

Uniwersytet Warszawski
Wydział Zarządzania

Ryszard Kacperski

Nr albumu: 397802

Kreacja wartości w podmiotach sektora mediów społecznościowych

Praca licencjacka

na kierunku studiów Finanse, Rachunkowość i Ubezpieczenia

Praca wykonana pod kierunkiem

doc. dr Andrzeja Rutkowskiego

Uniwersytet Warszawski

Warszawa, czerwiec 2020

Streszczenie

Niniejsza praca dyplomowa ma na celu ukazanie głównych determinantów wartości przedsiębiorstwa oraz wykazać wpływ modelu biznesowego przyjętego przez podmiot gospodarczy na jego ostateczną wartość. Pierwszy rozdział pracy przedstawia pojęcie wartości i jej determinantów, modelu biznesowego oraz jego związku z nośnikami wartości przedsiębiorstwa. Następnie identyfikowany jest model biznesowy podmiotów z sektora mediów społecznościowych poprzez zaprezentowanie historii powstania przedsiębiorstw go tworzących oraz scharakteryzowanie procesu kreacji najważniejszych wielkości finansowych i operacyjnych przez spółki. Kolejny rozdział zawiera analizę fundamentalną spółki Facebook Inc. polegającą na rozległym badaniu sektora i sprawozdań finansowych, a także przeglądu wskaźników dotyczących najważniejszych aspektów działalności przedsiębiorstwa. Trzeci rozdział pracy poświęcony jest stworzeniu scenariuszy zachowania decydentów spółki Facebook Inc. związanych z możliwą odpowiedzią na zagrożenia i szanse dotyczące działalności podmiotu, które następnie przenoszone są na grunt estymowania wielkości finansowych kreujących wartość badanego przedsiębiorstwa. Zwieńczeniem pracy jest ustalenie wartości podmiotu dla każdego z opracowanych scenariuszy za pomocą dyskonta ustalonych przepływów pieniężnych, co ma umożliwić przyjęcie lub odrzucenie głównej hipotezy pracy mówiącej o zależności wykorzystania potencjału do kreowania wartości przedsiębiorstwa od modelu biznesowego, rozumianego jako efekt decyzji zarządzających organizacją w sferach operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej, mających za cel zbudowanie przewagi rynkowej.

Słowa kluczowe

wartość przedsiębiorstwa, kreacja wartości przedsiębiorstwa, zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, wycena przedsiębiorstwa

Tytuł pracy w języku angielskim

Value Creation in Social Media Companies Sector

Spis treści

Wstęp	3
I. Podstawowe pojęcia i charakterystyka spółek z sektora mediów społecznościowych	6
1.1. Pojęcie wartości, nośników wartości przedsiębiorstwa oraz modelu biznesowego	6
1.2. Historia spółek z sektora mediów społecznościowych.....	12
1.3. Model biznesowy spółek z sektora mediów społecznościowych i jego wpływ na wartość..	16
II. Analiza fundamentalna spółki Facebook Inc.....	22
2.1. Charakterystyka spółki i jej otoczenia.....	22
2.2. Analiza finansowa cz. 1- analiza sprawozdania finansowego.....	30
2.3. Analiza finansowa cz. 2- analiza wskaźnikowa	39
III. Wycena spółki Facebook Inc. metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych.	45
3.1. Przedstawienie scenariuszy działalności podmiotu z punktu widzenia kreacji przepływów pieniężnych.....	45
3.2. Estymacja kosztu kapitału i wielkości tworzących przepływy pieniężne	51
3.3. Wycena podmiotu.....	62
Zakończenie	68
Bibliografia	70

Wstęp

Pojęcie wartości towarzyszy ludzkości od początków istnienia wymiany handlowej. Już w starożytności, grecki filozof Arystoteles starał się rozstrzygnąć paradoks wody i diamentu, polegający na hipotezie mówiącej o sprzeczności między wartością rynkową ww. dóbr, a postrzeganą przez ogół użytecznością. Także A. Smith oraz D. Ricardo, ojcowie współczesnej ekonomii, prowadzili rozważania na temat kreacji wartości, wyodrębniając najważniejsze i do dziś stosowane podstawowe jej rodzaje.

Rozwój gospodarki oraz konieczność ponoszenia coraz większych nakładów związanych z rozpoczęciem, a także rentownym prowadzeniem działalności gospodarczej spowodowały rozwinięcie koncepcji osób prawnych, co oznaczało zaistnienie zjawiska emitowania papierów wartościowych, umożliwiających uczestniczenie nabywcy, jako strony transakcji, w przyszłych korzyściach ekonomicznych danego przedsięwzięcia, a wystawcy uzyskanie kapitałów niezbędnych do realizacji określonej inicjatywy ekonomicznej. Naturalną konsekwencją takiego stanu była konieczność oszacowania wartości takich akcji bądź udziałów.

Liczne studia nad wartością przedsiębiorstwa, poprzez rozwój samego pojęcia, narzędzi, a także rozszerzenia funkcji wyceny o m.in. funkcję informacyjną, doprowadziły do wykorzystywania pojęcia wartości, nie tylko jako istotnej cechy transakcji pomiędzy zainteresowanymi stronami, ale także jako wielkości syntetycznej niezbędnej w nowoczesnym zarządzaniu organizacją. Dzięki koncepcji zarządzania wartością (*Value Based Management*), wartość stała się wielkością, której zwiększanie powinno być nadrzędnym celem podmiotu gospodarczego, a któremu realizacji należy podporządkować decyzje kadry zarządzającej we wszystkich wymiarach aktywności organizacji.

Dzięki postępującej globalizacji oraz upowszechnieniu się sieci Internet, podmioty sektora mediów społecznościowych są obecnie w fazie dynamicznego rozwoju, który wyraża się w ciągłym zwiększaniu najważniejszych wielkości operacyjnych i finansowych przez te przedsiębiorstwa. Jednocześnie, ze względu na specyficzny sposób kreacji wartości, wysoką wartość kapitalizacji giełdowej osiągniętą w krótkim czasie, a także działalnością w niepewnym otoczeniu są one przedmiotem zainteresowania wielu teoretyków i praktyków wyceny. W związku z nietypowym modelem biznesowym, a także rosnącym znaczeniem tych podmiotów w globalnej gospodarce, spółki z sektora mediów społecznościowych są odpowiednimi obiektami badań na temat kreowania wartości przedsiębiorstw. Z powodu stosunkowo stabilnej sytuacji finansowej i szerokiego dostępu do informacji m.in. dzięki

obowiązkom sprawozdawczym, a także doniesieniom prasowym, do realizacji celów pracy została wybrana spółka Facebook Inc.

Celami niniejszej pracy są zbadanie wpływu działań zarządu na ostateczną wartość podmiotu, identyfikacja modelu biznesowego przedsiębiorstwa z sektora mediów społecznościowych, aby poprzez przypadek praktyczny odnieść właściwości rozpoznanego modelu na ostateczną wartość przedsiębiorstwa. Zakłada się przy tym tezę, jako że intensywne i szybkie zmiany sektorowe, wysoki poziom konkurencji oraz niskie bariery wejścia na rynek mają zdecydowany wpływ na potencjał kreowania wartości przez spółki z sektora mediów społecznościowych, a wykorzystanie ww. potencjału zależne jest od decyzji zarządzających organizacją. Dzięki takiemu przedstawieniu problemu możliwe jest pogłębienie obecnego stanu wiedzy o informację na temat charakterystyki przedsiębiorstw o nowoczesnym modelu biznesowym, a także podkreślenie wpływu decydentów na wartość przedsiębiorstwa.

Niniejsza praca stara się przybliżyć koncepcję kreacji wartości przedsiębiorstwa m.in. poprzez zdefiniowanie pojęcia wartości, a także jej przesłanek oraz standardów. Informacje dopełnia przedstawienie nośników wartości przedsiębiorstwa i ich powiązania z modelem biznesowym podmiotu gospodarczego, który rozumiany jest jako efekt strumienia decyzji zarządzających organizacją w sferach operacyjnej, inwestycyjnej oraz finansowej. Niniejsze ustalenia pozwalają odnieść ogólną konstrukcję modelu biznesowego na sytuację realnie istniejących podmiotów gospodarczych, aby w ten sposób dokonać rozpoznania charakterystyk ww. modelu w kontekście spółek z sektora mediów społecznościowych.

Dalsza część pracy poświęcona jest analizie obecnej sytuacji spółki Facebook Inc., przyjmującej postać analizy fundamentalnej. Rozdział rozpoczyna analiza otoczenia dalszego podmiotu. Oceniane są czynniki ekonomiczne, takie jak inflacja i wzrost gospodarczy, a także czynniki prawne, społeczne i technologiczne. Następnie formułowane są wnioski dotyczące stanu sektora oraz finansów spółki m. in. poprzez Analizę Pięciu Sił Portera, badanie sprawozdań finansowych, a także analizę wskaźnikową. Badane jest tempo oraz charakter zmian, a także powiązania między wielkościami finansowymi.

Konsekwencją badania sytuacji finansowo-operacyjnej przedsiębiorstwa jest ocena jego potencjału do zwiększania wartości. W celu zbadania wpływu decyzji zarządzających organizacją na kreację nośników wartości przedsiębiorstwa zostały stworzone scenariusze dalszej działalności podmiotu, mające swoje źródło w hipotetycznych decyzjach zarządzających organizacją, a uwidaczniające się w przyjętej dla danego scenariusza strategii

działania. Dalsze rozważania dotyczą estymacji przyszłych wielkości finansowych, niezbędnych do stworzenia praktycznego przypadku wyceny. Pracę wieńczy model wyceny badanego podmiotu z perspektywy założonych scenariuszy, co pozwala zaprezentować odzwierciedlenie działań decydentów w wartości przedsiębiorstwa, rozumianej jako wartość wewnętrzna, czyli mającej charakter analityczny, pozbawiony w jak największym stopniu subiektywizmu wyceniającego.

Ze względu na interdyscyplinarność badanego zjawiska, niniejsza praca czerpie nie tylko z bogatych źródeł związanych bezpośrednio z finansami przedsiębiorstw, lecz także pozycjami skupiającymi zagadnienia rachunkowe, zarządcze, a także ekonometryczne. Rozbudowana literatura przedmiotu umożliwia odpowiednią syntezę informacji, oraz wykorzystanie odpowiednich narzędzi do wyciągnięcia niezbędnych wniosków. Dodatkowo, analiza sektora została poparta doniesieniami mediów internetowych na temat podmiotu.

I. Podstawowe pojęcia i charakterystyka spółek z sektora mediów społecznościowych

1.1. Pojęcie wartości, nośników wartości przedsiębiorstwa oraz modelu biznesowego

Wartość, jako pojęcie w teorii wyceny przedsiębiorstw, jest traktowane wieloznaczeniowo tzn. wartość nie tworzy się autonomicznie, a jest zależna od konkretnej charakterystyki stron, cech i warunków hipotetycznej lub realnej transakcji¹. Rodzajami wartości z punktu widzenia ekonomii są m.in. wartość wymienna, wartość użytkowa i wartość kosztowa. Wartość wymienna jest odzwierciedleniem prawa popytu i podaży na rynku, i jest wyrażana przez możliwość zamiany danego dobra na inne. Jednakże, aby dobro stało się przedmiotem wymiany musi spełniać pewne potrzeby strony pozyskującej, realizowane przez pojęcie wartości użytkowej, którą definiuje się jako zdolność dobra do spełniania potrzeb posiadacza. Natomiast, wartość kosztowa jest postrzegana z punktu widzenia nakładów niezbędnych do uzyskania przedmiotu wyceny².

Ze względu na subiektywność pojęcia wartości, przez naukę i praktykę gospodarczą zostały przyjęte pewne jej standardy i przesłanki, mające na celu ujednolicenie hipotetycznych oczekiwań, motywacji stron i warunków transakcji w procesie wyceny. Przesłanki i standardy wartości są, obok celów i metod wyceny, jedną z podstawowych składowych standardów wyceny podmiotów gospodarczych³.

Z punktu widzenia procesu wyceny podmiotów gospodarczych możemy określić następujące definicje standardów wartości⁴:

- Sprawiedliwa wartość rynkowa- wyrażona w pieniądzu (lub ekwiwalencie) wartość (cena) dobra podlegającego wymianie pomiędzy dobrze poinformowanymi stronami, która zachodzi bez użycia środków przymusu.

¹K. Byrka- Kita, *Standardy wartości, a wycena pakietów akcji lub udziałów gwarantujących różny udział w strukturze własności*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 855 *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 74, t. 1, 2015, s. 243.

²H. Lewicka, *Wartość jako kluczowe pojęcie w dziedzinie nauk ekonomicznych*, „Społeczeństwo i Ekonomia” 2 (2), 2014, s. 66-67.

³P. Szymański, *Standardy wartości w wycenie przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” Nr 855 „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” Nr 74, t. 1, 2015, s. 312-314.

⁴K. Daszyńska- Żygadło, *Wycena przedsiębiorstwa- podejście scenariuszowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2015, s. 18-20.

- Wartość inwestycyjna- wartość dla potencjalnego inwestora, na którą wpływ mają jego preferencje, możliwości i wiedza.
- Wartość fundamentalna (wartość nieodłączna)- wartość definiowana przez obiektywne korzyści, które użytkowanie dobra daje jego bliżej nieokreślonemu właścicielowi. Od wartości inwestycyjnej odróżnią ją brak realnych lub hipotetycznych stron transakcji oraz porzucenie niewymaganego subiektywizmu ze strony wyceniającego, najczęściej analityka.

Według P. Szymańskiego, przesłanki wartości (*premises of value*) są nierozzerwalnie związane ze standardami wartości⁵. Standardy American Society of Appraisers definiują przesłankę wartości, jako założenie dotyczące najbardziej prawdopodobnych okoliczności dotyczących działalności przedmiotu wyceny i jako przykłady podaje m.in. *going concern* i *liquidation*⁶. Według M. Malca, *going concern*, to założenie o dalszej działalności przedsiębiorstwa w niezmienionej formie, natomiast *liquidation* jest przesłanką zakładającą zaprzestanie dalszej aktywności gospodarczej⁷.

Dzięki zdefiniowaniu podejścia do pojęcia wartości w kontekście wyceny przedsiębiorstw, można z powodzeniem określić czynnik ją kształtujący, czyli nośniki wartości przedsiębiorstwa. Warto, w tym miejscu, zwrócić uwagę na ujęcie nośników wartości zaproponowane przez A. Damodara, który wyróżnił najważniejsze determinanty wartości przedsiębiorstwa. Są nimi koszt kapitału, a zatem i jego struktura, poziom reinwestycji, wysokość przepływów pieniężnych, oraz przewidywany cykl życia podmiotu⁸. Podobnie do problemu podchodzi A. Rappaport, wyróżniając jako najważniejsze czynniki *marżę zysku operacyjnego, procent wzrostu sprzedaży, inwestycje w majątek trwały i obrotowy, efektywną stopę podatku dochodowego i długość cyklu zwiększania wartości*⁹.

Jak widać, podane komponenty są wielkościami syntetycznymi tzn. wpływ na nie ma wiele zmiennych. Z tego powodu powinno się rozpoznać ich składowe, aby w pełni omówić czynniki kreujące wartość podmiotu.

⁵P. Szymański, *Standardy wartości w wycenie przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” Nr 855 „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” Nr 74, t. 1, 2015, s. 312-314.

⁶American Society of Appraisers, *BV Standards, Approved and Final 12-11-09*, 2009, s. 28-29.

⁷M. Malec, *Wycena firmy. Jak dokonać? Na czym polega?* Metody, https://www.private-equity.pl/wycena-firmy/#Fundamentalne_zalozenia_wyceny_II_Przeslanki_Wartosci, (dostęp: 12.01.2020 r.).

⁸A. Damodaran, *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*, „NYU Working Paper” Nr FIN-99-0181999, s. 4-8.

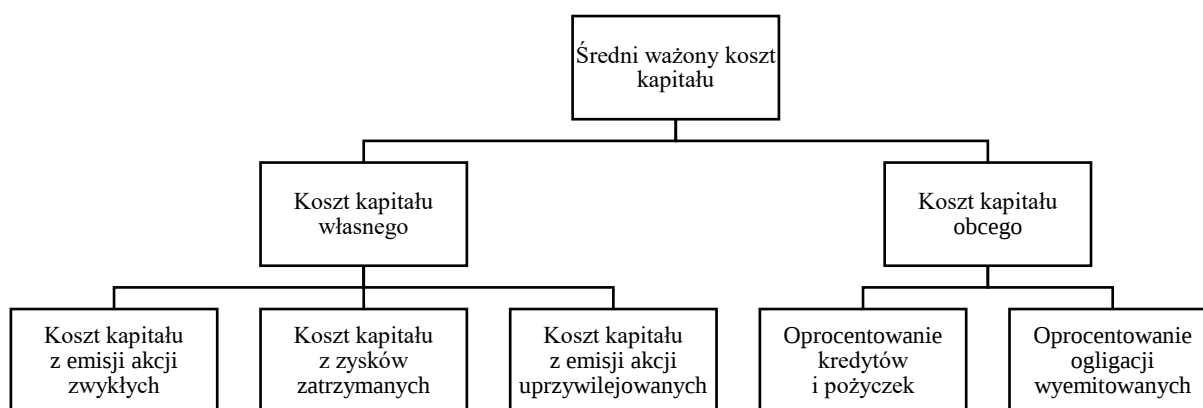
⁹B. Ziolkowska, *Wartość przedsiębiorstwa i jej determinanty w zarządzaniu współczesnymi przedsiębiorstwami*, „Studia i Prace WNEiZ US” nr 44/2, 2016, s. 95.

Według A. Rutkowskiego, stopa dyskontowa, a więc koszt kapitału, to *oczekiwana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału przy danym poziomie ryzyka*¹⁰. Kapitałem nazywa się źródła finansowania majątku przedsiębiorstwa. Podział kapitałów w przedsiębiorstwie można przedstawić następująco¹¹:

- Ze względu na źródło pozyskania kapitału:
 - Kapitały własne
 - Kapitały obce
- Ze względu na okres spłaty kapitału:
 - Krótkoterminowe
 - Długoterminowe

Wielkością syntetyczną opisującą koszt kapitału dla całego przedsiębiorstwa jest średni ważony koszt kapitału (ang. WACC)¹². Składa się on z sumy iloczynu wag i stóp procentowych poszczególnych kapitałów przedsiębiorstwa¹³, które zostały uszczegółowione na Rys 1.1.

Rys. 1.1. Składowe średniego ważonego kosztu kapitału



Opracowanie własne. Źródło: A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 303- 325.

Jeśli weźmie się pod uwagę definicję kosztu kapitału jako oczekiwanej stopy zwrotu przy danym poziomie ryzyka, to dla kapitałów obcych, mających najczęściej postać kredytów,

¹⁰A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 303.

¹¹A. Kusak, Z. Podgórski, *Analiza wstępna sytuacji majątkowej i kapitałowej*, [w:] N. Grzenkowicz, J. Kowalczyk, A. Kusak, Z. Podgórski, *Analiza finansowo-ekonomiczna jako narzędzie oceny kondycji przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2017, s. 55.

¹²A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 323.

¹³Ibidem, s. 324.

pożyczek i wyemitowanych obligacji, stopą zwrotu będzie ich oprocentowanie, które w teorii finansów jest postrzegane jako koszt w postaci odsetek dla otrzymującego, będący tym samym zyskiem dla udostępniającego. Według M. Górskiego, koszt kapitału, na przykładzie obligacji, odzwierciedla poziom ryzyka działalności podmiotu w opinii strony udzielającej finansowania oraz okresu zwrotu środków pieniężnych. Czym ryzyko jest większe, a czas dłuższy, tym droższy dla odbiorcy jest kapitał¹⁴.

