akkor ki tudjuk számolni a becsült márkaértéket, amelynek képlete a *t-edik* időszakra vonatkozóan az alábbi:

A márkaérték tehát nem más, mint a teljes vállalati érték, az adott márkához tartozó érték-hozzájárulási együtttható és az egyedi márkaérték-multiplikátor szorzata.

A hozamértékmódszer gyakorlati alkalmazásának bemutatására tekintsünk meg egy számpéldát! Tegyük fel, hogy a Minta Zrt. az „A” nevű márkájának komplex értékelését végzi a hozamértékmódszer segítségével! Ehhez először is rendelkezésre állnak a mérleg és az eredménykimutatás adatai. Az utolsó két lezárt év mérlegét a 2. tábla mutatja.

A tulajdonosok által támasztott minimális megtérülési elvárás (azaz a saját tőke költsége) az iparági

2. tábla

A Minta Zrt. utolsó kétévi mérlege (adatok ezer Ft-ban)

Eszközök	Előző év	Tárgyév	Források	Előző év	Tárgyév
Befektetett eszközök	46 200	49 850	Saját tőke	57 000	59 800
Készletek	16 440	18 600	Céltartalékok	2 300	1 900
Követelések	33 740	31 200	Hosszú lejáratú kötelezettségek	27 500	24 000
Értékpapírok	815	1 045	Rövid lejáratú hitelek	9 650	10 760
Pénzeszközök	5 573	7 640	Szállítók és egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	7 300	11 900
Forgóeszközök összesen	56 568	58 485	Kötelezettségek összesen	44 450	46 660
Aktív időbeli elhatárolások	1 552	2 150	Passzív időbeli elhatárolások	570	2 125
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	104 320	110 485	FORRÁSOK ÖSSZESEN	104 320	110 485

Forrás: saját szerkesztés

3. tábla

A Minta Zrt. tárgyévi eredménykimutatása (adatok ezer Ft-ban)

Megnevezés	Tárgyév
Üzemi eredmény:	
„A” márka	20 550
„B” márka	5 210
„C” márka	10 316
Egyéb tevékenységek	3 580
ÜZEMI EREDMÉNY ÖSSZESEN	39 656
Pénzügyi bevételek	6 105
Fizetett kamatok	2 130
Egyéb pénzügyi ráfordítások	937
PÉNZÜGYI EREDMÉNY	3 038
RENDKÍVÜLI EREDMÉNY	83
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY	42 777
Fizetendő adó	4 278
ADÓZOTT EREDMÉNY	38 499
Jóváhagyott osztalék	5 000
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	33 499

Forrás: saját szerkesztés

átlagos megtérülésnek megfelelően a tárgyévben 12% volt. A márka a várakozások szerint hosszú távon megmarad a cég portfóliójában. A mérlegadatok mellett fontos információt nyújtanak a tárgyévi eredménykimutatásban látható értékek (3. tábla).

A fizetendő adó és az adózás előtti eredmény hányadosából megállapíthatjuk, hogy a céget terhelő effektív adóráta 10%. A továbbiakban végigvizsem a hozamértékelvű márkaértékelés korábban leírt öt lépését.

(1) A jövőbeli időszakokban várhatóan realizált szabad cash-flow előrejelzése

A jövőbeli évekre történő előrejelzéshez először indokolt az utolsó lezárt évre vonatkozó tényleges szabad cash-flow-t kiszámítani. Ennek elsődleges input adata a cég által elért adózás és kamatfizetés előtti eredmény (EBIT):

$$EBIT = \text{adózás előtti eredmény} + \text{fizetett kamatok} = 42\,777 + 2\,130 = 44\,907 \text{ eFt}$$

Ezt csökkenteni kell majd a számított adóteherrel, amelyhez az eredménykimutatásban látott 10%-os adómértéket (T) vesszük figyelembe.