Natomiast dla kapitałów własnych, koszt kapitału będzie odzwierciedleniem stopy zwrotu oczekiwanej przez inwestorów. Na koszt kapitałów własnych, w zależności od wybranego modelu, ma wpływ bieżąca cena akcji, wielkość dywidendy na akcję, tempo wzrostu dywidendy, stopa zwrotu wolna od ryzyka, rynkowa stopa zwrotu oraz wrażliwość firmy wobec rynku¹⁵.

Oprócz kosztu kapitału, podstawą procesu wyceny spółki jest ustalenie przyszłych przepływów pieniężnych. Przepływy pieniężne powinny być przedstawione w formie uwzględniającej m. in. zapłatę podatku dochodowego i poniesienie wydatków inwestycyjnych¹⁶.

W związku z inwestycjami, przepływy pieniężne zmieniają się w cyklu działalności podmiotu. W celu estymacji wielkości zmiany przepływów pieniężnych z działalności gospodarczej w ujęciu czasowym należy posłużyć się stopą spodziewanego wzrostu, która jest iloczynem stopy reinwestycji, która pokazuje udział inwestycji w przepływach pieniężnych i stopy zwrotu na kapitale własnym, odzwierciedlającą efekt finansowy tych inwestycji. Ww. iloczyn wskazuje na możliwości firmy w zakresie wzrostu przychodów¹⁷. Do celów estymacji zmian przepływów pieniężnych możliwe jest również określenie przyszłych przychodów z użyciem funkcji regresji liniowej, ustalając przy tym linię trendu i na ich podstawie obliczać większość powiązanych wielkości¹⁸. Należy jednak mieć na uwadze konieczność zachowania istotności oszacowanych parametrów i dopasowania modelu ekonometrycznego do danych empirycznych.

¹⁴M. Górski, *Rynkowy system finansowy*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2018, s. 67-69.

¹⁵A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 311-323.

¹⁶A. Damodaran, *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*, „NYU Working Paper” Nr FIN-99-0181999, s. 4.

¹⁷Ibidem, s. 5-6.

¹⁸P. Pomykański, *Prognozowanie*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 193-209.

Zakłada się jednak, że wzrost spowodowany inwestycjami nie jest stały. Przy przesłance kontynuacji działalności szacuje się, że po pewnym czasie wzrost przepływów pieniężnych spółki osiągnie poziom średni dla całej gospodarki, lub niższy¹⁹. Natomiast przy przesłance likwidacyjnej w wycenie powinno się brać pod uwagę wartość likwidacyjną spółki. W celu konieczności uwzględnienia przepływów pieniężnych z okresu kontynuacji działalności w nieznanym horyzoncie czasu lub likwidacji, nauka wyceny przyjęła pojęcie wartości rezydualnej (*terminal value*)²⁰. Według A. Damodarana, wartość rezydualna może przyjmować postać²¹:

- wartości likwidacyjnej, której użycie zachodzi przy przyjętej przesłance likwidacyjnej. Jest definiowana jako wartość aktywów z uwzględnieniem inflacji.
- modelu stałego wzrostu, przy którego omówieniu warto wspomnieć o cyklu życia organizacji. B. Glinka, podążając za L. Greinerem, definiuje cykl życia organizacji jako proces występujących naprzemiennie faz wzrostu i kryzysów. Warto zaznaczyć, że w tej koncepcji działanie organizacji nie ma określonego horyzontu czasowego²². Model stałego wzrostu zakłada więc, że przyszłe przychody będą stale rosnącą annuitą, a co za tym idzie będą „wyplacane” przez nieokreślony czas.

Wybór sposobu ustalenia wartości rezydualnej powinien być podyktowany możliwościami rozwoju wycenianego podmiotu. Przy założeniu kontynuacji działalności podmiotu o dużych rozmiarach oczywistym wyborem jest model stałego wzrostu. Zgoła inaczej traktuje się jednak przedsiębiorstwo o dużym ryzyku zaprzestania działalności w danym okresie, gdzie zastosowanie będzie miała wartość likwidacyjna.

Modelem biznesowym określa się jako *sposób, w jaki działa tradycyjne przedsiębiorstwo*²³. Według innej koncepcji, model biznesu można podzielić na model finansowy, wskazujący zdolność podmiotu do kreowania zysku, model operacyjny, który zakłada jakie działania powinny zostać podejmowane w celu tworzenia przez firmę wartość, oraz model strategiczny,

¹⁹A. Damodaran, *Wartość firmy. Storytelling i liczby*, tłum. B. Sałbut, Poltext, Warszawa, 2019, s. 136-137.

²⁰A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Stern School of Business, John Wiley & Sons, Nowy Jork, 2002 s. 303-317.

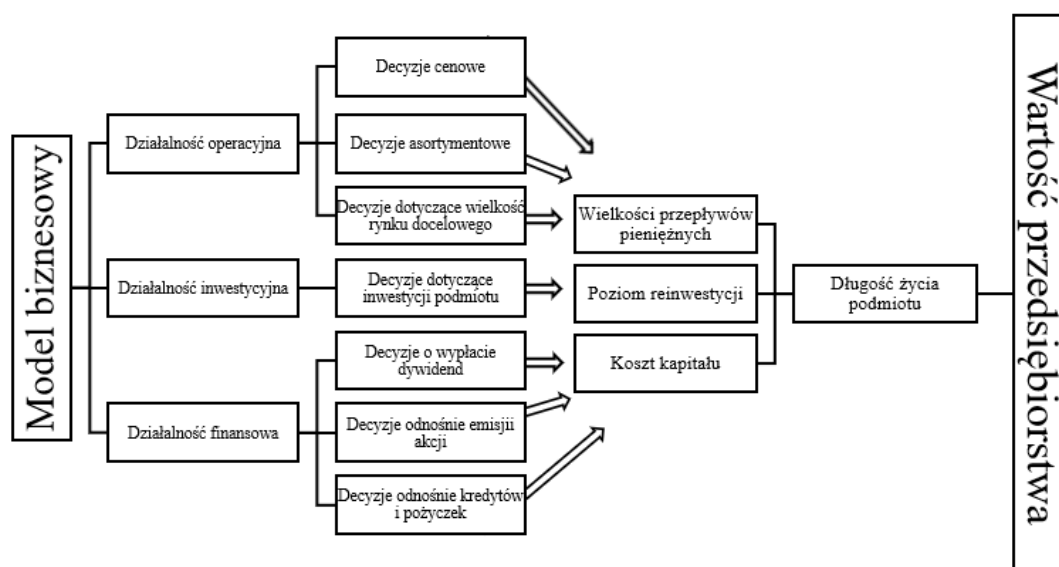
²¹Ibidem, s. 303-317.

²²B. Glinka, *Projektowanie organizacji i jej struktura*, [w:] J. Bogdanienko (red.), *Organizacja i zarządzanie w zarysie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2010, s. 54-55.

²³G. Golik-Górlecka, R. Skonieczka, *Determinanty wzrostu i rozwoju modelu biznesowego z uwzględnieniem cyklu życia organizacji*, „Zeszyty naukowe Politechniki Poznańskiej” nr 77, 2018, s. 55, [cyt. za:] R. Arend, *The business model: Present and future – beyond a skeumorph*, „Strategic Organisation” Nr 11(4), 2013, s. 390-402.

mówiący o decyzjach dotyczących otoczenia podmiotu i jego inwestycji²⁴. Obie powyższe definicje wskazują, że istotą w modelu biznesowym jest sposób w jaki przedsiębiorstwo działa. Idąc za teorią rachunkowości oraz przepisami prawnymi²⁵ podstawowym podziałem działalności przedsiębiorstwa, jest rozgraniczenie działalności na sferę operacyjną, która jest związana z produkcją wyrobów lub świadczeniem usług²⁶, inwestycyjną, polegającą na gospodarce aktywami trwałymi i inwestycjami krótkoterminowymi oraz finansową, która polega na pozyskiwaniu kapitału oraz jego obsłudze²⁷. Jeśli w tym miejscu uwzględnimy się pojęcie nośników wartości przedsiębiorstwa oraz ich determinant, to jest możliwe wykazanie związku pomiędzy decyzjami w poszczególnych sferach działalności, a kształtowaniem się determinantów wartości przedsiębiorstwa. Tę relację przedstawia Rys 1.2.

Rys 1.2. Relacja pomiędzy modelem biznesowym i wartością



Opracowanie własne. Źródło: P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, 2012, Warszawa, s. 53, [cyt. za:] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 1998, s. 148.

Jak widać, elementy modelu biznesowego, które uwidaczniają się w działalności podmiotu mają wpływ na nośniki wartości przedsiębiorstwa, a co za tym idzie także jego wartość.

²⁴M. Kardas, *Pojęcia i typy modeli biznesu*, [w:] K. Klincewicz (red.), *Zarządzanie, organizacje i organizowanie – przegląd perspektyw teoretycznych*, Wydawnictwo Naukowe Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016, s. 299.

²⁵Dz.U.2019.0.351 t.j. - Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Art. 48b. Ust. 3.

²⁶E. Kalwasińska, *Zasady ujmowania wpływów i wydatków w rachunku przepływów pieniężnych*, [w:] D. Maciejowska, E. Kalwasińska, *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa według polskiego prawa bilansowego*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016, s. 384.

²⁷A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 57.

W dalszej części pracy, uwaga zostanie skupiona na określeniu prawdopodobnych determinant modelu biznesowego spółek z sektora mediów społecznościowych.

1.2. Historia spółek z sektora mediów społecznościowych

Damodaran sugeruje, że jedną ze składowych procesu wyceny jest zapoznanie się i wyciągnięcie wniosków z historii firmy²⁸. Na potrzeby niniejszej pracy, zostanie przedstawiona historia działalności spółek z całego sektora. Dzięki takiemu podejściu możliwe będzie wskazanie determinant modelu biznesowego spółek z sektora mediów społecznościowych, które następnie zostaną przeniesione na grunt wyceny, aby wskazać ich wpływ na nośniki wartości przedsiębiorstwa.

Według portalu statista.com, w 2019 liczba użytkowników mediów społecznościowych przekroczyła 2,8 miliarda osób.²⁹ Dużą liczbę użytkowników media społecznościowe zawdzięczają postępowi technologicznemu, żywą interakcją pomiędzy użytkownikami oraz tendencją do przenoszenia sfery prywatnej życia do Internetu³⁰. Według R. Skrzetuskiego i S. Skowrona do rynku mediów społecznościowych należy zaliczyć blogi internetowe, serwisy typu Wiki (np. Wikipedia) oraz serwisy społecznościowe (np. Facebook)³¹. Najczęściej w formie spółek handlowych bądź akcyjnych działają serwisy społecznościowe, w odróżnieniu od np. Wikipedii, która jest organizacją non-profit. Z uwagi na dostęp do informacji (obowiązek publicznego raportowania finansowego dla spółek giełdowych, skala działania), dalsze rozważania w niniejszej pracy będą oparte o serwisy społecznościowe mające swoje korzenie w Stanach Zjednoczonych. Według portalu ourworldindata.org, podmiotami z największą liczbą użytkowników, będące jednocześnie spółkami akcyjnymi (lub markami spółek akcyjnych), działającymi na rynku Amerykańskim, są Facebook, Youtube, Twitter, Snapchat oraz Pinterest³².

Za protoplastę mediów społecznościowych uznaje się platformę Six Degrees, założoną w 1997 r. przez Andrew Weinreicha. Po dwóch latach działalności została sprzedana za ponad 125 milionów dolarów, aby upaść niespełna rok później. Ilość użytkowników w szczytowym

²⁸A. Damodaran, *Wartość firmy. Storytelling i liczby*, tłum. B. Sałbut, Poltext, Warszawa, 2019, s. 104.

²⁹Number of social network users worldwide from 2010 to 2021, <https://www.statista.com/statistics/278414/number-of-worldwide-social-network-users/>, (dostęp: 06.02.2019 r.).

³⁰R. Skrzetuski, R. Skowron, *Media społecznościowe jako narzędzie komunikacji firmy z klientem*, „Handel wewnętrzny” 6 (359), Politechnika Lubelska, 2015, s. 163-164.

³¹Ibidem, s. 162-165.

³²The rise of social media, <https://ourworldindata.org/rise-of-social-media>, (dostęp: 06.02.2019 r.).

okresie wynosiła 3,5 miliona osób³³. Według L. Prall, upadek tej platformy był w dużej mierze spowodowany niedojrzałością Internetu, brakiem reklamodawców, a także złą budową platformy, z czego wynikało słabnące zainteresowanie użytkowników³⁴.

Losu spółki, pomimo podobnych funkcjonalności, nie podzieliła spółka Facebook Inc. Platforma została założona w 2004 r. przez Marka Zuckerberga, Eduardo Severina, Andrew McColloma, Dustina Moskovitza oraz Chrisa Hughesa w jednym z harwardzkich akademików, z użyciem jedynie komputerów osobistych. Na samym początku witryna była dostępna tylko dla studentów uczelni z prestiżowej Ivy League, a także Stanfordu i MIT, jednak w 2006 r. platforma została otwarta dla wszystkich użytkowników Internetu³⁵. Model biznesowy Facebooka od początku zakładał wyświetlanie reklam. Na samym początku były one związane z uczelniami i firmami, których oferta mogłaby zainteresować studentów, czyli głównych użytkowników portalu. Same reklamy były targetowane tzn. to, która reklama była wyświetlana użytkownikowi zależało od jego płci, wieku, miejsca zamieszkania i uczelni, na której studiuje³⁶.

Patrząc na przykład portalu MySpace, który w 2005 r. miał ponad milion użytkowników, a w 2006 r. liczba jego tzw. userów wynosiła ponad milion, sposób w jaki prezentowana jest treść reklamy ma ogromny wpływ na przetrwanie produktu. Portal Forbes.com, cytując T. Standage'a, wskazuje zbyt dużą ilość reklam, ich niedostosowanie do użytkownika, a także brak zaufania do portalu, który spowodowany był możliwością zmiany wyglądu profilu przez każdego użytkownika, jako główne powody niepowodzenia biznesowego w przypadku platformy MySpace. Facebook jednak, dzięki kontrolowanemu wzrostowi, realizowanemu w sferach sprzedażowej, poprzez znalezienie niszy dla reklamodawców i technicznej, poprzez możliwość stopniowej budowy infrastruktury, był w stanie w 2008 r. wyprzedzić portal MySpace w liczbie użytkowników i tym samym stać się największym portalem społecznościowym na świecie. Taktyka zaowocowała wejściem na giełdę spółki Facebook Inc. z jedną z najwyższych kapitalizacji w historii³⁷.

³³*The Complete History of Social Media: From the First Online Network to Today*, <https://historycooperative.org/the-history-of-social-media/>, (dostęp: 06.02.2019 r.).

³⁴L. Prall, *SixDegrees - Social Networking In Its Infancy*, <https://ezinearticles.com/?SixDegrees-Socialnetworking-In-Its-Infancy&id=5064109>, (dostęp: 06.02.2019 r.).

³⁵*The Complete History of Social Media: From the First Online Network to Today*, <https://historycooperative.org/the-history-of-social-media/>, (dostęp: 06.02.2019 r.).

³⁶N. Brügge, *A brief history of Facebook as a media text: The development of an empty structure*, <https://firstmonday.org/ojs/index.php/fm/article/view/5423/4466>, (dostęp: 06.02.2019 r.).

³⁷G. Press, *Why Facebook Triumphed Over All Other Social Networks*, <https://www.forbes.com/sites/gilpress/2018/04/08/why-facebook-triumphed-over-all-other-social-networks/#63c0ff366e91>, (dostęp: 06.02.2019 r.).

Zgoła inną historię ma platforma Twitter, która została założona w 2006 r. przez Jacka Dorsey'a, Noaha Glass, Biza Stone'a oraz Evana Williamsa³⁸. Początkowo, jako Odeo, zajmowali się oni aplikacją, która miała na celu umożliwić udostępnianie podcastów, czyli nagrań głosowych, pomiędzy internautami. Jednakże, gdy konkurencyjna firma Apple zaprezentowała światu swój nowy produkt o nazwie iTunes, szybko zdali sobie sprawę, że nie będą w stanie zbudować przewagi konkurencyjnej i zdobyć klientów. Bardzo szybko wyszli z inicjatywą aplikacji „Twtr”, która miała umożliwić szybką wysyłkę pojedynczego komunikatu tekstowego, tzw. „twitta”, poprzez telefon użytkownika do wszystkich jego znajomych. Cechą szczególną wiadomości była mała liczba dostępnych znaków, co było spowodowane architekturą protokołu SMS, a także miało na celu sprowokowanie użytkownika do lapidarnego pisanie, które oszczędzało czas innych, poświęcony na zapoznanie się z wiadomością³⁹.

Na początku aplikacja miała jedynie kilka tysięcy użytkowników, jednak w 2007 r. sytuacja się zmieniła, kiedy Twitter obsługiwał komunikację jednej z dużych amerykańskich konferencji multimedialnych. Aplikacja tak spodobała się uczestnikom, że zaczęli jej używać także poza wydarzeniem. Warto zaznaczyć fakt, że na początku historii aplikacji twórcy skupili się na pozyskaniu uwagi użytkowników portalu, dzięki czemu niektóre elementy interfejsu były tak naprawdę pomysłami użytkujących portal, które właściciele platformy zaimplementowali do codziennego użytku w aplikacji. Wraz z rosnącą liczbą użytkowników, a więc w konsekwencji przychodami, spółka Twitter Inc. zadebiutowała na giełdzie w 2013 r. z kapitalizacją na poziomie ponad 23 miliardów dolarów⁴⁰.

Historia spółki Snapchat Inc. rozpoczęła się w 2011 roku, gdy trzech studentów uniwersytetu Stanforda wyszło z inicjatywą stworzenia aplikacji, umożliwiającej wysyłanie zdjęć tzw. „snapów”, które po upływie krótkiego czasu stają się niedostępne, a odbiorca nie jest w stanie ich zapisać. Według jednego z twórców aplikacji, miała ona przekazywać nie samo zdjęcie, lecz także emocje, które nadawca w danej chwili posiada i którymi chce się podzielić z odbiorcami swojej wiadomości. Przez czas istnienia platformy, autorzy dodawali więc różnorakie funkcje mające na celu „wyrażenie emocji” przez użytkowników np. możliwość dodania do zdjęć piktogramów, czasu i miejsca wykonania zdjęć oraz filtry, których celem było

³⁸N. Carlson, *The Real History of Twitter*, <https://www.businessinsider.com/how-twitter-was-founded-2011-4?IR=T>, (dostęp: 08.02.2020 r.).

³⁹A. MacArthur, *The Real History of Twitter, in Brief*, <https://www.lifewire.com/history-of-twitter-3288854>, (dostęp: 08.02.2020 r.).

⁴⁰V. Luckerson, *Top 10 Most Important IPOs*, <https://business.time.com/2013/12/04/business/slide/top-10-most-important-ipos/>, (dostęp: 12.02.2020 r.).

uzyskanie ciekawych i humorystycznych efektów na zdjęciach, jak również funkcji memories, która zapisywała wiadomości na telefonie nadawcy, aby ten mógł zobaczyć historię swoich „snapów”. Aplikacja jest kierowana głównie do ludzi młodych, ogarniętych modą na tzw. „selfie”. Statystyki pokazują, że wśród grupy wiekowej 12-24 lata, Snapchat jest obecnie najchętniej używanym medium społecznościowym⁴¹. Duże zwiększenie przychodów doprowadziło do wejścia spółki na giełdę w 2017 roku, z ponad 17 miliardową kapitalizacją⁴².

Nawiązując do wejścia spółek na giełdę, warto przybliżyć IPO spółki Facebook. Było to trzecie co do wielkości IPO na giełdzie NASDAQ, w całej historii jej działalności. Facebook, podczas swojej pierwszej publicznej oferty, uzyskał z emisji akcji 16 miliardów dolarów i pod tym względem ustępuje jedynie Visie oraz General Motors⁴³.

Mimo, że spółka Twitter Inc. nie pobiła żadnego rekordu odnośnie swojej pierwszej publicznej oferty, to pomyślnie spełniła oczekiwania, podczas swojego IPO w 2013 r. i była jedną ze spółek z największą kapitalizacją⁴⁴.

Z podanych powyżej informacji należy wyciągnąć następujące wnioski wspólne dla wszystkich podmiotów:

- Każdy z produktów jest pod pewnymi względami unikalny, a ta unikalność przyciąga użytkowników. Produkt, aby pozostać konkurencyjny, musi spełniać najwyższe standardy techniczne. Inaczej użytkownicy przechodzą do innych serwisów.
- Rynek cechuje się niską barierą wejścia poprzez brak konieczności poniesienia dużych nakładów finansowych przy rozpoczęciu działalności
- O sukcesie danej platformy decydowała głównie liczba użytkowników.
- Spółki potrafiły w stosunkowo krótkim czasie zająć dużą część rynku, a także ją stracić.
- Spółki wchodziły na giełdę z dużą kapitalizacją, przy pomyślnym spełnieniu oczekiwań inwestorów.

⁴¹S. Bernazzani, *A Brief History of Snapchat*, <https://blog.hubspot.com/marketing/history-of-snapchat>, (dostęp: 08.02.2020 r.).

⁴²*The Complete History of Social Media: From the First Online Network to Today*, <https://historycoop.cooperative.org/the-history-of-social-media/>, (dostęp: 06.02.2019 r.).

⁴³J. Pepitone, *Facebook trading sets record IPO value*, <https://money.cnn.com/2012/05/18/technology/facebook-ipo-trading/index.htm>, (dostęp: 12.02.2020 r.).

⁴⁴L. DePliss, *Twitter wasn't the biggest IPO of 2013. You haven't heard of the company that was*, <https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2013/12/03/twitter-wasnt-the-biggest-ipo-of-2013-you-havent-heard-of-the-company-that-was/>, (dostęp: 12.02.2020 r.).

Ww. czynniki mają wpływ na specyficzny model biznesowy spółek z tego sektora. Znając sposób powstawania podmiotów z sektora mediów społecznościowych, w następnej części pracy zostanie rozpoznany model biznesowy tych spółek z punktu widzenia typów działalności tzn. działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej, co w konsekwencji poprowadzi do poznania determinantów tego modelu i jego wpływu na wartość.

1.3. Model biznesowy spółek z sektora mediów społecznościowych i jego wpływ na wartość

Otoczenie przedsiębiorstwa to gama zjawisk, które występują poza organizacją, a przy tym nadają kształt jej działaniu⁴⁵. Samo otoczenie natomiast, można podzielić na bliższe, które znajduje się pod kontrolą przedsiębiorstwa, i dalsze, niezależne od woli podmiotu⁴⁶. Zgodnie z „teorią ewolucji”, to otoczenie wybiera najsilniejsze przedsiębiorstwo, które przetrwa⁴⁷. Przybliżone w poprzednim podrozdziale historie jasno wskazują, że największy wpływ na przetrwanie spółki z sektora mediów społecznościowych mają użytkownicy, działania konkurencyjnych platform i reklamodawcy. Skoro model biznesowy został określony jako sposób działania przedsiębiorstwa, to jasnym staje się fakt, że największy wpływ na to działanie będą miały ww. grupy.

Według Facebooka, jego produktem jest platforma oraz narzędzia do niej przystosowane⁴⁸. Na stronie internetowej spółki Twitter Inc. w sekcji o nazwie „Produkt”, można znaleźć artykuły informujące o najnowszych funkcjach i zmianach w aplikacji⁴⁹. Możemy więc stwierdzić, że produktem spółek z sektora mediów społecznościowych jest platforma, na której użytkownicy mogą wymieniać się informacjami. Strukturę przychodów Facebooka prezentuje Rys 1.3⁵⁰.

⁴⁵K. Klincewicz, *Organizacja i otoczenie*, [w:] J. Bogdanienko (red.), *Organizacja i zarządzanie w zarysie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2010, s. 77.

⁴⁶M. Pachowski, *Struktura i treść biznesplanu*, [w:] *Biznesplan*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2010 s. 47.

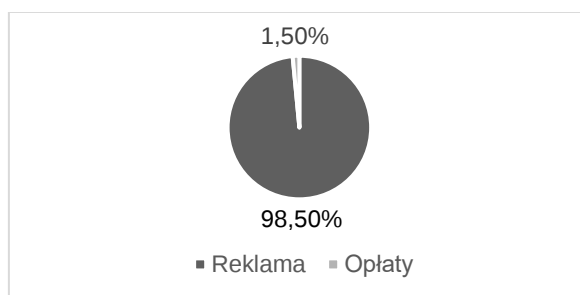
⁴⁷K. Klincewicz, *Organizacja i otoczenie*, [w:] J. Bogdanienko (red.), *Organizacja i zarządzanie w zarysie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2010, s. 77.

⁴⁸*Produkty Facebook Inc.*, <https://www.facebook.com/help/1561485474074139>, (dostęp: 09.02.2020 r.).

⁴⁹*Produkty Twitter Inc.*, https://blog.twitter.com/en_us/topics/product.html, (dostęp: 09.02.2020 r.).

⁵⁰M. Johnston, *How Facebook Makes Money*, <https://www.investopedia.com/ask/answers/120114/how-does-facebook-fb-make-money.asp>, (dostęp: 09.02.2020 r.).

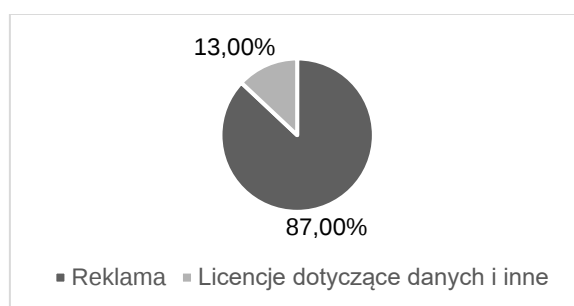
Rys 1.3. Struktura przychodów spółki Facebook Inc. w 2018 r.



Źródło: M. Johnston, How Facebook Makes Money, <https://www.investopedia.com/ask/answers/120114/how-does-facebook-fb-make-money.asp>, (dostęp: 09.02.2020 r.).

Strukturę przychodów spółki Twitter przedstawia Rys 1. 4⁵¹.

Rys 1.4. Struktura przychodów spółki Twitter Inc. w 2018 r.



Źródło: N. Reiff, How Twitter Makes Money, <https://www.investopedia.com/ask/answers/120114/how-does-twitter-twtr-make-money.asp>, (dostęp: 09.02.2020 r.).

Na podstawie powyższej statystyki można stwierdzić, że spółki czerpią przychody głównie z reklam, które są wyświetlane w ich produkcie. Kluczem do uzyskania przychodów z oferowanego miejsca na reklamy jest obecność użytkowników na portalu. Potwierdzają to statystyki znajdujące się w sprawozdaniu finansowym spółek. Przykładami takich statystyk są średnia liczba użytkowników dziennie (ang. *daily active users- DAUs*) lub średnia liczba użytkowników miesięcznie (ang. *monthly active users- MAUs*)⁵². Jednakże, jedną z najważniejszych statystyk, pokazujących jak ważny dla spółek z tego sektora jest użytkownik, to średni przychód na użytkownika, który jest ilorazem przychodu spółki i liczby użytkowników⁵³. Zważając na to, że głównym źródłem przychodów tego typu spółek jest wyświetlanie reklam, a reklamodawca uiszcza opłatę za wyświetlenie reklamy użytkownikowi,

⁵¹N. Reiff, *How Twitter Makes Money*, <https://www.investopedia.com/ask/answers/120114/how-does-twitter-twtr-make-money.asp>, (dostęp: 09.02.2020 r.).

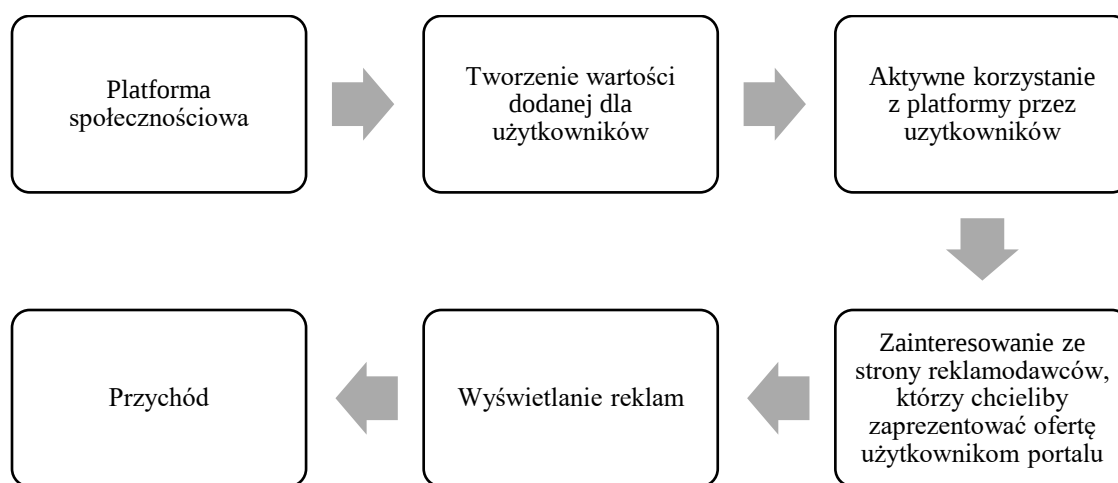
⁵²Sprawozdanie finansowe Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2018, s. 4.

⁵³G. Macfarlane, *How Facebook, Twitter, Social Media Make Money From You*, <https://www.investopedia.com/stock-analysis/032114/how-facebook-twitter-social-media-make-money-you-twtr-lnkd-fb-goog.aspx>, (dostęp: 09.02.2020 r.).

aby ten po wejściu na profil reklamowanej firmy wszedł z nią w interakcję⁵⁴, to poprzez takie liczby podmioty wskazują swój potencjał do osiągnięcia przychodów.

Ponadto w rocznych raportach z działalności, w dziale „Business”, spółki wskazują na to w jaki sposób tworzą wartość dodaną dla użytkowników w celu stworzenia przewag konkurencyjnych⁵⁵. Na podstawie powyższych informacji można zbudować ogólny model tworzenia przychodu w spółkach z sektora mediów społecznościowych, który przedstawia Rys 1.5.

Rys 1.5. Model kreacji przychodu spółek z sektora mediów społecznościowych



Opracowanie własne.

Taki model obarczony jest ryzykiem. Spółki w rocznych raportach z działalności wymieniają m.in. takie źródła ryzyka, związane z sektorem, jak⁵⁶:

- dynamiczny charakter otoczenia podmiotu, przejawiający się w groźbie korzystania z produktów konkurencyjnych przez użytkownika
- możliwa trudności w korzystaniu z produktu po stronie użytkownika
- problemy techniczne związane z aplikacją

Jeśli przyjmuje się, że ryzyko uwidacznia się w *odchyleniu od założonego dochodu*⁵⁷, którego sposób pozyskania dla każdego przedsiębiorstwa wyraża się w uzyskaniu konkurencyjnej

⁵⁴Czy reklama na Facebooku się opłaca?, <https://www.forbes.pl/wiadomosci/czy-reklama-na-facebooku-sie-oplaca/sj693ps>, (dostęp: 09.02.2020 r.).

⁵⁵Sprawozdanie finansowe spółki Twitter Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2018, s. 8.

⁵⁶Ibidem, s. 12.

⁵⁷M. Thlon, *Charakterystyka i klasyfikacja ryzyka w działalności gospodarczej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” nr 902, 2013, s. 19.

pozycji rynkowej, to odpowiedzią na ryzyko powinny być inwestycje, które mają ograniczać osłabienie pozycji rynkowej, lub powodować jej umocnienie⁵⁸.

Koronnym przykładem ograniczenia pierwszego z ryzyk jest przejmowanie przez spółki mniejszych podmiotów, które stają się popularne wśród użytkowników lub są użyteczne z punktu widzenia prowadzenia działalności. Facebook w ciągu swojego istnienia przejął 72 podmioty. Kwota, tylko ujawnionych transakcji, wynosi ponad 23 miliardy dolarów⁵⁹. Natomiast spółka Twitter Inc. przejęła 55 podmiotów⁶⁰. Dla porównania, aby wyobrazić sobie skalę przejęć, warto wskazać, że przez całe swoje istnienie spółka General Motors przejęła „tylko” osiem podmiotów⁶¹.

W dzisiejszej gospodarce opartej na wiedzy, dużą rolę w działalności odgrywa kapitał ludzki, który można określić jako wiedzę, umiejętności i kreatywność pracowników przedsiębiorstwa⁶². Działalność spółek z sektora mediów społecznościowych jest oparta głównie na zasobach niematerialnych⁶³, za które uznaje się m.in. ww. kapitał⁶⁴. Aby zminimalizować ww. ryzyka, spółki z tego sektora zatrudniają najlepszej klasy specjalistów. Świadczy o tym wysokość średniej pensji w spółce Facebook, która jest ponad 30% wyższa od średniej stanu Kalifornia⁶⁵. O potencjale intelektualnym spółki Facebook świadczą również koszty kategorii „*Research and development*”, które stanowią 29% kosztów operacyjnych⁶⁶, podczas gdy spółka General Motors, w 2019 roku, nie wydała żadnych środków na działalność w tym zakresie⁶⁷.

⁵⁸R. Rębilas, *Inwestycje przedsiębiorstw i źródła ich finansowania. Teoria i praktyka*, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza, 2012, s. 26.

⁵⁹A.V Ramzeen, *72 Facebook Acquisitions – The Complete List*, <https://www.techwyse.com/blog/infographics/facebook-acquisitions-the-complete-list-infographic/>, (dostęp: 10.02.2020 r.).

⁶⁰Twitter – *Acquisitions*, https://www.crunchbase.com/organization/twitter/acquisitions/acquisitions_list, (dostęp: 10.02.2020 r.).

⁶¹General Motors – *Acquisitions*, https://www.crunchbase.com/search/acquisitionsfield/organizations/num_acquisitions/general-motors, (dostęp: 11.02.2020 r.).

⁶²K. Kuźniar, *Kapitał ludzki jako podstawa sukcesu nowoczesnego przedsiębiorstwa*, Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, b. r., Wrocław, s. 129, http://mikroekonomia.net/system/publication_files/243/original/11.pdf?1314948749, (dostęp: 10.02.2020 r.).

⁶³Sprawozdanie finansowe spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r., s. 73.

⁶⁴K. Kuźniar, *Kapitał ludzki jako podstawa sukcesu nowoczesnego przedsiębiorstwa*, Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, b. r., Wrocław, s. 127, http://mikroekonomia.net/system/publication_files/243/original/11.pdf?1314948749, (dostęp: 10.02.2020 r.).

⁶⁵A. Cain, *How Facebook Decides an Employee's Salary*, <https://www.inc.com/business-insider/how-facebook-decides-employee-salary-earnings-how-much-money-pays-formula.html>, (dostęp: 10.02.2020 r.) oraz B. Geier, *The Average Salary in California*, <https://smartasset.com/retirement/average-salary-in-california>, (dostęp: 10.02.2020 r.).

⁶⁶Ibidem.

⁶⁷General Motors Company Common Stock (GM) Financials, <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gm/financials>, (dostęp: 10.02.2020 r.).

Aby ocenić działalność finansową podmiotu, przedstawia się przekrój kapitałów spółki Facebook Inc. oraz podmiotów z innych sektorów gospodarki w celu porównawczym. Takie ujęcie pozwala na ukazanie różnicy pomiędzy strukturą kapitału, a w konsekwencji kosztem kapitału, spółek z sektora mediów społecznościowych, a strukturą kapitału biznesów opierających się na bardziej tradycyjnym sposobie działalności np. działalności produkcyjnej. Strukturę kapitałów spółki Facebook prezentuje Tabela 1.1.

Tabela 1.1. Struktura kapitałów spółki Facebook Inc. (w mln USD)

Pozycja\Rok	2018	2017	2016
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	\$13 207,00	\$10 177,00	\$5 767,00
Kapitał własny	\$84 127,00	\$74 347,00	\$59 194,00
Kapitały ogółem	\$97 334,00	\$84 524,00	\$64 961,00
Udział kapitałów własnych	86%	88%	91%
Koszt kapitału na dzień 12.02.2020	9,77%		

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki za rok 2018 i 2017 i statystyk GuruFocus, źródło: <https://investor.fb.com/financials/>, <https://www.gurufocus.com/term/wacc/NAS:FB/WACC-/Facebook>, (dostęp: 12.02.2020 r.).

Dla porównania przedstawia się strukturę kapitału przedsiębiorstw z innych sektorów gospodarki w Tabeli 1.2.

Tabela 1.2. Struktura kapitałów przykładowych amerykańskich spółek giełdowych (w mln USD)

Pozycja\Nazwa podmiotu	General Motors	Coca-cola
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	\$184 562,00	\$64 158,00
Kapitał własny	\$42 777,00	\$19 058,00
Kapitały ogółem	\$227 339,00	\$83 216,00
Udział kapitałów własnych	19%	23%
Koszt kapitału na dzień 12.02.2020	3,27%	3,26%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek za rok 2018 i statystyk GuruFocus. Źródło: <https://finance.yahoo.com/quote/GM/balance-sheet/>, <https://finance.yahoo.com/quote/KO/balance-sheet?p=KO>, <https://www.gurufocus.com/term/wacc/NYSE:GM/WACC-/General-Motors>, <https://www.gurufocus.com/term/wacc/NYSE:KO/WACC-/Coca-Cola>, (dostęp: 12.02.2020 r.).

R. Ranosz, wskazuje, że koszt kapitału zależy od jego struktury. Dzięki wykorzystaniu dźwigni finansowej, a także tarczy podatkowej kapitał obcy jest tańszy, w związku z czym

wartość podmiotu zasilanego kapitałem obcym jest większa od analogicznego przedsiębiorstwa finansowanego wyłącznie kapitałem własnym⁶⁸.

Według M. Golec i E. Wrońskiej-Bukalskiej, proces IPO zwiększa wartość księgową akcji, które finansują działalność spółki⁶⁹. Biorąc pod uwagę duże kapitalizacje spółek z sektora mediów społecznościowych wchodzących na giełdę i ich strukturę kapitałową należy sądzić, że cechują się one wysokim kosztem kapitału, w porównaniu do hipotetycznej sytuacji niskich kapitalizacji giełdowych oraz większego udziału kapitałów obcych w finansowaniu działalności gospodarczej. Takie podejście do działalności finansowej, tzn. preferowanie kapitałów własnych zamiast obcych, powoduje niewykorzystanie efektu dźwigni finansowej w kreowaniu zysku netto oraz zwiększenie stopy dyskontowej w modelu wyceny przedsiębiorstwa. Na podstawie podanych wcześniej nośników wartości, należy uznać, że oba zjawiska w konsekwencji prowadzą do obniżenia wartości przedsiębiorstwa.