A következő adat a számításához a befektetett eszközök nettó értékének előző évhez képesti változása, ami a mérlegből közvetlenül kiolvasható:

$$\text{Nettó befektetett eszközök változása } (\Delta NFA) = 49\,850 - 46\,200 = +3\,650 \text{ eFt}$$

Végül ismernünk kell a cég forgótőkéjében bekövetkezett változást. A forgótőke adott évi értékének kiszámításakor a nem pénzbeli forgóeszközök (összes forgóeszköz mínusz pénzeszközök) és aktív időbeli elhatárolások összegéből levonjuk a nem kamatköteles rövid lejáratú kötelezettségeket (példánkban a szállítók és egyéb rövid lejáratú kötelezettségek összegét) és a passzív időbeli elhatárolásokat.

$$\begin{aligned} \text{Forgótőke előző évben} &= 56\,568 \\ &- 5\,573 + 1\,552 - 7\,300 - 570 = \\ &44\,677 \text{ eFt} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Forgótőke tárgyévben} &= 58\,485 - \\ &7\,640 + 2\,150 - 11\,900 - 2\,125 = \\ &38\,970 \text{ eFt} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Forgótőke változása } (\Delta WCR) &= \\ &38\,970 - 44\,677 = -5\,707 \text{ eFt} \end{aligned}$$

A fenti mellékszámítások alapján a tárgyévre vonatkozó szabad pénzáram (Free Cash Flow) az alábbi:

$$FCF = EBIT \times (1 - T) - \Delta NFA - \Delta WCR = 44\,907 \times (1 - 0,1) - 3\,650 - (-5\,707) = 42\,473 \text{ eFt}$$

A jövőre vonatkozó előrejelzéshez különböző megalapozott feltételezéseket kell tennünk, amelyek minden vállalatnál mások és mások lehetnek a múltbeli teljesítménytől, az adott gazdasági helyzettől, a jövőre vonatkozó előrejelzésektől függően. A Minta Zrt. esetében a következő 5 évre vonatkozóan éljünk az alábbi feltevésekkel:

- a cég növekvő pályán van, így az EBIT évente 10%-kal emelkedni fog;
- a növekedés folyamatos eszközbővítést is jelent, így a nettó befektetett eszközök állománya konstans ütemben (az utolsó évben tapasztalt 3 650 eFt-tal) bővülni fog;
- a forgótőke nem követ trendet, hanem egy átlagérték körül ingadozik, az ingadozások pedig kiegyenlítik egymást, így a következő 5 évre forgótőke-változásként nulla értéket veszünk figyelembe;
- az átlagos adóteher mértéke nem változik, azaz továbbra is 10% marad.

A fentiek alapján a következő 5 év előre jelzett cash-flow-sora már kiszámítható, amely a 4. táblában látható.

Szabad cash-flow-előrejelzés a következő 5 évre

Megnevezés	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
EBIT (évi 10%-kal növelve)	49 398	54 337	59 771	65 748	72 323
- EBIT adója (10%)	4 940	5 434	5 977	6 575	7 232
= EBIT × (1 - T)	44 458	48 903	53 794	59 173	65 091
- Nettó befektetett eszközök változása	3 650	3 650	3 650	3 650	3 650
- Forgótőke változása	0	0	0	0	0
= Szabad cash-flow (FCF)	40 808	45 253	50 144	55 523	61 441

Forrás: saját szerkesztés

(2) A tőke költség meghatározása

Amint az elméleti kifejtésnél részleteztem, a súlyozott átlagos tőke költség (WACC) a saját tőke minimálisan elvárt megtérülésének és az idegen tőke adómentesített átlagos költségének súlyozott átlaga, ahol súlyként a saját tőke és az idegen tőke arányát kell figyelembe venni a teljes tőkén belül. Kiemelném, hogy a teljes tőke nem egyezik meg a mérleg főösszegével, hiszen nem tartalmazza a kamattal nem terhelt rövid lejáratú kötelezettségeket és a passzív időbeli elhatárolásokat (ezeket a forgótőkében kell számításba venni). További megjegyzés, hogy a saját források közé a céltartalékokat is bele kell számítani. Az idegen tőke a kamatköteles tartozásokat fejezi ki, tehát az összes hosszú lejáratú, valamint a hiteljellegű rövid lejáratú kötelezettségek tartoznak ide.

Elsőként a tárgyévi mérlegadatokból állapítsuk meg a teljes tőkét, valamint a saját és az idegen tőke súlyát:
Saját tőke (céltartalékkal együtt) = 59 800 + 1 900 = 61 700 eFt

Idegen tőke = 24 000 + 10 760 = 34 760 eFt

Teljes tőke = 61 700 + 34 760 = 96 460 eFt

Saját tőke súlya (wE) = 61 700 / 96 460 = 63,96%

Idegen tőke súlya (wD) = 34 760 / 96 460 = 36,04%

A következő két fontos paraméter a saját tőke és az idegen tőke költsége. A saját tőke esetében ez a tulajdonosok által támasztott minimális megtérülési elvárást jelenti, amely a korábban tett feltételezés szerint 12%. Az idegen tőke esetében az átlagos költséget a tárgyévi fizetett kamatok és az idegen tőke hányadosával becsülhetjük:

Saját tőke költsége (RE) = 12%

Idegen tőke költsége (RD) = fizetett kamat / idegen tőke = 2 130 / 34 760 = 6,13%

További mellékszámításra már nincs szükség, a vállalat átlagos tőke költsége a következő:

$$\begin{aligned} WACC &= w^E \times R^E + w^D \times R^D \times (1-T) \\ &= 0,6396 \times 0,12 + 0,3604 \times 0,0613 \times (1 - 0,1) = \\ &= 9,66\% \end{aligned}$$

(3) A szabad cash-flow-sor jelenértékének (a teljes vállalat értékének) meghatározása

Az előző két pontban meghatároztam az értékelés időpontjától számított első 5 év várható szabad cash-flow-értékeit, valamint ezek jelenértékre történő számításához szükséges diszkontrátát (a súlyozott átlagos tőke költséget). A példa elején azt a feltételezést tettem, hogy a vizsgált „A” márka a cég portfóliójában meghatározatlanul hosszú távon megmarad. Ennek megfelelően a teljes cégérték számításához figyelembe kell vennünk a 6. évtől kezdődő végtelen jövő szakaszát is. Itt további két paraméterre van szükség: a végtelen időtávon várható éves növekedési rátát (g), valamint a hosszú távra szóló előrejelzésben rejlő kockázatot kifejező kockázati pótlékot (r_p). Tegyük fel, hogy a 6. évtől a Free Cash Flow évi 4%-os ütemben fog növekedni, a WACC-ot pedig 2 százalékpontos pótlékkal növeljük meg a becslési torzítás kivédése érdekében!

A számítás ezek birtokában a korábban leírt formulába történő behelyettesítést fogja jelenteni (a belátható jövőt 5 évnek tekintettem, a képletben tehát $n=5$):

$$\begin{aligned} V_{\text{firm}} &= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_n / (WACC + r_p - g)}{(1+WACC)^n} = \\ &= \frac{40808}{1,0966} + \frac{45253}{1,0966^2} + \frac{50144}{1,0966^3} + \frac{55523}{1,0966^4} + \frac{61441}{1,0966^5} + \frac{61441 / (0,0966 + 0,02 - 0,04)}{1,0966^5} = \\ &= 695 822 \text{ eFt} \end{aligned}$$

5. tábla

Az egyedi márkaértékszorító meghatározása

Vizsgálati szempont	„A”	„X”	„Y”	„Z”
Vezető szerep	7	1	10	4
Stabilitás	10	8	5	1
Piac	1	10	6	2
Nemzetköziség	5	10	1	7
Trend	6	4	10	1
Támogatás	8	1	10	3
Védettség	5	10	1	3
Átlag (egyedi márkaértékszorító, M_i)	5,86	6,29	7,57	2,29