Po uwzględnieniu informacji podanych w niniejszym rozdziale należy stwierdzić, że model biznesowy spółek z sektora mediów społecznościowych ma wpływ na jego wartość, poprzez kształtowanie nośników, które zostały scharakteryzowane w pierwszym podrozdziale. Najważniejszymi determinantami modelu biznesowego, mającymi wpływ na wartość podmiotów z sektora mediów społecznościowych są:

- potrzeba gromadzenia dużej liczby użytkowników, a co za tym idzie ilości reklamodawców gotowych zapłacić za reklamę na portalu
- ryzyko związane z groźbą nowych wejść, ze względu na dynamiczne otoczenie przedsiębiorstwa
- potrzeba wysokich nakładów na kapitał ludzki i technologie, które są niezbędne w celu kreacji przewagi konkurencyjnej
- istotna rola aktywów niematerialnych w działalności spółek
- sposób finansowania działalności, przejawiający się w dużym udziale kapitału własnego

⁶⁸R. Ranoż, *Analiza struktury i kosztu kapitału w przedsiębiorstwach górniczych*, „Gospodarka surowcami mineralnymi” Nr 33, 2017, s. 79, [cyt. za:] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2001.

⁶⁹M. Golec, E. Wrońska- Bukalska, *Wycena kapitału własnego w procesie IPO*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” Nr 198 cz.2, 2014, s. 31-33.

To, czy podane model biznesowy, a zwłaszcza jego determinanty, w połączeniu z działaniem otoczenia przedsiębiorstwa, rzeczywiście mają wpływ na wartość i sposób wyceny przedsiębiorstwa zostanie wykazany w dalszej części pracy, która będzie polegać na przykładowym, praktycznym przypadku wyceny.

II. Analiza fundamentalna spółki Facebook Inc.

2.1. Charakterystyka spółki i jej otoczenia

W poprzednim rozdziale zostało omówione szczególne znaczenie decyzji menedżerów w obszarze kreowania wartości podmiotu. Wiadomo już, że poprzez swoje działania zarządzający organizacją mają wpływ na nośniki wartości przedsiębiorstwa. Aby poprawnie oszacować wartość podmiotu należy więc określić możliwe decyzje zarządu odnośnie kierunku rozwoju spółki. Odnalezienie źródeł hipotetycznych decyzji umożliwi analiza fundamentalna, która przedstawia zarówno sytuację finansowo-ekonomiczną badanego przedsiębiorstwa, jak i jego położenie społeczno-ekonomiczne⁷⁰.

Niniejsza analiza zostanie podzielona na dwie części, a mianowicie analizę finansową i poprzedzającą analizę otoczenia podmiotu. Jednakże, aby rozpocząć analizę fundamentalną koniecznej jest przedstawienie charakterystyki spółki. Jako punkt odniesienia do opisu charakterystyki spółki giełdowej zostanie wykorzystana charakterystyka grupy Tauron autorstwa J. Górnej⁷¹.

Według Better Business Bureau, organizacji non-profit powołanej w celu dbania o poziom konkurencyjności rynku w 1912 roku, Facebook Incorporate jest spółką, założoną 02.03.2004 r. i posiadającą siedzibę w Menlo Park w Kalifornii. Na czele spółki, jako prezes zarządu, stoi Mark Zuckerberg⁷². Spółka Facebook posiada w swojej ofercie pięć produktów. Są nimi platforma Facebook, aplikacja mobilna Instagram, komunikatory internetowe Whatsapp i Messenger oraz platforma rozszerzonej rzeczywistości Oculus⁷³. Misją spółki jest umożliwienie kontaktu między ludźmi za pomocą urządzeń elektronicznych połączonych siecią

⁷⁰A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, 2016, s. 7.

⁷¹J. Górna, *Wycena Grupy Kapitałowej Tauron Polska Energia*, [w:] M. Panfil (red.), A. Szablewski (red.), *Wycena spółek z WIG30*, Poltext, 2014, Warszawa, s. 102.

⁷²Informacje na temat spółki Facebook Inc., <https://www.bbb.org/us/ca/menlo-park/profile/social-media-marketing/facebook-1116-385674t>, (dostęp: 28.03.2020 r.).

⁷³Sprawozdanie finansowe spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019, s. 7.

Internet, w związku z tym należy ją sklasyfikować do sektora mediów społecznościowych⁷⁴. Model biznesowy podmiotu prawie w całości oparty jest na udostępnianiu miejsca na reklamy w swoich produktach, a głównymi celami inwestycyjnymi spółki są wysokie technologie np. sztuczna inteligencja⁷⁵, mająca wspierać osiąganie przychodów z tytułu wyświetlania reklam⁷⁶. Inwestycje realizowane są często w postaci przejmowania podmiotów posiadających technologie niezbędne dla spółki.

W analizie, na której wzorowane jest rozpoznanie sytuacji spółki Facebook Inc. można także znaleźć najważniejsze daty dotyczące historii działalności spółki, jednakże w przypadku niniejszej pracy zostały one przedstawione w rozdziale pierwszym i nie ma potrzeby ich powielania. Autorka przykładowej wyceny spółki proponuje przedstawić akcjonariat badanego podmiotu, Strukturę własnościową spółki Facebook Inc., gdzie większością są inwestorzy instytucjonalni, prezentuje Tabela 2.1. Wartość akcji podana jest w milionach USD.

Tabela 2.1. Struktura własnościowa akcji spółki Facebook na dzień 14.04.2020 r.

Kategoria inwestorów\Charakterystyka	Udział (%)	Ilość akcji	Wartość akcji
Inwestorzy instytucjonalni	77,54%	9 867 303	1724,706
Inwestorzy indywidualni	22,46%	2 858 133	499,573
Razem	100%	12 725 436	2224,279

Źródło: <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/fb> (dostęp: 14.04.2020 r.).

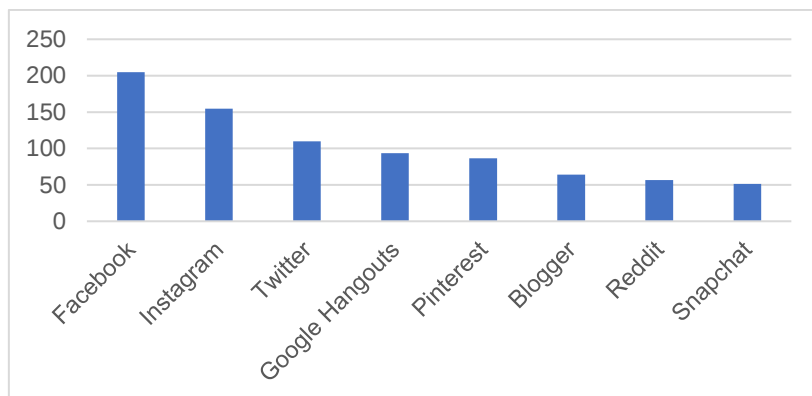
W Rozdziale I zostało poruszone, jako że najważniejszą przesłanką pozwalającą na uzyskanie wysokich przychodów, utrzymania pozycji rynkowej lub jej umocnienia jest osiągnięcie wysokiej liczby użytkowników. W przedstawieniu spółki warto zatem wspomnieć o liczbie użytkowników produktów spółki. Na rynku amerykańskim, który brany jest pod uwagę z punktu widzenia analizy podmiotu w niniejszej pracy, spółka Facebook Inc. jest liderem sektora ze względu na liczbę użytkowników, a jej produkty pod markami Facebook i Instagram są największymi portalami społecznościowymi w Stanach Zjednoczonych. Porównanie do podmiotów konkurencyjnych przedstawia Rys 2.1.

⁷⁴Ibidem, s. 7.

⁷⁵Ibidem, s. 7.

⁷⁶J. Markman, Facebook AI Research Is a Game- Changer, <https://www.forbes.com/sites/jonmarkman/2019/07/28/facebook-ai-research-is-a-game-changer>, (dostęp: 14.04.2020 r.).

Rys 2.1. Ilość użytkowników portali społecznościowych na rynku amerykańskim w 2018 r. (w mln osób)



Źródło: <https://www.statista.com/statistics/247597/global-traffic-to-leading-us-social-networking-sites/> (dostęp: 28.03.2020 r.).

Analiza makrootoczenia

Do analizy makrootoczenia spółki Facebook Incorporate, czyli czynników zewnętrznych na które podmiot nie ma wpływu, zostanie wykorzystana analiza PEST, która pozwoli przedstawić otoczenie dalsze badanej spółki w wymiarach *ekonomicznym*, *polityczno-prawnym*, *technologicznym* i *społeczno-kulturowym*⁷⁷.

Według A. Chafuena, redaktora magazynu Forbes, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju prognozuje najniższy od czasów recesji w latach 2008- 2009 wskaźnik wzrostu PKB Stanów Zjednoczonych. Wskaźnik ten w 2020 r. ma wynieść około 3%. Według eksperta prognozowane spowolnienie odzwierciedla działania Banku Centralnego i nastroje związane z wyborami na urząd prezydenta Stanów Zjednoczonych. A. Chaufen przekonuje jednak, że najsilniejsze gospodarki świata, w tym gospodarka Stanów Zjednoczonych, będą w stanie przetrwać to spowolnienie w sposób łagodny⁷⁸. Według danych Banku Światowego inflacja światowa w ujęciu rocznym rośnie, jednak w wolnym tempie, co może świadczyć o względnej stabilności światowych gospodarek⁷⁹. Dane ww. instytucji wskazują także na malejące bezrobocie, które utrzymuje się na podobnym poziomie w latach 2018- 2019⁸⁰. Stabilne tempo

⁷⁷K. Klincewicz, Organizacja i otoczenie, [w:] J. Bogdanienko (red.), Organizacja i zarządzanie w zarysie, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2010, s.77.

⁷⁸A. Chaufen, *The US Economy in 2020: Data Paint An Unclear Picture*, <https://www.forbes.com/sites/alejandrochafuen/2020/01/01/the-us-economy-in-2020-data-paint-an-unclear-picture/#5c65d3e7534b>, (dostęp: 14.04.2019 r.).

⁷⁹Dane Banku Światowego, https://data.worldbank.org/indicator/fp.cpi.totl.zg?name_desc=true, (dostęp: 14.04.2020 r.).

⁸⁰Dane Banku Światowego, https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?name_desc=true, (dostęp: 14.04.2020 r.).

inflacji i spadające globalne bezrobocie jest dobrym prognostykiem dla spółki, ponieważ jej kondycja zależy w dużej mierze od kondycji jej reklamodawców, a ta polepsza się w sytuacji stabilnej i pewnej gospodarki. Znaczenie dla rynku ma także pandemia wirusa SARS-COVID-19. Międzynarodowy Fundusz Walutowy przewiduje, że z powodu pandemii ponad 170 państw świata dozna skutków recesji gospodarczej⁸¹. Nie jest to dobry prognostyk dla badanej spółki, bowiem model biznesowy zakładający czerpanie zysków z reklam może zawieść przy spadającej koniunkturze gospodarczej, podczas której podmioty będą starały się ograniczać wydatki na reklamę. Jednakże, brak jest pewnych danych odnośnie przyszłej sytuacji związanej z pandemią wirusa, co zmusza do przyjęcia wniosku pierwszego i założeniu scenariusza delikatnej recesji, na którą Stany Zjednoczone i Europa Zachodnia, które mają największy udział w przychodach badanej spółki, będą w znaczącym stopniu odporne.

W najbliższym czasie, najważniejszym aspektem otoczenia polityczno-prawnego dla spółek mediów społecznościowych będzie wprowadzanie tzw. „podatku od gigantów technologicznych”. Głównymi orędownikami za zmianami w prawie podatkowym są państwa Unii Europejskiej. Zwolennicy podatku utrzymują, że przychody spółki powinny zostać opodatkowane zgodnie z krajem zamieszkania użytkowników, którzy poprzez wyświetlanie reklam w serwisie zapewniają spółce przychody. W ostatnim czasie ww. podatek wprowadziła m.in. Francja, która opodatkowuje przychody stawką 3% dla każdego przedsiębiorstwa o rocznym przychodach wyższych od 750 milionów euro i przychodami ze sprzedaży internetowej o wartości większej od 25 milionów euro na terenie Francji. Wprowadzenie nowego obciążenia fiskalnego planują także Włochy, Wielka Brytania, Austria, Hiszpania oraz Belgia⁸². Warto zauważyć, że w 2019 r. spółka osiągnęła w Europie prawie 17 miliardów dolarów przychodu⁸³. Zakładając średnią stawkę podatku w granicach 5% spółka byłaby zobligowana wpłacić na rzecz krajów europejskich niespełna 850 milionów dolarów.

Spółka była także uczestnikiem afery wizerunkowej związanej z wyciekiem danych użytkowników tzw. „Afera Cambridge Analytica”. W związku z tą aferą spółka w 2019 r.

⁸¹J. Cipiur. *MFW: ponad 170 państw zakończy 2020 rok ze spadkiem PKB per capita w wyniku Covid-19*, <https://alebank.pl/mfw-ponad-170-panstw-zakonczy-2020-rok-ze-spadkiem-pkb-per-capita-w-wyniku-covid-19/>, (dostęp 14.04.2020 r.)

⁸²W. Horobin, A. White, *How 'Digital Tax' Plans in Europe Hit U.S. Tech*, https://www.washingtonpost.com/business/how-digital-tax-plans-in-europe-hit-us-tech/2019/12/02/f357b0aa-1558-11ea-80d6d0ca7007273f_story.html, (dostęp: 15.04.2020 r.).

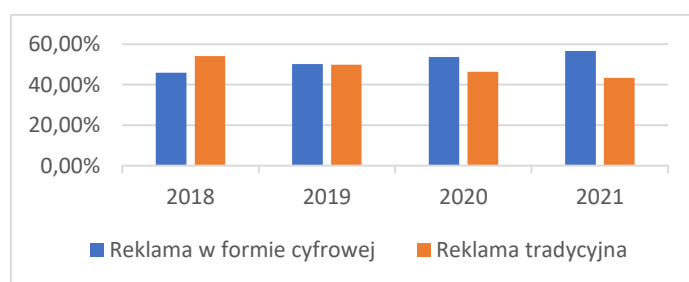
⁸³Nota 2. sprawozdania finansowego spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019.

została zobowiązana do zapłacenia kary w wysokości 5 miliardów dolarów, a także wprowadzenia nowych zasad bezpieczeństwa i prywatności⁸⁴.

W rozdziale I zostało podkreślone, że za sukcesem spółek o modelu biznesowym Facebooka stoi rozwój technologii i Internetu. Poprzez inwestycje w wysokie technologie spółka jest motorem napędowym dzisiejszej technologii, a także wyznacza w niej trendy. W charakterystyce spółki zostało przedstawione, jako że podmiot skupia się na rozwoju sztucznej inteligencji, aby oferować swoim odbiorcom lepsze produkty. Według J. J. Bryson, uczenie maszynowe i sztuczna inteligencja mogą zrewolucjonizować świat, poprzez możliwość rozwiązywania złożonych problemów za pomocą komputerów⁸⁵. Aktywne działania spółki w tym wymiarze świadczą o przygotowywaniu się na postępującą erę cyfryzacji i aktywniejszą walkę o pozycję rynkową wśród technologicznych gigantów.

Następujące przemiany w sposobach pozyskiwania informacji, co jest czynnikiem społeczno-kulturowym, stwarzają dla spółki nowe szanse. Według P. Hiltina zwiększa się użycie technologii wśród społeczeństwa. W 2018 r. prawie 70% dorosłych Amerykanów używało platform społecznościowych, a niespełna 90% sieci Internet. Dane o użyciu telefonów komórkowych, wskazują, że użytkuje je prawie całe społeczeństwo Stanów Zjednoczonych⁸⁶. Takie tendencje w użyciu technologii wśród społeczeństw powodują zmiany w strukturze rynku reklamy. Z roku na rok zwiększa się znaczenie reklamy wirtualnej. Relację udziału reklamy wirtualnej i reklamy tradycyjnej w rynku prezentuje Rys. 2.2.

Rys. 2.2. Udział w rynku poszczególnych typów reklamy (w %)



Źródło: <https://www.statista.com/statistics/247597/global-traffic-to-leading-us-social-networking-sites/> (dostęp: 28.03.2020 r.).

⁸⁴M. Nunez, *FTC Slaps Facebook With \$5 Billion Fine, Forces New Privacy Controls*, <https://www.forbes.com/sites/mnunez/2019/07/24/ftcs-unprecedented-slap-fines-facebook-5-billion-forces-new-privacy-controls/#433e24945668>, (dostęp: 15.04.2020 r.).

⁸⁵J. J. Bryson, *The future of AI's impact on society*, MIT Technology Review, <https://www.technologyreview.com/2019/12/18/102365/the-future-of-ai-impact-on-society/>, (dostęp: 15.04.2020 r.).

⁸⁶P. Hiltin, *Internet, social media use and device ownership in U.S. have plateaued after years of growth*, <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2018/09/28/internet-social-media-use-and-device-ownership-in-u-s-have-plateaued-after-years-of-growth/>, (dostęp: 15.04.2020 r.).

Analiza sektora

Według M. Wodzińskiej, Analiza pięciu sił Portera pozwala na lepsze zrozumienie strategii działania oraz otoczenia bliższego badanej spółki i polega na rozpoznaniu sił oddziałujących na przedsiębiorstwo⁸⁷. Siły te można podzielić następująco⁸⁸:

- Intensywność rywalizacji w sektorze, które wyraża się ilością konkurentów i ich siłą oddziaływania na badaną spółkę.
- Siła przetargowa nabywców, to siła z jaką nabywcy mogą oddziaływać na organizację, wyrażoną poprzez liczbę nabywców i ich skłonność do korzystania z produktu.
- Siła przetargowa dostawców jest siłą, na którą wpływ mają liczba, rodzaj i znaczenie dostawców na rynku, rozumiane jako możliwość negocjacji ceny i innych warunków przeprowadzanych transakcji.
- Groźba nowych wejść, wyrażona poprzez możliwość do pojawienia się na rynku produktów o bardzo podobnych lub identycznych właściwościach. Konieczne jest więc określenie barier wejścia na rynek i to jak przedsiębiorstwo się przed nimi zabezpiecza. Do barier wejścia można zaliczyć m.in. patenty i licencje, koncesje, potrzeba dużych nakładów niezbędnych do rozpoczęcia działalności, nasilenie efektu skali.
- Zagrożenie ze strony substytutów, rozumiane jako możliwość zamiany dobra wytwarzanego przez organizację na dobro o podobnym, lecz nie identycznym charakterze.

W celu zwięzłego przedstawienia niezbędnych danych, Analiza Pięciu Sił Portera zostanie ujęta w formie tabeli. Tabela 2.2. jest połączeniem dwóch analiz przygotowanych przez ekspertów z portalu Forbes⁸⁹ i Investopedia⁹⁰ oraz informacji ujętych w sprawozdaniu finansowym spółki⁹¹.

⁸⁷M. Wodzińska, *Wycena Grupy TVN*, [w:] M. Panfil (red.), A. Szablewski (red.), *Wycena spółek z WIG30*, Poltext, Warszawa, 2014, s. 64.

⁸⁸K. Klincewicz, *Organizacja i otoczenie*, [w:] J. Bogdanienko (red.), *Organizacja i zarządzanie w zarysie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2010, s. 83-86.

⁸⁹Facebook Through The Lens Of Porter's Five Forces, <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2014/11/28/facebook-through-the-lens-of-porters-five-forces/#7756923f7dd3>, (dostęp: 15.04.2020 r.).

⁹⁰R. A. Butler, *Analyzing Porter's 5 Forces on Facebook (FB)*, <https://www.investopedia.com/articles/markets/111615/analyzing-porters-5-forces-facebook.asp>, (dostęp: 15.04.2020 r.).

⁹¹Sprawozdanie finansowe spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r., s. 7-37.

Tabela 2.2. Siły konkurencyjne i ich cechy dla spółki Facebook Inc.

Nazwa siły i jej cechy
Intensywność rywalizacji w sektorze
Bezpośrednimi konkurentami przedsiębiorstwa są podmioty oferujące inne produkty społecznościowe oraz reklamę internetową.
Konkurentami pośrednimi spółki są podmioty oferujące inne sposoby komunikacji np. producenci smartfonów.
Konkurentami przedsiębiorstwa są zarówno korporacje, jak i niszowe podmioty.
W sektorze panuje silna rywalizacja.
Duże znaczenie ma demografia użytkowników poszczególnych aplikacji np. wiek.
Sposobem budowania przewagi konkurencyjnej jest innowacja.
Sila przetargowa nabywców
Klientami spółki są zarówno użytkownicy, jak i przedsiębiorstwa.
Obie grupy posiadają dużą liczbę alternatyw.
Dla użytkownika zmiana platformy nie wiąże się z poniesieniem kosztów.
Sila przetargowa nabywców
Dostawcami spółki są przedsiębiorstwa oferujące szeroko pojęte usługi informatyczne.
Spółka posiada duży kapitał i jest finansowo na pozycji uprzywilejowanej wobec dostawców.
Liczba dostawców jest jednak ograniczona.
Spółka opiera swoje funkcjonowanie na sieci Internet, a zaburzenia w jej funkcjonowaniu mogą powodować wymierne straty finansowe.
Groźba nowych wejść
Sektor charakteryzuje się niskimi barierami wejścia.
Jedynymi wysokimi nakładami wymaganymi w początkowych fazach działalności są wydatki związane z marketingiem.
Duże podmioty starają się przejmować mniejsze podmioty mogące w przyszłości stanowić zagrożenie.
Zagrożenie ze strony substytutów
Istnieją również media społecznościowe profilowane np. portale "gamingowe", które mogą zrzęcać użytkowników ze względu na ich zainteresowania.
Potencjalni użytkownicy korzystają także z mediów tradycyjnych np. klasyczne telefony komórkowe.
Duża liczba konkurentów pośrednich oferuje w swoich produktach rozwiązania społecznościowe np. iMessage firmy Apple.

Opracowanie własne na podstawie danych Forbes, Investopedia i Facebook Inc. Źródło: Sprawozdanie finansowe spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019,
<https://www.investopedia.com/articles/markets/111615/analyzing-porters-5-forces-facebook.asp>,
<https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2014/11/28/facebook-through-the-lens-of-porters-five-forces/#7756923f7dd3>, (dostęp: 14.04.2020 r.).

Tak zaprezentowane dane pozwalają na stworzenie modelu SWOT dla analizowanego podmiotu, dzięki któremu możliwe jest stworzenie scenariuszy możliwych działań spółki. O konieczności podejścia scenariuszowego do analizy działalności gospodarczej mówi N. Grzenkowicz, według którego podejście scenariuszowe jest niezbędne ze względu na trudność oszacowania jedynej, prawdopodobnej sytuacji podmiotu w warunkach turbulentnego otoczenia i silnie rozwiniętej gospodarki rynkowej⁹². Scenariusze można potraktować jako opisy zjawisk, w tym wypadku gospodarczych, ukształtowanych w pewien spójny obraz przyszłej rzeczywistości⁹³.

W pierwszym rozdziale założone zostało, jako że model biznesowy podmiotu jest efektem strumienia decyzji kadry zarządzającej. Tworząc więc scenariusze przyszłej rzeczywistości, a następnie na ich podstawie estymując związane z nimi przepływy pieniężne i inne wielkości finansowe, możliwe jest określenie przyszłej wartości podmiotu, ukazując w procesie wyceny istotność i wpływ danych decyzji na ten proces.

Do tworzenia modeli w trzecim rozdziale niniejszej pracy zostaną użyte dane z zaprezentowanej w Tabeli 2.3. macierzy SWOT oraz rozszerzona koncepcja badania strategii przedsiębiorstwa o nazwie TOWS/SWOT, która ilościowo i dynamicznie wskazuje na odpowiedni model strategii, biorąc pod uwagę powiązania pomiędzy danymi siłami, słabościami, szansami i zagrożeniami⁹⁴.

Tabela 2.3. Macierz SWOT dla spółki Facebook Inc.

Czynniki zewnętrzne
Szanse
Rosnąca liczba użytkowników Internetu
Popularność komunikacji przez Internet
Priorytet rozwoju technologicznego w gospodarce rynkowej
Wzrost zapotrzebowania na usługi świadczone przez spółkę
Wzrost rynku reklamy wirtualnej
Zagrożenia
Możliwe problemy z infrastrukturą
Możliwy nagły odpływ reklamodawców
Możliwy nagły odpływ użytkowników

⁹²N. Grzenkowicz, *Planowanie w przedsiębiorstwie*, [w:] J. Kowalczyk (red.), *Biznesplan*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016, s. 16.

⁹³K. Daszyńska-Żygadło, *Podejście scenariuszowe w zarządzaniu ryzykiem*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, sectio H, VOL. XLVI, 4, Lublin, 2012, s. 76.

⁹⁴K. Obłój, *Strategia Organizacji*, wyd. III, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2014, s. 279.

Prawdopodobna recesja gospodarcza
Określenie stopy podatku od gigantów technologicznych na zbyt wysokim poziomie
Czynniki wewnętrzne
Sily
Pozycja lidera sektora
Wysokie nakłady na inwestycje
Długie istnienie na rynku
Uznany model biznesowy
Duże możliwości sprzedażowe
Słabości
Możliwość wolniejszej reakcji na zmiany z powodu wielkości podmiotu
Brak wystarczającej dbałości o dane użytkowników według opinii publicznej np. afera Cambridge Analytica
Zbyt mała dywersyfikacja produktowa
Produkt może być łatwo naśladowany
Kondycja produktów zależna od mody

Opracowanie własne na podstawie historii firmy oraz analizy jej otoczenia.

2.2. Analiza finansowa cz. 1- analiza sprawozdania finansowego

K. Pasula, wskazuje na znaczenie analizy finansowej podmiotu jako środka umożliwiającego poprawną ocenę wydajności decyzji finansowych podejmowanych przez kierownictwo badanego podmiotu, poprzez prezentację danych wielkości finansowych wraz z ich powiązaniem przyczynowo- skutkowymi⁹⁵. Również P. Pomykański uważa analizę finansową za ważne źródło wiedzy o finansach przedsiębiorstwa dla potencjalnych inwestorów i analityków. Dodatkowo opisuje on analizę finansową jako pochodną analizy sprawozdań finansowych, uwzględniając elementy estymacji przyszłych wielkości ekonomicznych⁹⁶. P. Zaniewski, dzieli analizę finansową, dla potrzeb wyceny metodą dochodową, na analizę sprawozdania finansowego oraz analizę wskaźnikową⁹⁷.

Wycena spółki, która zostanie dokonana w rozdziale III. powinna być poparta dogłębnym badaniem sytuacji finansowej podmiotu, tak aby estymowane nośniki wartości

⁹⁵K. Pasula, *Analiza fundamentalna Indykpolu S. A. jako przykład wyceny aktywów biologicznych według kosztu historycznego*, „Studia Ekonomiczne - Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” nr 341, 2017, s. 286.

⁹⁶P. Pomykański, *Zarys analizy finansowej*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 17-19.

⁹⁷P. Zaniewski, *Wycena Grupy Kapitałowej Telekomunikacja Polska (Orange Polska)*, [w:] M. Panfil (red.), A. Szablewski (red.), *Wycena spółek z WIG30*, Poltext, Warszawa, 2014, s. 84- 90.

przedsiębiorstwa miały jak największe pokrycie w decyzjach podjętych przez zarząd spółki, a także były spójne z jej realną sytuacją na rynku. Dzięki analizie finansowej poznane zostaną możliwości organizacji, co do dalszej aktywności i ekspansji oraz efektywność gospodarki finansowej podmiotu, która poprzez kreowanie konkretnych wielkości finansowych ma wpływ na jego wartość⁹⁸. W tym celu, w analizie zostaną zawarte następujące treści:

- analiza sprawozdań finansowych za lata finansowe 2015-2019
- analiza wskaźnikowa

Analiza sprawozdań finansowych (analiza wstępna)

W analizie sprawozdania finansowego autor posłuży się przykładem analizy Grupy TVN stworzonej przez M. Wodzińską dla celów wyceny ww. podmiotu metodą dochodową⁹⁹. Dane będą pochodziły z publikowanych przez spółkę corocznych sprawozdań finansowych¹⁰⁰. Mówiąc o sektorze, ma się na myśli spółki Facebook, Twitter, Snapchat, Pinterest tzn. bezpośrednich konkurentów, którzy działają w formie spółek akcyjnych na terytorium Stanów Zjednoczonych. Dane dotyczące konkurentów pochodzą z witryny yahoo.finance.com z dnia 11.04.2020 r.

Analiza przychodów

Według sprawozdań finansowych spółki Facebook, w każdym badanym roku, główne źródła jej przychodów stanowiły przychody z tytułu wyświetlania reklam. Z przyjętych zasad rachunkowości można dowiedzieć się natomiast, że do przychodów z innych źródeł spółka Facebook Inc. zalicza m.in. sprzedaż sprzętu komputerowego oraz pobór opłat prowizyjnych od dostawców zewnętrznego oprogramowania na potrzeby użytkowników portalu np. gier. Tabela 2.4. prezentuje strukturę przychodów w poszczególnych latach.

⁹⁸P. Pomykański, *Analiza sprawozdań finansowych*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 53.

⁹⁹M. Wodzińska, *Wycena Grupy TVN*, [w:] M. Panfil (red.), A. Szablewski (red.), *Wycena spółek z WIG30*, Poltext, Warszawa, 2014, s. 64, s. 66- 67.

¹⁰⁰Sprawozdania finansowe spółki Facebook Inc. za lata finansowe zakończone 31.12.2019 r., 31.12.2016 r. i 31.12.2017.

Tabela 2.4. Przychody spółki Facebook Inc. i ich struktura (w mln USD)

Kategoria\Rok	2019	2018	2017	2016	Średnia
Przychody z tytułu reklamy	69 655	55 013	39 942	26 885	47 874
Przychody z innych tytułów	1 042	825	711	753	833
Suma	70 697	55 838	40 653	27 638	41 433
Przychody z tytułu reklamy (%)	98,53%	98,52%	98,25%	97,28%	98,14%
Przychody z innych tytułów (%)	1,47%	1,48%	1,75%	2,72%	1,86%
Przychód w stosunku roku poprzedniego	126,61%	137,35%	147,09%	223,95%	158,75%
Udział w przychodach sektora	91,68%	91,70%	91,44%	90,16%	91,25%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc. oraz danych konkurentów.

Tak zaprezentowane dane, pozwalają na pozytywną ocenę działań spółki w zakresie kreowania przychodów. Widoczne jest, że największy wzrost procentowy przychodów podmiot osiągnął w 2016 r. Jednakże, dla kolejnych lat ten wzrost sukcesywnie maleje. Nie powinno to jednak martwić, ponieważ można zaobserwować dalszy procentowy wzrost udziału spółki Facebook Inc. w przychodach dla branży ogółem, a biorąc pod uwagę pozycję spółki jako lidera sektora, dalszy wzrost przychodów na tym samym poziomie co w roku 2016 byłby niemożliwy¹⁰¹.

Analiza kosztów

W swoim sprawozdaniu finansowym spółka Facebook Inc. wyróżnia cztery główne rodzaje kosztów ponoszonych przez jednostkę, a mianowicie: koszty sprzedanych produktów, wydatki na prace rozwojowe, koszty sprzedaży, oraz koszty zarządu. Koszty wraz z kwotami ich poniesienia przedstawia Tabela 2.5.

Tabela 2.5. Koszty operacyjne spółki Facebook Inc. (w mln USD)

Kategoria kosztów\Rok	2019	2018	2017	2016	Średnia
Koszty sprzedanych produktów	12 770	9 355	5 454	3 789	7 842
Wydatki na prace rozwojowe	13 600	10 273	7 754	5 919	9 387
Koszty sprzedaży	9 876	7 846	4 725	3 772	6 555
Koszty zarządu	10 465	3 451	2 517	1 731	4 541
Koszty ogółem	46 711	30 925	20 450	15 211	28 324
Koszty w stosunku do roku poprzedniego	151,05%	151,22%	134,44%	129,98%	141,67%
Udział w kosztach sektora ogółem	84,69%	81,56%	73,63%	79,92%	79,95%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc. oraz danych konkurentów.

Na przestrzeni lat można zaobserwować szybszy wzrost kosztów w stosunku do roku poprzedniego od wzrostu przychodów z Tabeli 2. 3. Wynika to z dużych zmian w wysokości *kosztów sprzedanych produktów* oraz *kosztów zarządu* w stosunku do roku bazowego. Według

¹⁰¹A. Damodaran, *Wartość firmy. Storytelling i liczby*, tłum. B. Sałbut, Poltext, Warszawa, 2019, s. 140-147.

obliczeń koszty zarządu wzrosły o niespełna 505%, natomiast koszty sprzedanych produktów o 237% w stosunku do roku bazowego, czyli 2016 r. Do kosztów sprzedanych produktów, według sprawozdania finansowego spółki, zaliczamy koszty związane z wytworzeniem produktów oraz dostarczeniem ich do klienta, na którą składają się np. pensje programistów oraz technologów, a także wydatki związane z zapewnieniem infrastruktury technicznej. Natomiast do kosztów zarządu zaliczamy głównie pensje i usługi związane z zarządzaniem spółką np. koszty usług audytowych i księgowych. Niepokojącym wydaje się tempo wzrostu udziału kosztów spółki w kosztach sektora ogółem, pomimo, że wskaźnik ten jest niższy od udziału przychodów spółki w przychodach sektora ogółem.

Analiza zysku

W celu oddania jak najbardziej rzeczywistego obrazu i ograniczenia w niniejszej analizie oddziaływania czynników zewnętrznych, takich jak sytuacja na rynkach finansowych oraz sytuacja prawno- legislacyjna, zmienną interesującą w kontekście możliwości kreacji zysku przez spółkę oraz jej konkurencję jest zysk/strata z działalności operacyjnej. W Tabeli 2.6 zawarte są dane dotyczące zysku/straty z działalności operacyjnej dla spółki Facebook Inc. oraz przykładowych konkurentów.

Tabela 2.6. Zysk spółki Facebook Inc. i przykładowych konkurentów (w mln USD)

Kategoria\Rok	2019	2018	2017	2016	Średnia
Zysk z d. operacyjnej- Facebook	23 986	24 913	20 203	12 427	20 382
Zysk z d. operacyjnej (% do roku poprzedniego)	-3,72%	23,31%	62,57%	99,63%	45,45%
Zysk z d. operacyjnej - Twitter	366	453	4	-367	114
Zysk z d. operacyjnej - Snapchat	-1 103	-1 268	-3 486	-520	-1 594
Zysk z d. operacyjnej - Pinterest	-1 389	-75	-138	-	-400

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc. oraz danych konkurentów.

Możliwości, co do kreowania zysku przez spółkę są niepokojące. Pomimo kreowania zysku z działalności operacyjnej na wysokim poziomie w stosunku do przykładowych konkurentów, tempo wzrostu zysku operacyjnego maleje z roku na rok, aby spaść poniżej zera w roku 2019. Jest to ważna informacja z punktu widzenia estymacji przyszłych przepływów pieniężnych. Może się bowiem okazać, jako że spółka, poprzez swoją dominującą pozycję w sektorze, jest już na skraju możliwości zwiększania zysku operacyjnego, co w konsekwencji ma przełożenie na tempo i rozmiar kreacji dodatkowych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Świadczy o tym także spadek wzrostu przychodów rozpoznany powyżej.

Analiza aktywów

Biorąc pod uwagę, że w analizie bilansu nieprzetworzone dane liczbowe nie powiedzą wiele o sytuacji finansowej podmiotu, tabela 2.7. przedstawia stosunek danej pozycji aktywów do aktywów ogółem.

Tabela 2.7. Pozycje aktywów w stosunku do aktywów ogółem dla Facebook Inc.

Kategoria aktywów\Rok	2019	2018	2017	2016
Aktywa trwale, w tym:	50%	48%	43%	47%
Środki trwałe	26%	25%	16%	13%
Należności długoterminowe	7%	0%	0%	0%
Wartości niematerialne i prawne	1%	1%	2%	4%
Goodwill	14%	19%	22%	28%
Inne aktywa trwałe	2%	3%	3%	2%
Aktywa obrotowe, w tym:	50%	52%	57%	53%
Środki pieniężne w kasie i na rachunkach	14%	10%	10%	14%
Inwestycje w aktywa finansowe	27%	32%	40%	32%
Należności krótkoterminowe	7%	8%	7%	6%
RMK i inne aktywa obrotowe	1%	2%	1%	1%
Aktywa razem	100%	100%	100%	100%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc.

Dzięki analizie pionowej aktywów spółki możliwe jest rozpoznanie faktu, jako że w ciągu okresu istnienia podmiotu stosunek pomiędzy aktywami obrotowymi, a aktywami trwałymi spółki, dąży do wartości całkowitej, aby w roku 2019 ją osiągnąć. Świadczy to o średnim uelastycznieniu spółki wobec przyszłych zmian na rynku¹⁰². Wynika to z faktu zwiększania się udziału aktywów trwałych w aktywach ogółem. Zmniejsza się też znaczenie wartości niematerialnych i prawnych oraz wartości firmy w aktywach ogółem. W pozostałych pozycjach nie można zauważyć przełomowych lub niepokojących zmian. Według przyjętych zasad rachunkowości, do środków trwałych spółka zalicza urządzenia sieciowe, budynki, oprogramowanie komputerowe, aktywa leasingowane na podstawie leasingu finansowego oraz ulepszenia ww. pozycji. Wzrastające znaczenie środków trwałych w aktywach ogółem spowodowane jest najprawdopodobniej zwiększonymi inwestycjami badanego podmiotu, których poziom zostanie zbadany podczas analizy przepływów pieniężnych. Zmian w uelastycznieniu majątku, zmierzających do sytuacji z lat 2017 i 2016, można spodziewać się

¹⁰²W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005, s. 47.

w następnych latach, gdy podjęte hipotetyczne inwestycje, zaczną przynosić wymierne korzyści i zostaną odzwierciedlone w aktywach obrotowych spółki pod postacią środków pieniężnych i krótkoterminowych inwestycji finansowych.

Warto zbadać także tempo zmian dla poszczególnych pozycji aktywów podczas tzw. analizy poziomej bilansu. Takie zestawienie zawiera tabela 2.8.

Tabela 2.8. Tempo zmian aktywów w stosunku do roku poprzedniego dla Facebook Inc.

Kategoria aktywów\Rok	2019	2018	2017	2016
Aktywa trwale, w tym:	43%	30%	18%	10%
Środki trwałe	43%	80%	60%	51%
Należności długoterminowe	-	-	-	-
Wartości niematerialne i prawne	-31%	-31%	-26%	-22%
Goodwill	2%	0%	1%	1%
Inne aktywa trwale	7%	21%	63%	65%
Aktywa obrotowe, w tym:	31%	4%	41%	59%
Środki pieniężne w kasie i na rachunkach	90%	24%	-9%	81%
Inwestycje krótkoterminowe w aktywa finansowe	15%	-8%	64%	52%
Należności krótkoterminowe	25%	30%	46%	56%
RMK i inne aktywa obrotowe	4%	74%	6%	46%
Aktywa razem	37%	15%	30%	31%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc.