Forrás: saját szerkesztés

(4) A márka érték-hozzájárulási együtthatójának becslése

A teljes vállalati érteken belül meg kell állapítanunk azt az arányt, amely az értékelendő márka hozzájárulását fejezi ki a cégértékhez. Amint korábban kifejtettem, a hozamértékelvnek megfelelően a profitalapú megosztás tűnik a leginkább alátámasztottnak. A Minta Zrt. esetében csak a tárgyévi eredményadatokat látjuk, így a keresett érték-hozzájárulási együtthatót az „A” márka tárgyévi üzemi eredményen belüli részese-désével becsülhetjük meg:

(5) Az egyedi márkaértékszorító meghatározása, a márkaérték kiszámítása

Tegyük fel, hogy a Minta Zrt. az értékelendő „A” márkát három különböző versenytárs „X”, „Y” és „Z” márkáival hasonlította össze Fernandez hét tényezője alapján (vezető szerep, stabilitás, piac, nemzetköziség, trend, támogatás, védettség)! Minden tényező esetén a legjobbnak ítélt márkának 10-es, a leggyengébbnek 1-es pontszámot adtak, a maradék két márka pontszámát pedig a legjobbtól és leggyengébbtől mért távolságnak megfelelően alakították ki. A kapott eredményeket az 5. tábla tartalmazza.

Az egyes vizsgálati szempontokat egyenlő fontosságúnak tekintettem, így a pontszámokat egyszerű számtani átlag segítségével átlagoltam (ha bizonyos szempontokat fontosabbnak tekintünk a többinél, akkor súlyozott számtani átlagot is lehetne alkalmazni). Az átlagolás eredményeképpen a vizsgált „A” márka egyedi értékszorójaként (M_b) 5,86-os értéket kaptunk.

Most már minden szükséges adattal rendelkezünk ahhoz, hogy kiszámítsuk az „A” márka becsült piaci értékét:

$$V_b = V_{\text{firm}} \times w_b \times M_b$$

$$= 695\,822 \times 0,5182 \times 5,86 = 2\,112\,969 \text{ eFt}$$

Az „A” márka becsült értéke a rendelkezésre álló adatok és a becsült paraméterek alapján tehát 2,1 milliárd forint.

ÖSSZEGZÉS

A vállalkozások megfoghatatlan vagyontárgyai közül kiemelt jelentősége van a birto-

kolt márkáknak, amelyek az esetek nagy részében a cégérték legfontosabb magyarázó tényezői. A cég által a piacra bevezetett saját márkák a mérlegben nem jelennek meg, számviteli szempontból tehát teljesen láthatatlanok maradnak. Piaci értékük megbecsléséhez éppen ezért ehhez igazodó, „testre szabott” értékelési módszereket kell alkalmaznunk. Cikkemben négy fő csoportra bontottam a márkaértékelési eljárásokat: értékelhetünk múltbeli vagy jövőben várható bekerülési költség alapján, a vállalkozás tőkéjének piaci értékéből visszavezetve, márkázatlan referenciatermékek értékesítési adataival összevetve vagy a jövőben várhatóan generált hozamokra koncentráva.

A szakirodalom és a gyakorlat is egyértelműen arra mutat, hogy a márkaértékbecslés leginkább elfogadott eljárása a hozamértékmódszer, ahol a márka értékét a vállalat jövőbeli hozamaihoz való hozzájárulásként értelmezzük. A helyes értékelési folyamatban tehát előbb a céget kell értékelni, ebből juthatunk el a márka által képviselt piaci értékhez.

Tehát mennyit is ér a márka? Annyit, amennyit hozzá tud tenni a vállalat jövőbeli pénztermelő képességéhez.

HIVATKOZÁSOK

- Bauer A. (1995), „A márka és a márkaérték elméleti kérdései és gyakorlati feladatai”, Vezetéstudomány, 7. szám, 39–42.
 Clifton, R., Simmons, J. (2004), Brand and Branding, New York: Bloomberg Press
 Copeland, T., Koller, T., Goedhard, M., Wessels, D. (2005), Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 4/e, Wiley and Sons, Hoboken, NJ
 Czipf Cs. (2007), „Bemessung des Menschwertes in der Unternehmensbewertung”, BGF szakmai füzet, 19. szám, 70–81.
 Damodaran, A. (2006), Damodaran on Valuation, 2/e, John Wiley and Sons, Hoboken, NJ
 Fernandez, P. (2002a), Valuation methods and shareholder value creation, Elsevier, San Diego, CA
 Fernandez, P. (2002b), Valuation of Brands and Intellectual Capital,

Juhász P. (2004), Az üzleti és a könyv szerinti érték eltéréseinek magyarázata – vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái, doktori (PhD) értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástani Doktori Iskola

Kotler, P., Keller, K. (2009), „Marketing management”, 13th Edition, Prentice Hall

Kovács K. (2008), „A márkák pénzügyi értékelésének módszerei”, Vezetéstudomány, 39. évfolyam, 3. szám, 9–19.

Millward Brown (2011), „BrandZ Top 100 – 2010”, forrás: www.millwardbrown.com

Molnár S. (1992), „Vagyonértékelés amerikai módra”, Budapest: T&K Kft.

Montanges, C., Riel, A. (2003), „Brand equity and shareholder value”, European Management Journal, 21. k. 4. sz. aug., pp. 521–527.

Pintér É. (2004), „Értékteremtés a banki szolgáltatásban”, Vezetéstudomány, XXXV. évfolyam, 2. szám

Radó M. (2007), „Az infláció hatása a vállalati értékre – különös tekintettel az adóhatásokra”, doktori (PhD) értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem

Reketye G., Hetesi E. (2009), „Kínálatmenedzsment”, Akadémiai Kiadó

Reketye G., Töröcsik M., Bányai E., Orosdy B., Pavluska V., Fojtik J., Lányi B., Dudás K., Szűcs K. (2009), „A marketing alapjai”, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar

Stucky, N. (2003), „Die Kunst, eine Marke zu bewerten”, Marketing Journal, 51. k. 3. sz. 2003. május/június, 42–44.

Töröcsik M., Somogyi Z. (2009), „Az országmárkázás kérdései”, Marketing & Menedzsment, 43. évfolyam, 2009/2. szám, 20–29.

Ulbert J. (1994), „A vállalat értéke”, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar

Takács András, PhD, adjunktus,
PTE KTK GTI
takacsandras@ktk.pte.hu

VALUATION OF BRANDS FROM A FINANCIAL POINT OF VIEW

In case of many companies it can be stated that a dominant part of the firm value is generated by the firm's brands. Therefore, valuing these brands becomes more and more importance. There is a wide and deep international literature in this field, which has only partly been adopted by Hungarian authors so far. In this article the author introduces the mostly used brand valuation methods using own calculation formulae and illustrative sample calculations.

András Takács



GfK Growth from Knowledge

roper
GfK Roper Consulting

Think global, act Roper!

- **Mi az a 12 trend, amely a világot mozgatja 2011-ben?**
- **Milyen értékek alapján dönt egy európai, egy ázsiai, egy amerikai vagy egy magyar fogyasztó?**
- **Milyen társadalmi csoportok mekkora súlyal vannak jelen az egyes országokban?**

Tudjon meg többet a GfK globális attitűd-, érték- és fogyasztókutatásából! A **Roper Reports Worldwide 2011** felmérésben 25 ország 37 ezer válaszadójának véleménye hozzájárul a fogyasztók mélyebb megismeréséhez és megértéséhez, ezáltal támogatja Önt a stratégiai döntések meghozatalában.

A sztenderd riportok mellett természetesen egyedi elemzések elkészítésére is van lehetőség.

További tájékoztatás: **Mészáros Adrienn** ■ Tel.: +36-1/452-3044
E-mail: adrienn.meszaros@gfk.com ■ www.gfk.hu