Patrząc w sposób syntetyczny, widać ogólny wzrost poziomu aktywów ogółem. Jest to pozytywny znak dla spółki, ponieważ wzrost tej wielkości świadczy o zwiększaniu się majątku przedsiębiorstwa. Można spostrzec także duży spadek dotyczący wartości niematerialnych i prawnych. Jednakże warto przy tym zauważyć, że wartości niematerialne i prawne są w bilansie spółki majątkiem stanowiący znikomy ułamek wśród aktywów ogółem tzn. stanowią poniżej 10% aktywów ogółem dla wszystkich lat, w związku z czym nawet niskie zmiany nominalne, w odniesieniu do całego majątku spółki, stanowią duży spadek/przyrost procentowy tej pozycji. Tak duży spadek ww. pozycji najprawdopodobniej spowodowany jest szybką utratą wartości przez te składniki, których okres przydatności, według noty 8. do sprawozdania finansowego z 31.12.2019, mierzony jest od około dwóch, do maksymalnie pięciu lat, a także zmianami w rachunkowości podmiotu, wyszczególnionych w sekcji „*Recently Adopted Accounting Pronouncements*”, które wprowadzają nowy model pomiaru amortyzacji. Brak wartości w należnościach długoterminowych spowodowany jest uwzględnieniem tej pozycji w bilansie spółki dopiero od 2019 roku. Widać także, że dużemu przyrostowi należności i inwestycji krótkoterminowych towarzyszy niższy przyrost środków pieniężnych i na odwrót.

Jest to naturalna konsekwencja przeznaczania nadwyżki środków pieniężnych na inwestycje i zwiększone działania sprzedażowe, których zwrot występuje w następnych okresach finansowych. Zmniejszenia w rozliczeniach międzyokresowych kosztów wiąże się prawdopodobnie ze zwiększeniem pozycji kosztów w rachunku zysków i strat dla 2019 r.

Analiza pasywów

Pasywa spółki zostaną zbadane w ten sam sposób, co aktywa spółki tzn. metodą pionową, jak i poziomą. Poziome przedstawienie zmian prezentuje Tabela 2.9.

Tabela 2.9. Pozycje pasywów w stosunku do pasywów ogółem dla Facebook Inc.

Kategoria pasywów\rok	2019	2018	2017	2016
Kapitał własny	75,8%	86,4%	88,0%	91,1%
Kapitał podstawowy	34,4%	44,1%	48,0%	58,8%
Odpis z zysku netto	-0,4%	-0,8%	-0,3%	-1,1%
Zyski zatrzymane	41,8%	43,1%	40,2%	33,4%
Zobowiązania krótkoterminowe	31,4%	13,6%	12,0%	8,9%
Z tytułu dostaw i usług wobec pozostałych jednostek	1,0%	0,8%	0,4%	0,5%
Z tytułu dostaw i usług wobec jednostek powiązanych	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%
Z tytułu leasingu	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Zobowiązania długoterminowe	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Z tytułu leasingu	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Inne zobowiązania	5,8%	6,4%	7,6%	4,5%
Rozliczenia międzyokresowe kosztów	8,8%	5,7%	3,4%	3,4%
Przychody przyszłych okresów	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Pasywa razem	120,1%	106,4%	107,6%	104,5%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc.

Dzięki powyższej tabeli możliwe jest stwierdzenie, że większość majątku spółki finansowana jest kapitałem własnym. Świadczy to o stabilności gospodarki finansowej spółki, jednakże, co zostało stwierdzone w Rozdziale I, odbiera szansę korzystania z dźwigni finansowej. Spółka dąży jednak do większego finansowania się kapitałem obcym, co jest zauważalne poprzez wzrost udziału długu w źródłach finansowania podmiotu. Jest to dobry prognostyk odnośnie kreowania wartości spółki, ponieważ pociąga za sobą spadek kosztu kapitału¹⁰³. Widać także,

¹⁰³Z. Dresler, *Struktura kapitału, a wartość firmy*, [w:] *Zarządzanie Finansami przedsiębiorstw- podstawy teorii*, J. Czekaj, Z. Dresler, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005, s. 91.

że następuje spadek wpływu kapitału podstawowego w źródłach finansowania majątku, poprzez wzrost znaczenia zysku. Wzrost zobowiązań z tytułu leasingu w 2019 r. jest spowodowany koniecznością ich zaprezentowania zgodnie z nowymi zasadami rachunkowości przyjętymi przez spółkę. Nie jest możliwe zidentyfikowanie pozycji dotyczących innych zobowiązań, ze względu na brak wyjaśnienia składowych tej pozycji w sprawozdaniu finansowym spółki. Tempo zmian pozycji pasywów badanej spółki prezentuje Tabela 2.10.

Tabela 2.10. Tempo zmian pasywów w stosunku do roku poprzedniego dla Facebook Inc.

Kategoria pasywów\rok	2019	2018	2017	2016
Kapitał własny	20,1%	13,2%	25,6%	33,9%
Kapitał podstawowy	6,9%	5,7%	6,2%	9,6%
Odpis z zysku netto	-35,7%	234,8%	-67,7%	54,5%
Zyski zatrzymane	32,7%	23,5%	56,9%	121,4%
Zobowiązania krótkoterminowe	114,5%	86,6%	30,8%	49,4%
Z tytułu dostaw i usług wobec pozostałych jednostek	66,2%	115,8%	25,8%	54,1%
Z tytułu dostaw i usług wobec jednostek powiązanych	63,8%	38,7%	39,3%	29,0%
Z tytułu leasingu	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu leasingu	-	-	-	-
Inne zobowiązania	25,1%	-3,5%	121,9%	-8,4%
Rozliczenia międzyokresowe kosztów	113,0%	90,5%	31,3%	52,0%
Przychody przyszłych okresów	83,0%	50,0%	8,9%	60,7%
Pasywa razem	37,0%	15,2%	30,1%	31,5%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc.

Analiza tempa zmian potwierdza wnioski wyciągnięte z analizy pionowej sprawozdania finansowego. Kapitał podstawowy rośnie w tempie niższym niż zyski zatrzymane, z czego wynika także ich stosunek do pasywów ogółem. Taka sama sytuacja obejmuje relację zobowiązań do kapitału własnego. Wszystkie pozycje zobowiązań krótkoterminowych rosną równomiernie w stosunku do innych pozycji, z wyjątkiem rozliczeń międzyokresowych kosztów, które odzwierciedlają wzrost prawdopodobnych kosztów w bieżącym okresie. Zwiększa się też tempo wzrostu przychodów przyszłych okresów. Można się więc spodziewać się wzrostu ogólnych przychodów w następnych latach, spowodowanych aktywowaniem tej pozycji. Jednakże powyższe przyrosty będą niewielkie z powodu małego znaczenia przychodów przyszłych okresów w pasywach spółki. Zobowiązania z tytułu leasingu nie prezentują tempa zmian, ze względu na prezentację ich w bilansie po raz pierwszy.

Analiza rachunku przepływów pieniężnych

Według W. Dębskiego analiza rachunku przepływów pieniężnych powinna skupiać się na opisanu jakie rodzaje działalności powodowały zmianę w stanie środków pieniężnych spółki. Ważne jest także przedstawienie powodów zmian w danych przepływach ¹⁰⁴. Niezbędne dane prezentuje tabela 2. 11. oraz 2. 12.

Tabela 2.11. Przepływy gotówkowe i zmiany w stosunku do roku poprzedniego dla Facebook Inc. (w mln USD)

Kategoria/rok	2019	2018	2017	2016
Zysk netto	18 485	2 112	15 934	10 217
Przepływy z działalności operacyjnej	36 314	29 274	24 216	16 108
Pozycja w stosunku do roku poprzedniego	24%	21%	50%	56%
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-19 864	-11 603	-20 118	-11 739
Pozycja w stosunku do roku poprzedniego	71%	-42%	71%	24%
Przepływy z działalności finansowej	-7 295	-15 751	-5 003	-373
Pozycja w stosunku do roku poprzedniego	-54%	215%	1241%	27%
Gotówka na początek okresu	10 124	8 204	9 109	4 907
Przepływy ogółem	9 155	1 920	-905	3 996
Gotówka na koniec okresu	19 279	10 124	8 204	8 903

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc.

¹⁰⁴W. Dębski, Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005, s. 68.

Tabela 2.12. Najważniejsze pozycje rachunku przepływów pieniężnych dla Facebook Inc.
(w mln USD)

Kategoria/rok	2019	2018	2017	2016
Wykup akcji własnych	4 202	12 879	1 976	0,00
Pozycja w stosunku do roku poprzedniego	-67%	552%	-	-
Zakup środków trwałych	15 102	13 915	6 733	4 491
Pozycja w stosunku do roku poprzedniego	9%	107%	50%	78%
Zakup aktywów finansowych	23 910	14 656	25 682	22 341
Pozycja w stosunku do roku poprzedniego	63%	-43%	15%	40%
Sprzedaż aktywów finansowych	9 565	12 358	9 444	13 894
Pozycja w stosunku do roku poprzedniego	-23%	31%	-32%	101%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc.

Tabela 2.11. uwidacznia wysoką zdolność podmiotu do kreowania przepływów pieniężnych. Jedynie w 2017 r. spółka osiągnęła ujemne przepływy ogółem, co było spowodowane licznymi wydatkami inwestycyjnymi, które głównie uwidaczniają się w bilansie pod postacią środków trwałych i krótkoterminowych inwestycji. Dzięki stale rosnący wydatkom inwestycyjnym, co pokazuje Tabela 2. 12., a co za tym idzie zwrotom związanym z ich poniesieniem, zwiększają się przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej w kolejnych latach działalności podmiotu. Dodatkowo, warto zwrócić uwagę na fakt przeznaczania przez badaną organizację dużych środków na zakup aktywów finansowych i lokowania w nich znacznej części wypracowanej nadwyżki finansowej. Najbardziej znaczącym wydatkiem spółki, związanym z działalnością finansową, jest wykup akcji własnych. Stąd też nagły wzrost tej pozycji z roku 2016 na rok 2017 w wysokości 552%. Według A. Rutkowskiego, może to świadczyć m.in. o chęci ustanowienia przez kierownictwo spółki efektywniejszej struktury kapitału¹⁰⁵. Takie działanie decydentów byłoby pożądane z punktu widzenia zwiększania wartości podmiotu i ma odzwierciedlenie w zmniejszaniu się znaczenia kapitału podstawowego w pasywach spółki ogółem.

2.3. Analiza finansowa cz. 2- analiza wskaźnikowa

M. Pawłowski, wskazuje, że analiza wskaźnikowa polega na ujęciu określonych pozycji sprawozdania finansowego w związki liczbowe, które w konsekwencji tworzą wskaźniki

¹⁰⁵A. Rutkowski, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, [w:] M. Postuła (red.), *Finanse firmy w decyzjach menedżerskich*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016, s. 307.

prezentujące różne obszary działalności gospodarczej danego podmiotu¹⁰⁶. Niniejsza analiza będzie opierała się na porównaniu w przestrzeni, to znaczy porównaniu wskaźników spółki do średnich wskaźników firm będących w tym samym sektorze, a także porównaniu w czasie, tak aby móc przewidzieć tendencję zmian we wskaźnikach, a tym samym danych wielkościach finansowych¹⁰⁷. Do analizy wybrane zostały tylko niektóre wskaźniki, które w najlepszy sposób oddają sytuację podmiotu. Źródłem wskaźników dla spółek Facebook¹⁰⁸, Twitter¹⁰⁹, Snap¹¹⁰ oraz Pinterest¹¹¹ jest portal internetowy GuruFocus.com, skupiający statystyki i dane liczbowe spółek giełdowych z całego świata. Wskaźnikami, które zostaną poddane analizie będą wskaźniki płynności finansowej, wskaźniki sprawności finansowej (zadłużenia), wskaźniki efektywności, wskaźniki rentowności, wskaźniki rynku kapitałowego (wartości rynkowej). Dla konkurentów została ustalona średnia dla badanych lat lub średnia z okresu krótszego, jeśli spółka rozpoczęła działalność w badanym okresie. Średnie ze wskaźników są prezentowane w każdej tabeli w kolumnie pod nazwą konkurenta.

Wskaźniki płynności finansowej wskazują na możliwości firmy do odpowiedniego regulowania zobowiązań handlowych¹¹². Wskaźniki płynności prezentuje Tabela 2.13.

Tabela 2.13. Wskaźniki płynności dla Facebook Inc. i konkurentów

Kategoria/Rok	2019	2018	2017	2016	Średnia	Twitter Inc.	Snap Inc.	Pinterest Inc.
bieżącej płynności	4,40	7,19	12,92	11,97	9,12	7,73	6,35	10,35

Opracowanie własne. Źródło: *GuruFocus.com*, (dostęp: 11.04.2020 r.).

Według P. Pomykalskiego, zbyt mała wartość wskaźnika bieżącej płynności (*current ratio*), może świadczyć o problemach spółki ze spłatą zobowiązań krótkoterminowych, jednocześnie jego wysoka wartość może oznaczać nieuzasadnione gromadzenie środków pieniężnych, co w konsekwencji prowadzi do obniżenia rentowności takich podmiotów, świadczącej o złej

¹⁰⁶M. Pawłowski, *Ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] M. Postuła (red.), *Finanse firmy w decyzjach menedżerskich*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016, s. 184, [cyt. za:] A. Rutkowski, *Finanse przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2007.

¹⁰⁷Ibidem, s. 184.

¹⁰⁸*Facebook Inc. Definitions- GuruFocus.com*, <https://www.gurufocus.com/term/pettm/FB/PERatiottm/Facebook-Inc>, (dostęp: 11.04.2020 r.).

¹⁰⁹*Twitter Inc. Definitions- GuruFocus.com*, <https://www.gurufocus.com/term/pettm/TWTR/PE-Ratiottm>, (dostęp: 11.04.2020 r.).

¹¹⁰*Snap Inc. Definitions- GuruFocus.com*, <https://www.gurufocus.com/term/pettm/SNAP/PE-Ratiottm>, (dostęp: 11.04.2020 r.).

¹¹¹*Pinterest Inc. Definitions- GuruFocus.com*, <https://www.gurufocus.com/term/pettm/PINS/PERatiottm/Pinterest>, (dostęp: 11.04.2020 r.).

¹¹²Z. Dresler, *Analiza sprawozdań finansowych*, [w:] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie Finansami przedsiębiorstw- podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005, s. 211.

gospodarce aktywami krótkoterminowymi¹¹³. Widać, że średnia dla spółki Facebook Inc. jest bliska średniej innych podmiotów z branży. Jednocześnie, jest możliwe wskazanie, że wartość wskaźnika spada w znaczącym tempie rok do roku, jednakże nadal pozostaje na wysokim poziomie, ponieważ aktywa obrotowe spółki przewyższają prawie 4,5 razy wartość zobowiązań krótkoterminowych spółki. Biorąc pod uwagę braku zapasów w aktywach spółki, a także fakt, że rozliczenie międzyokresowe kosztów stanowią mały odsetek aktywów ogółem, to działania w zakresie obniżania wartości tego wskaźnika należy uznać za pozytywne, ponieważ polepsza się gospodarka aktywami krótkoterminowymi przy braku zagrożenia niewypłacalnością.

Wskaźniki zadłużenia informują o strukturze finansowania działalności podmiotu, która wskazuje w jakim zakresie działalności dotyczy ryzyko kredytowe, mogące się objawiać zagrożeniem niewypłacalnością przy niekorzystnej sytuacji podmiotu lub możliwością użycia dźwigni finansowej w czasach korzystniejszej koniunktury dla danego biznesu¹¹⁴. Wskaźniki zadłużenia prezentuje Tabela 2.14.

Tabela 2.14. Wskaźniki zadłużenia dla Facebook Inc. i konkurentów

Kategoria/Rok	2019	2018	2017	2016	Średnia	Twitter Inc.	Snap Inc.	Pinterest Inc.
ogólnego zadłużenia	0,08	0,01	0,00	0,00	0,02	0,26	0,08	0,13
udziału zadłużenia w kapitale własnym	0,11	0,01	0,1	0,00	0,06	0,38	0,14	-0,17

Opracowanie własne. Źródło: *GuruFocus.com*, (dostęp: 11.04.2020 r.).

Wskaźnik ogólnego zadłużenia (*debt-to-assets ratio*) wskazuje jaka część aktywów finansowana jest długiem. Zbyt niska wartość tego wskaźnika może świadczyć o braku lewarowania finansowania działalności gospodarczej¹¹⁵. Widać, że dla spółki Facebook Inc. średnia tego wskaźnika jest znacznie niższa niż dla konkurentów. Powinno oceniać się to zjawisko pozytywnie z punktu widzenia stabilności finansów podmiotu, jednakże widać tu brak wykorzystania dźwigni finansowej. W 2019 r. zwiększa się wartość wskaźnika zadłużenia, jak i udziału zadłużenia w kapitale własnym, co może być niestety spowodowane tylko i wyłącznie zmianą w klasyfikacji zobowiązań leasingowych, które zostały wspomniane w analizie

¹¹³P. Pomykański, *Analiza wskaźnikowa kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 96.

¹¹⁴Z. Dresler, *Analiza sprawozdań finansowych*, [w:] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie Finansami przedsiębiorstw- podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005, s. 215

¹¹⁵P. Pomykański, *Analiza wskaźnikowa kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 119

sprawozdania finansowego, a nie realnym wykorzystaniem lewarowania w działalności gospodarczej.

Wskaźniki efektywności wskazują na aspekt finansowy gospodarki aktywami i pasywami w przedsiębiorstwie, w związku z czym charakteryzują pozycję finansową podmiotu¹¹⁶. Wskaźniki efektywności prezentuje Tabela 2.15.

Tabela 2.15. Wskaźniki efektywności dla Facebook Inc. i konkurentów

Kategoria/Rok	2019	2018	2017	2016	Średnia	Twitter Inc.	Snap Inc.	Pinterest Inc.
rotacji należności (w dniach)	49,1	49,6	52,4	52,7	50,96	94,36	121,23	104,55
rotacji zobowiązań (w dniach)	39	32	25,4	29,1	31,37	56,74	19,06	33,31
rotacji aktywów	0,61	0,61	0,54	0,48	0,56	0,34	0,38	0,57
cykl konwersji gotówki (w dniach)	10,2	17,6	26,9	23,6	19,59	37,62	102,17	71,24

Opracowanie własne. Źródło: *GuruFocus.com*, (dostęp: 11.04.2020 r.).

Wskaźnik rotacji należności wskazuje na zdolność podmiotu do inkasa należności, czyli otrzymania zapłaty za swoje wyroby bądź usługi¹¹⁷. Ze względu obniżanie tego wskaźnika z roku na rok oraz niskim w porównaniu do konkurentów czasem ściągania należności należy pozytywnie ocenić działania zarządu w zakresie zarządzania należnościami. Natomiast wskaźnik rotacji zobowiązań prezentuje przeciętny czas w jakim spółka spłaca swoje zobowiązania¹¹⁸. Pozytywnym zjawiskiem jest wydłużanie tego okresu z roku do roku, jednakże dalej jest on znacznie krótszy niż okres spłaty zobowiązań spółki Twitter Inc. Gospodarkę zobowiązaniami należy więc uznać za poprawną. Podsumowaniem powyższych wskaźników jest cykl konwersji gotówki, który powinien być jak najkrótszy¹¹⁹. Widać, że spółka Facebook zdecydowanie lepiej radzi sobie od konkurentów. Wskaźnikiem informującym o sprawności wykorzystania aktywów, czyli ich zdolności do generowania przychodów, jest wskaźnik rotacji aktywów¹²⁰. Odznacza się on dużo wyższym poziomem od spółki Twitter Inc. i Snap Inc. pozostając na podobnym poziomie, co wskaźnik spółki Pinterest Inc. Dodatkowo spółka, od 2016 roku do 2019 roku, sukcesywnie zwiększyła poziom tego wskaźnika. Działania

¹¹⁶Z. Dresler, *Analiza sprawozdań finansowych*, [w:] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie Finansami przedsiębiorstw- podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005, s. 213

¹¹⁷P. Pomykański, *Analiza wskaźnikowa kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 109.

¹¹⁸Ibidem, s.112.

¹¹⁹Ibidem s. 115.

¹²⁰P. Pomykański, *Analiza wskaźnikowa kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s.116.

spółki, odnośnie gospodarki aktywami należy więc uznać za pozytywnie kształtujące sytuację finansową podmiotu.

Wskaźniki rentowności, wskazują z jaką efektywnością działa dany podmiot i prezentują relację pomiędzy zyskiem a daną składową wykonywanej działalności gospodarczej¹²¹. Jednocześnie są najbardziej syntetycznymi wskaźnikami, opisującymi działalność gospodarczą podmiotu, tym samym nie wskazują na konkretne przyczyny danego stanu rzeczy¹²². Wskaźniki rentowności prezentuje Tabela 2.16.

Tabela 2.16. Wskaźniki rentowności dla Facebook Inc. i konkurentów

Kategoria/Rok	2019	2018	2017	2016	Średnia	Twitter Inc.	Snap Inc.	Pinterest Inc.
rentowności sprzedaży (ROR)	26,2	39,6	39,2	37,0	35,5	14,9	-177,9	-51,7
rentowności aktywów (ROA)	16,0	24,3	21,3	17,9	19,9	4,5	-61,1	-31,1
rentowności kapitału własnego (ROE)	20,0	27,9	23,8	19,7	22,9	6,7	-72,6	-63,5

Opracowanie własne. Źródło: *GuruFocus.com*, (dostęp: 11.04.2020 r.).

Rentowność sprzedaży wyraża jaką częścią przychodów jest zysk netto¹²³. Niestety, ze względu na wzrost kosztów działalności, ROR spółki Facebook Inc. sukcesywnie zmalał w 2019 r. Jednakże, nadal pozostaje on wyższy od rentowności sprzedaży podmiotów konkurencyjnych. Rentowność aktywów, prezentująca zdolność aktywów do generowania zysku¹²⁴, znacząco zmalała w 2019 r. w stosunku do roku 2018, pomimo wcześniejszego wzrostu. Mimo, że jest ona wyższa niż średnia konkurentów, nie zmienia to niepokoju związanego ze spadkiem rentowności.

Powodem dużego spadku wskaźników rentowności jest większy spadek zysku netto w stosunku do znaczącego wzrostu kwoty aktywów ogółem. Taką samą sytuację można zaobserwować w przypadku ROE, który wskazuje jaki zysk generuje jedna jednostka kapitału własnego przedsiębiorstwa¹²⁵.

¹²¹Ibidem, s. 123.

¹²²Z. Dresler, *Analiza sprawozdań finansowych*, [w:] J. Czekaj, Z. Dresler, Zarządzanie Finansami przedsiębiorstw- podstawy teorii, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005, s. 216.

¹²³W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005., s. 96.

¹²⁴Ibidem, s. 96.

¹²⁵Ibidem, s.97.

Wskaźniki wartości rynkowej opisują efektywność rynkową spółek akcyjnych, więc jedynie w ocenie sytuacji finansowej tego typu podmiotów można z nich korzystać¹²⁶. Wskaźniki wartości rynkowej prezentuje Tabela 2.17.

Tabela 2.17. Wskaźniki wartości rynkowej dla Facebook Inc. i konkurentów

Kategoria/Rok	2019	2018	2017	2016	Średnia	Twitter Inc.	Snap Inc.	Pinterest Inc.
zysku na akcję (EPS)	6,48	7,65	5,49	7,65	6,82	0,68	-1,28	-1,22
wartości rynkowej do wartości księgowej	5,79	4,45	6,9	5,62	5,69	3,05	4,84	1,75

Opracowanie własne. Źródło: *GuruFocus.com*, (dostęp: 11.04.2020 r.).

Wskaźnik zysku na akcję informuje ile zysku wypracowuje przedsiębiorstwo w podziale na jedną akcję spółki. Zalecana jest jak najwyższa wartość tego wskaźnika. Spółka Facebook Inc. wypada korzystnie na tle konkurentów, jednak pozytywne efekty mogą być potęgowane skupowaniem przez badane przedsiębiorstwo akcji własnych, co zmniejsza ich wolumen na rynku. Wskaźnik wartości rynkowej akcji do wartości księgowej wskazuje o przeszacowaniu bądź niedoszacowaniu cen akcji. Powinien być wyższy od jedności. Jednakże, w związku z bardzo wysoką wartością wskaźnika dla analizowanej spółki, zarówno w porównaniu do konkurentów, jak i w ujęciu ogólnym, zachodzi możliwość ich przeszacowania.

Z analizy finansowej należy wyciągnąć następujące wnioski, które będą brane pod uwagę podczas procesu wyceny podmiotu:

- Niektóre pozycje finansowe cechuje względna niestabilność jednak odpowiednio kontrolowana przez zarząd, którego decyzje wyrażają się w rosnącej pozycji podmiotu na tle konkurencji. Przykładem niestabilności może być np. duża fluktuacja przepływów z działalności inwestycyjnej.
- Spada tempo wzrostu przychodów spółki, a rośnie tempo wzrostu kosztów, co w konsekwencji prowadzi do spadku rentowności.
- Ze względu na pozycję lidera, spółka prawdopodobnie jest u progu możliwości zwiększania tempa przyrostu przychodów. W związku z tym, w przyszłości, jej przychody powinny rosnąć/spadać proporcjonalnie do zmian w wielkości rynku.

¹²⁶Z. Dresler, *Analiza sprawozdań finansowych*, [w:] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie Finansami przedsiębiorstw- podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005, s. 218.

- Strategia finansowa spółki cechuje się dużymi nakładami inwestycyjnymi.
- Akcje spółki mogą ulegać przeszacowaniu.
- Potwierdza się, że spółka finansuje się głównie kapitałem własnym.
- Spółka z roku na rok poprawia swoją gospodarkę aktywami i zobowiązaniami krótkoterminowymi poprzez spadek wskaźnika cyklu konwersji gotówki.
- Spółkę cechuje brak lewarowania działalności gospodarczej, a co za tym idzie wysoki koszt kapitału. Może się to zmieniać, jeśli przyjmiemy, że skupowanie akcji własnych powoduje wzrost znaczenia zadłużenia w pasywach ogółem.
- Dużą część aktywów spółki zajmuje wartość firmy (Goodwill).

III. Wycena spółki Facebook Inc. metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

3.1. Przedstawienie scenariuszy działalności podmiotu z punktu widzenia kreacji przepływów pieniężnych

W celu estymacji przyszłych przepływów pieniężnych należy poznać zmienne¹²⁷:

- EBIT, mówiący o zyskach przed naliczeniem odsetek i podatków
- Amortyzacja
- Stopę opodatkowania
- Kapitał obrotowy netto, definiowany jako różnica aktywów i zobowiązań krótkoterminowych
- Nakłady inwestycyjne, które w działalności badanego podmiotu odzwierciedla wzrost wartości firmy (Goodwill) i wartości aktywów trwałych, oraz wydatki na prace rozwojowe.

¹²⁷A. Jaki, *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, wyd. IV, Wolters Kluwer Polska SA, Kraków, 2008, s. 94, [cyt. za:] A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 1998, str. 133-134.

Powyższe zmienne pozwolą oszacować wolne przepływy pieniężne dla firmy (*FCFF*), określające przepływy pieniężne na potrzebny wyceny, zarówno z punktu widzenia akcjonariuszy, jak i innych podmiotów udostępniających kapitał¹²⁸.

Aby poprawnie określić ww. składowe należy oszacować ich wielkość, charakter oraz tempo zmian w czasie. Ułatwi to analiza TOWS/SWOT, dzięki której zostaną zbudowane hipotetyczne modele biznesowe podmiotu, odzwierciedlające się we wskazanej przez analizę strategii działania.. K. Oblój wyróżnia cztery główne strategie działania, którymi są¹²⁹:

- Strategia agresywna, która polega na proaktywnym działaniu w zakresie umacniania pozycji na rynku, przejęć organizacji o podobnym modelu działania i maksymalnym wykorzystaniu szans i mocnych stron organizacji.
- Strategia konserwatywna, odzwierciedlająca się w ostrożnym kreowaniu przewagi konkurencyjnej poprzez minimalizację kosztów i kierowanie swojej oferty do stale określonych segmentów najbardziej zainteresowanych ofertą przedsiębiorstwa.
- Strategia konkurencyjna, której wprowadzenie polega na procesie maksymalnego wykorzystania nadarzających się szans poprzez zwiększanie zasobów pracujących na rzecz dorównania konkurentom. Od strategii agresywnej odróżnia ją mniejsza siła procesu budowania przewagi konkurencyjnej np. poziom inwestycji charakteryzuje się słabszym tempem wzrostu niż ma to miejsce w strategii agresywnej.
- Strategia defensywna, reprezentująca zachowanie minimalizujące słabość i zagrożenia, podjęte w celu przetrwania przedsiębiorstwa m.in. obniżenie możliwości produkcyjnych i inwestycyjnych, redukcja kosztów.

W rozdziale pierwszym został rozpoznany proces kreowania wartości, a zatem i czynników wpływających na kreowaną wartość, jako ściśle zależnych od decyzji zarządzających organizacją. Powyższe strategie, finalizujące się w zbiorze pewnych decyzji, muszą więc zostać uzewnętrznione w możliwości kreacji przepływów pieniężnych przez podmiot. Przy przyjęciu odpowiednich założeń możliwe jest ustalenie wpływu strategii na zdolność kreacji przepływów pieniężnych i innych wielkości finansowych.

¹²⁸P. J. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2012, s. 74-75.

¹²⁹K. Oblój, *Strategia Organizacji*, wyd. III, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2014, s. 280.

Zakłada się bowiem, że badane przedsiębiorstwo będzie w stanie w takim samym stopniu jak w przeszłości ściągać należności, a więc na jej przychody wpływ będą miały jedynie jej możliwości sprzedażowe, a nie potencjalne problemy z zalegającymi płatnościami klientów, które w wyniku nieściągalności zasiliłyby w następnych latach obrotowych pozostałe koszty operacyjne¹³⁰.

Ponadto, kapitał obrotowy netto nie spada poniżej zera, ponieważ świadczyło by to o utracie płynności finansowej przez podmiot, która byłaby związana z zaburzaniem złotej zasoby bilansowej¹³¹.

Inwestycje powodują wzrost ryzyka prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności¹³², w związku z czym przedsiębiorstwa o strategiach agresywnych są bardziej skłonne do zamrażania środków na rzecz przyszłych korzyści niż przedsiębiorstwa o strategiach defensywnych.

Dodatkowo, przyjmuje się, że przychody są wypadkową działalności operacyjnej podmiotu, a bodźcami kreacji kształtu działalności operacyjnej, odzwierciedlającej się w wielkości sprzedaży, są w dużej mierze decyzje inwestycyjne, które należy podjąć, w celu utrzymania i zwiększenia źródeł wielkości sprzedaży. W związku z czym, wydatki inwestycyjne są uzależnione od wielkości osiągnięto przychodu, które ww. inwestycje wygenerowały w latach następnych.

Wydatki inwestycyjne odzwierciedlane są w wartości aktywów w kolejnych okresach. Zakłada się, jako że aktywa trwale nie zmieniają znacząco swojej struktury, a w związku z tym średnia stopa amortyzacji jest względnie stała.

Na podstawie powyższych założeń ustala się, jako że strategia agresywna, z powodu przejęć innych podmiotów, które to działania możemy zaliczyć do inwestycji, i maksymalnego wykorzystania możliwości sprzedażowych charakteryzuje się wysokim wzrostem zysku

¹³⁰E. Kalwasińska, *Przychody i koszty prezentowane w rachunku zysków i strat*, [w:] D. Maciejowska, E. Kalwasińska, *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa według polskiego prawa bilansowego*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016, s. 57.

¹³¹A. Kusak, Z. Podgórski, *Analiza wstępna sytuacji majątkowej i kapitałowej*, [w:] N. Grzenkowicz, J. Kowalczyk, A. Kusak, Z. Podgórski, *Analiza finansowo-ekonomiczna jako narzędzie oceny kondycji przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2017, s. 60.

¹³²A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 217-218.

operacyjnego i powiązanych z nim wielkości, niezbędnych z punktu widzenia estymacji przyszłych przepływów pieniężnych dla firmy.

Natomiast, strategia konserwatywna wiąże się z pozostaniem wielkości zysków operacyjnych na stałym poziomie w związku ograniczeniem inwestycji i pozostaniem spółki przy stosunkowo stałej wielkości sprzedaży.

Strategia konkurencyjna, podobnie do strategii agresywnej, wskazuje na ekspansję i zwiększone inwestycje podmiotu, więc przy założeniu, że podjęte inwestycje polepszają możliwość kreacji przychodów należy określić, że EBIT spółki w takiej sytuacji również powinien się zwiększać, jednak ze względu na mniejszą ekspansję przychody będą wzrastać w wolniejszym tempie.

Strategia defensywna, ze względu na obniżenie możliwości produkcyjnych i inwestycyjnych, powoduje w konsekwencji spadek przychodów, a więc powiązanych z nim wartości. Dodatkowo, w związku ze spadającymi przychodami, a co za tym idzie przepływami pieniężnymi, spółka posiada co raz mniej aktywów obrotowych. Wiąże się to, ze spadkiem kapitału obrotowego netto.

Niniejsza analiza będzie polegała na wytyczeniu hipotetycznych scenariuszy, a następnie zbadaniu wzajemnego oddziaływania szans i zagrożeń na siły oraz słabości w kontekście zbudowanych modeli. Scenariusze zostaną podzielone zgodnie z koncepcją N. Grzenkowicza¹³³ na scenariusz pesymistyczny, który będzie miał na celu hipotetyczne umocnienie zagrożeń, poprzez podjęcie błędnych decyzji przez kadrę zarządzającą, i na tej podstawie ocenienie zdolności podmiotu do dalszego działania, prawdopodobny, czyli zgodny z analizą fundamentalną i optymistyczny, zakładający osłabienie zagrożeń i umocnienie szans mogących oddziaływać na podmiot, poprzez podjęcie pozytywnych działań przez zarząd z punktu widzenia kreowania przewagi konkurencyjnej. Przyjmuje się więc, że siły, słabości, zagrożenia i szanse pozostają takie same, a jedyną różnicą w modelach strategii jest odmienne podejście zarządzających organizacją do czynników zewnętrznych.

Założenia scenariuszy, dotyczących spółki Facebook Inc. są ściśle związane ze specyfiką sektora i w sposób optymalny przedstawiają możliwe kierunki rozwoju sytuacji badanego podmiotu.

¹³³N. Grzenkowicz, *Planowanie w przedsiębiorstwie*, [w:] J. Kowalczyk (red.), *Biznesplan*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016, s. 16.

Przy scenariuszu pesymistycznym zakłada się, że kadra zarządzająca niedostatecznie przygotowuje się na możliwe wejście na rynek nowego produktu konkurencji, co wiąże się z niedostrzeżeniem trendów dotyczących wciąż zwiększającej się innowacyjności w sektorze. Powyższe będzie wiązało się z odpływem reklamodawców i użytkowników. Dodatkowo, kierownictwo spółki będzie bierne wobec sytuacji reklamodawców związaną z prawdopodobnie nadchodzącą recesją gospodarczą. Ponadto, ustala się stopę podatku od gigantów technologicznych na poziomie 8%. Spółkę może także czekać kolejny kryzys wizerunkowy spowodowany aferą podobną do „Afery Cambridge Analytica”.

Scenariusz prawdopodobny zakłada utrzymanie dotychczasowej wysokiej pozycji w sektorze mediów społecznościowych poprzez odpowiednie decyzje produktowe i inwestycyjne. Scenariusz prawdopodobny tożsamy jest z analizami sektora i analizą finansową. Zakładamy również, że podatek od gigantów technologicznych utrzyma się na wskazanym w doniesieniach prasowych poziomie około 5%. Spółka nie traci, ani nie zyskuje na recesji gospodarczej.

Scenariusz optymistyczny zakłada natomiast odkrycie nowych rynków i kreację dodatkowych potrzeb konsumentów, dzięki czemu spółka zdobywa kolejnych nabywców. Podmiot dzięki zwiększonym inwestycjom pomyślnie nadąża za poziomem wzrostu innowacyjności sektora. Spółka korzysta z nadchodzącej recesji gospodarczej, dostosowując swoją ofertę do zmieniających potrzeb zagrożonych branż. Stopa podatku od gigantów technologicznych osiąga wysokość 3%.

Dzięki tak stworzonym scenariuszom możliwe jest sporządzenie *tabelarycznej analizy zależności*¹³⁴ tzn. zbadanie stopnia i głębokości interakcji pomiędzy siłami, słabościami, szansami i zagrożeniami dotyczącymi badanej spółki. Badanie będzie polegało na określeniu liczb interakcji i ważonych liczb interakcji ww. czynników.

W celu uniknięcia wpływu subiektywizmu wyceniającego na oszacowaną wartości, wagi danych sił, słabości, szans i zagrożeń zostały ustalone na tym stałym poziomie i wynoszą 0,2. Każdy scenariusz będzie charakteryzować się różną kombinacją relacji danych sił, zagrożeń, słabości i szans, tak, żeby w jak najbardziej poprawny sposób oddać hipotetyczną sytuację podmiotu. Będzie to pozwalało na dobranie strategii odpowiedniej dla danego scenariusza. Podsumowanie tabelarycznej analizy zależności przedstawiają kolejno Tabela 3.1., Tabela 3.2. oraz Tabela 3.3.

¹³⁴K. Oblój, *Strategia Organizacji*, wyd. III, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2014, s. 299.

Tabela 3.1. Tabelaaryczna analiza zależności scenariusza pesymistycznego

Czynniki	Szanse		Zagrożenia	
Sily	TOWS\SWOT liczb interakcji	26	TOWS\SWOT liczb interakcji	44
	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	5,2	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	8,8
Słabości	TOWS\SWOT liczb interakcji	28	TOWS\SWOT liczb interakcji	50
	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	5,6	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	10

Opracowanie własne na podstawie analizy K. Obłója i zgromadzonej danych na temat spółki. Źródło: K. Obłój, Strategia Organizacji, wyd. III, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, 2014, Warszawa, s. 292-299.

Tabela 3.2. Tabelaaryczna analiza zależności scenariusza prawdopodobnego

Czynniki	Szanse		Zagrożenia	
Sily	TOWS\SWOT liczb interakcji	28	TOWS\SWOT liczb interakcji	28
	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	5,6	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	5,6
Słabości	TOWS\SWOT liczb interakcji	35	TOWS\SWOT liczb interakcji	26
	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	7	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	5,2

Opracowanie własne na podstawie analizy K. Obłója i zgromadzonej danych na temat spółki. Źródło: K. Obłój, Strategia Organizacji, wyd. III, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, 2014, Warszawa, s. 292-299.

Tabela 3.3. Tabelaaryczna analiza zależności scenariusza optymistycznego

Czynniki	Szanse		Zagrożenia	
Sily	TOWS\SWOT liczb interakcji	84	TOWS\SWOT liczb interakcji	40
	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	16,8	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	8
Słabości	TOWS\SWOT liczb interakcji	25	TOWS\SWOT liczb interakcji	3
	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	5	TOWS\SWOT ważonych liczb interakcji	0,6

Opracowanie własne na podstawie analizy K. Obłója i zgromadzonej danych na temat spółki. Źródło: K. Obłój, Strategia Organizacji, wyd. III, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, 2014, Warszawa, s. 292-299.

Na podstawie *macierzy normatywnych strategii działania*¹³⁵ oraz powyższej analizy TOWS/SWOT jest możliwe przyporządkowanie konkretnym scenariuszom pożądanych strategii działania:

- Scenariusz pesymistyczny- strategia defensywna
- Scenariusz prawdopodobny- strategia konkurencyjna
- Scenariusz optymistyczny- strategia agresywna

Podane strategie zostaną odniesione na możliwości kreacji przepływów pieniężnych, przez przedsiębiorstwo, które obok stopy dyskontowej, odzwierciedlającej ryzyko w działalności podmiotu, stanowią podstawę wyceny metodą *DCF*.

¹³⁵K. Obłój, *Strategia Organizacji*, wyd. III, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2014, s. 279.

3.2. Estymacja kosztu kapitału i wielkości tworzących przepływy pieniężne

Okres na jaki powinno estymować się przyszłe przepływy pieniężne zależy przede wszystkim od możliwości potwierdzenia słuszności podjętych szacowań¹³⁶ np. poprzez odniesienie oszacowanych wartości do historii działalności wycenianego podmiotu lub podmiotów o podobnym profilu działalności, a także specyfiki wycenianego biznesu. Ważna jest także jakość danych, jakimi dysponuje analityk¹³⁷. Patrząc więc na unikalność modelu biznesowego badanego podmiotu i historię sektora, która wskazuje na jego dynamiczność i zmienność, powinno przyjąć się krótki okres estymacji, przykładowo 5 lat. Wszystkie dane niezbędne do prognozy mają swoje źródło w sprawozdaniach finansowych spółki.

Aby uzyskać szacowane przychody lat 2020-2024 dla scenariusza prawdopodobnego wykorzystywana będzie metoda szacowania na podstawie danych historycznych. Zakłada ona użycie w estymacji funkcji regresji, która z dużą zgodnością do danych historycznych wskaże możliwe przyszłe wielkości przychodów¹³⁸. Zmienną objaśnioną jest wielkość przychodów, a zmienną objaśniającą średnia miesięczna liczba użytkowników (MAUs). Danymi wejściowymi będą kwartalne przychody generowane przez spółkę, poczynając od trzeciego kwartału 2012 r., a kończąc na ostatnim kwartale 2019 r., a także średnia miesięczna liczba użytkowników dla danego kwartału. Statystyki regresji z programu Microsoft Excel, wraz z samodzielnie obliczonym współczynnikiem zmienności prezentuje Tabela 3.4.

Tabela 3.4. Statystyki regresji przychodów

<i>Statystyki regresji</i>	
Wielokrotność R	0,970381213
R kwadrat	0,941639698
Dopasowany R kwadrat	0,939555402
Błąd standardowy	1423,72735
Współczynnik zmienności	18%
Obserwacje	30

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc.

¹³⁶P. Kawka, *Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych w praktyce*, [w:] A. Prędkie (red.), *Wybrane zastosowania narzędzi analitycznych w naukach ekonomicznych*, Wydawnictwo Mfiles.pl, Kraków, 2015, s. 214

¹³⁷M. Wróblewski, *Problemy trafności prognozowania przepływów pieniężnych w wycenie spółek giełdowych metodą DCF*, „*Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*” Nr 307, Katowice, 2016, s. 133.

¹³⁸P. Pomykański, *Prognozowanie*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 193.

Statystyki regresji jednoznacznie wskazują na wysoki stopień zgodności modelu ekonometrycznego z danymi empirycznymi. Świadczy o tym wysoki skorygowany współczynnik determinacji¹³⁹, który może zostać zinterpretowany jako stopień wyjaśnienia zmiennej objaśnianej przez zmienną objaśniającą, wynoszący dla zbudowanego modelu 94%. Ponadto, współczynnik zmienności losowej wynosi 18%, co także świadczy o wysokim dopasowaniu modelu do danych wejściowych. Parametry modelu są także istotne statystycznie, o czym świadczą wielkości *p value* na poziomie poniżej współczynnika alfa, który wynosi 0,05 dla podanego powyżej modelu¹⁴⁰. Wartości parametrów, wraz z ich istotnością prezentuje Tabela 3.5.

Tabela 3.5. Parametry regresji przychodów

	<i>Współczynniki</i>	<i>Błąd standardowy</i>	<i>t Stat</i>	<i>Wartość-p</i>
Przecięcie	-12583,71779	996,5432291	-12,6274	0,000000000000444
MAUs (w mln)	11,78126625	0,554280167	21,25507	0,000000000000000

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc.

Zważając, że tempo wzrostu średniej miesięcznej liczby użytkowników dla kwartałów w latach 2018-2019 jest względnie stałe i wynosi średnio w przybliżeniu 1,84%, jest możliwe ustalenie przyszłej liczby użytkowników i na jej podstawie oszacowanie wielkości przychodów dla kolejnych lat. Stwierdzenie o możliwym zwiększeniu się liczby użytkowników poparte jest analizą makroekonomiczną, w której zostały przedstawione dane na temat wzrostu ogólnego rynku reklamy wirtualnej, a także zaawansowania technologicznego społeczeństw. Podsumowująca Tabela 3.6. zawiera oszacowane przychody dla lat 2020-2024.

Tabela 3.6. Prawdopodobne przyszłe przychody spółki Facebook Inc. (w mln USD)

Scenariusz pesymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	11 882	16 974	24 249	34 642	49 488
Scenariusz prawdopodobny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	114 862	103 186	92 408	82 405	73 015
Scenariusz optymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	128 071	115 052	103 035	91 882	81 412

Opracowanie własne na podstawie opisanego modelu ekonometrycznego.

¹³⁹E. Tomczyk, *Weryfikacja modelu*, [w:] M. Gruszczyński (red.), T. Kuszewski (red.), M. Podgórska (red.), *Ekonometria i badania operacyjne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2009, s.53.

¹⁴⁰Ibidem, s. 63.

Dla pozostałych dwóch scenariuszy, najlepszą metodą estymacji jest przełożenie średniego tempa wzrostu przychodów w podobnych scenariuszach, już zaistniałych w przeszłości na rynku, na przyszłe przychody scenariusza prawdopodobnego. Jasną argumentacją wydaje się tutaj fakt specyfiki modelu biznesowego badanego pomiotu. Dla scenariusza optymistycznego można założyć, że spółka poprzez kreacje nowych produktów, osiągnie proporcjonalne dodatkowe wzrosty oszacowanych przychodów jak w chwili gdy wchodziła na rynek z dotychczasową usługą (lata 2009-2014), które w przybliżeniu wynoszą średnio 11,5%.

Ważne jest tutaj uwzględnienie proporcjonalności, ponieważ ze względu na dotychczasowy rozwój biznesu spółka jest w stanie kreować przychody na wyższym poziomie np. poprzez zaangażowanie obecnych użytkowników, czy ogólny wzrost całego rynku w przeszłości. Natomiast, dla scenariusza pesymistycznego, uwzględnia się średni procentowy spadek przychodów platformy MySpace w latach 2007-2009, który wynosi 30%¹⁴¹. Traktuje się tutaj sytuację spółki MySpace w tamtych latach jako wzór dla niekorzystnego modelu biznesowego na rynku mediów społecznościowych, który został opisany w Rozdziale I.

Z powodu trudności w oszacowaniu jednoznaczności kosztów tzn. podziału ich na stałe i zmienne należy zastosować pewne uproszczenie tzn. potraktować, jako że wskaźnik EBIT jest zależny od wielkości przychodów. Wynika to z natury zysku operacyjnego, który jest wielkością przychodów operacyjnych, pomniejszonych o koszty działalności¹⁴². W związku z charakterem kosztów działalności rozwojowej, który jest związany z wydatkowaniem środków w oczekiwaniu przyszłych korzyści ekonomicznych, przyjmuje się, że ww. wydatki są nakładami inwestycyjnymi¹⁴³, w związku z czym wielkość EBIT dla danych historycznych została skorygowana in plus o te koszty. Można założyć, jako że wielkość EBIT stanowi wielkość odsetek estymowanych przychodów równy średniemu stosunkowi wskaźnika EBIT i wielkości przychodów w latach 2015-2019, który stanowi 68,81%. Zwracając jednak uwagę na ciągły spadek stopy zysku operacyjnego, który wynosi średnio -6,27 p. p. dla lat 2016-2019, zakłada się jako, że ww. wskaźnik będzie spadał w latach objętych prognozą. Odniesienie wartości średniej spowodowałoby jednak sytuację, w której na koniec 2024 r., dla scenariusza prawdopodobnego, stopa zysku operacyjnego wyniosłaby w przybliżeniu 19%. W związku z nierealnością takiego scenariusza, zakłada się arbitralnie, że dla scenariusza

¹⁴¹Advertising Revenues at Myspace Sank to \$288 million in 2010, <https://www.emarketer.com/newsroom/index.php/advertising-revenues-myspace-sank-288-million-2010/>, (dostęp: 02.05.2020 r.).

¹⁴² A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 32.

¹⁴³A. Damodaran, *Research and Development Expenses: Implications for Profitability Measurement and Valuation*, "NYU Working Paper" Nr FIN-99-024, 2008, s. 3-4.

prawdopodobnego i optymistycznego wartość stopy zysku operacyjnego spada corocznie o 2 p. p. Ze względu na planowany spadek kosztów w strategii defensywnej, zakłada się, że stopa zysku operacyjnego będzie rosła w arbitralnym tempie 3 p. p.. Oszacowane wielkości przedstawia Tabela 3.7.

Tabela 3.7. Prognoza EBIT dla spółki Facebook Inc. (w mln USD)

Scenariusz pesymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	12 272	17 531	25 044	35 777	51 111
EBIT	8 512	11 634	15 868	21 596	29 318
Scenariusz prawdopodobny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	114 862	103 186	92 408	82 405	73 015
EBIT	50 955	47 839	44 690	41 500	38 232
Scenariusz optymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	128 071	115 052	103 035	91 882	81 412
EBIT	56 814	53 340	49 829	46 273	42 628

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc. i analizy przychodów oraz EBIT.

Według przyjętego wzoru szacowania przepływów pieniężnych, określony wskaźnik EBIT powinien zostać opodatkowany podatkiem od osób prawnych oraz obciążeniami podobnymi. Dla potrzeby wyceny niezbędne jest ustalenie realnej (efektywnej) stopy opodatkowania, którą odzwierciedla następujący wzór¹⁴⁴:

$$T = \frac{CIT}{EBIT}$$

Ww. wzór został zaadoptowany do wcześniej zaprezentowanych danych. Do rzeczywistej stopy opodatkowania należy także doliczyć średnią stopę podatku od gigantów cyfrowych, którego w niedalekim horyzoncie czasowym spółka będzie podmiotem. Zakładając, że jest to podatek obrotowy, co zostało wskazane w analizie sektora, należy obliczyć jaką część przychodu w Europie będzie zawierał ww. podatek, a następnie odnieść obliczony podatek na EBIT, aby uzyskać pożądaną stopę opodatkowania. Zgodnie ze sprawozdaniem finansowym, przychody Facebook w Europie wynoszą średnio 25% przychodów całkowitych dla badanych lat¹⁴⁵. Stopę opodatkowania CIT dla analizowanych danych historycznych przedstawia Tabela

¹⁴⁴ P. Pomykański, *Prognozowanie*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 207.

¹⁴⁵ Nota 2. sprawozdania finansowego spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r.

3.8., natomiast kalkulacje średniej stopy podatku cyfrowego dla każdego ze scenariuszy przedstawia Tabela 3.9. Stopy podatku cyfrowego zostały określone w scenariuszach.

Tabela 3.8. Średnia stopa podatku CIT dla spółki Facebook Inc.

Rok	2019	2018	2017	2016	2015	Średnia
EBIT + R&D (w mln USD)	38 432	35 643	28 357	18 447	11 033	26 382
Podatek CIT (w mln USD)	6 327	3 249	4 660	2 301	2 506	3 809
Stopa podatku CIT	16,46%	9,12%	16,43%	12,47%	22,71%	15,44%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc.

Tabela 3.9. Średnia efektywna stopa podatku cyfrowego (podatku od gigantów technologicznych) dla spółki Facebook Inc.

Scenariusz pesymistyczny						
Rok	2024	2023	2022	2021	2020	Średnia
Przychody w Europie (w mln USD)	2 945	4 207	6 011	8 587	12 267	6 803
EBIT (w mln USD)	8 512	11 634	15 868	21 596	29 318	17 385
Podatek cyfrowy jako część EBIT	2,77%	2,89%	3,03%	3,18%	3,35%	3,04%
Scenariusz prawdopodobny						
Rok	2024	2023	2022	2021	2020	Średnia
Przychody w Europie (w mln USD)	27 567	24 765	22 178	19 777	17 524	22 362
EBIT (w mln USD)	50 955	47 839	44 690	41 500	38 232	44 643
Podatek cyfrowy jako część EBIT	2,71%	2,59%	2,48%	2,38%	2,29%	2,49%
Scenariusz optymistyczny						
Rok	2024	2023	2022	2021	2020	Średnia
Przychody w Europie (w mln USD)	30 737	27 613	24 728	22 052	19 539	24 934
EBIT (w mln USD)	56 814	53 340	49 829	46 273	42 628	49 777
Podatek cyfrowy jako część EBIT	1,62%	1,55%	1,49%	1,43%	1,38%	1,49%

Opracowanie własne na podstawie analizy makrootoczenia, sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc., oraz estymowanych wielkości finansowych.

Na podstawie powyższych obliczeń, jest możliwe przyporządkowanie ustalonym wcześniej scenariuszom niniejsze efektywne stopy opodatkowania zysku operacyjnego (*EBIT*):

- Scenariusz pesymistyczny – 18,48%
- Scenariusz prawdopodobny – 17,93%
- Scenariusz optymistyczny – 16,93% .

Aby oszacować wydatki inwestycyjne podmiotu, dla danych historycznych należy obliczyć odwrotność wskaźnika rotacji aktywów trwałych, dzięki któremu uzyskuje się jednostkową

wielkość inwestycji niezbędną do uzyskania wzrostu przychodu o 1 USD¹⁴⁶. Takie podejście nie uwzględnia jednak nakładów na prace rozwojowe, które po wdrożeniu odzwierciedlają się w bilansie spółki pod postacią zasobu majątkowego¹⁴⁷. Należy za tym przyjąć inny sposób estymacji wielkości nakładów inwestycyjnych. Dzięki znajomości wydatków kapitałowych (CAPEX) spółki Facebook Inc., które definiowane są jako nakłady na środki trwałe, możliwe jest wyliczenie dokładnych nakładów pieniężnych, związanych z inwestycjami, a zarazem niezbędnych do osiągnięcia zwiększenia wartości przychodów¹⁴⁸. Dodatkowo, do wielkości CAPEX zostaną dodane nakłady na przejęcia oraz wydatki na prace rozwojowe ze względu na ich charakter inwestycyjny. W związku z koniecznością ponoszenia przez badany podmiot nakładów inwestycyjnych nawet przy spadającej wielkości przychodu w następnych latach, co związane jest z wysoką konkurencyjnością w sektorze i zostało wykazane w analizie otoczenia, zakłada się, że dla scenariusza pesymistycznego spółka w pierwszym roku inwestuje proporcjonalnie do pierwszego roku scenariusza prawdopodobnego. Przez proporcjonalności rozumie się, że wydatki inwestycyjne są iloczynem stosunku wielkości przychodów odpowiednich dla scenariuszy pesymistycznego oraz prawdopodobnego i wielkości nakładów inwestycyjnych. Dla kolejnych okresów wydatki inwestycyjne są obniżane wprost proporcjonalnie do spadku przychodu, to znaczy o 30%.

Dla danych historycznych z lat 2015-2018, średnia wielkość inwestycji podjętych w celu zwiększenia przychodu o 1 USD wynosi w przybliżeniu 1,09 USD. W związku z powyższą analizą, wielkość wydatków inwestycyjnych będzie zatem iloczynem wzrostu przychodów w okresie następującym po roku, w którym ww. wydatki miały miejsce, a wielkością 1,09 USD. Obliczone wydatki inwestycyjne przedstawia Tabela 3.10.

Tabela 3.10. Szacowane wydatki inwestycyjne dla spółki Facebook Inc. (w mln USD)

Scenariusz pesymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	12 272	17 531	25 044	35 777	51 111
Wydatki inwestycyjne	1 720	2 457	3 511	5 015	7 165
Scenariusz prawdopodobny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	114 862	103 186	92 408	82 405	73 015

¹⁴⁶P. Pomykalski, *Prognozowanie*, [w:] B. Pomykalska, P. Pomykalski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 208-209.

¹⁴⁷K. Piotrowska, *Polityka rachunkowości w zakresie prac badawczo-rozwojowych a wynik finansowy*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” Nr 201, 2014, s. 244.

¹⁴⁸P. J. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2012, s. 68.

Wydatki inwestycyjne	13 521	12 727	11 748	10 903	10 235
Scenariusz optymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	128 071	115 052	103 035	91 882	81 412
Wydatki inwestycyjne	15 076	14 190	13 099	12 157	11 412

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc. i analiz przychodów oraz kosztów.

Powyższe wydatki inwestycyjne zwiększają aktywa przedsiębiorstwa. Rodzi więc to konieczność estymacji kosztów amortyzacji, które jako koszt niepieniężny zwiększają przepływy FCFF¹⁴⁹. W sprawozdaniach spółki Facebook Inc. publikowane są kategorie środków trwałych wraz z założonym okresem amortyzacji, a także wartością skumulowaną amortyzacją¹⁵⁰. Skumulowana amortyzacja oznacza wartość amortyzacji, która została naliczona od momentu wprowadzenia środka trwałego do ewidencji.

Takie dane pozwalają na obliczenie wartości środków trwałych brutto obecnie użytkowanych przez spółkę. Ze względu na krótki okres amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych, który uwidaczniany jest w sprawozdaniu finansowym badanej spółki oraz braku możliwości rzetelnej oceny przyszłej struktury aktywów składających się na tę pozycję, w modelu estymacji przepływów pieniężnych zostanie uwzględniona jedynie przewidywana amortyzacja środków trwałych, na które nakłady odzwierciedlane są, według danych historycznych dla lat 2015-2019, średnio w 46% wielkości nakładów na inwestycje spółki Facebook przy założeniu, że inwestycjami podmiotu są nakłady na zakup środków trwałych, prace rozwojowe i przejęcia innych podmiotów. Warto zauważyć, jako że według sprawozdania finansowego spółki Facebook Inc. koszty amortyzacji środków trwałych stanowiły w 2019 r. 90% kosztów amortyzacji ogółem¹⁵¹. Oznacza to, że takie uproszczenie nie będzie znacząco ważyło na wielkości przewidywanych przepływów pieniężnych.

Określenie średniej wartości wskaźnika przeciętnego okresu amortyzacji, definiowanego jako stosunek wielkości amortyzacji i wielkości aktywów, pozwala na prognozę przyszłej wielkości amortyzacji na podstawie danych historycznych¹⁵². Ze względu na charakter liniowy

¹⁴⁹P. J. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2012, s. 76.

¹⁵⁰Nota 6. sprawozdania finansowego spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r.

¹⁵¹Nota 6. sprawozdania finansowego spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r. i rachunek przepływów pieniężnych dla spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r.

¹⁵²P. Pomykański, *Prognozowanie*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 209.

amortyzacji środków trwałych spółki Facebook Inc.¹⁵³, do niniejszej prognozy zostanie użyta wartość brutto aktywów. Zakłada się przy tym, że z powodu długiego okresu amortyzacji głównego składnika środków trwałych, który może wynosić nawet trzydzieści lat¹⁵⁴, w ciągu estymowanych pięciu lat nie będzie miało miejsce wyksięgowanie aktywów ze względu na rzeczywiste całkowite zużycie, a także ich sprzedaż. Oszacowaną wielkość amortyzacji dla lat 2020-2024 prezentuje Tabela 3. 11. Przy czym, na podstawie obliczeń, przyjmuje się, jako że średni stosunek kosztów amortyzacji do wartości środków trwałych brutto wynosi 10,34%, a wzrost wielkości środków trwałych wynosi 46% wydatków inwestycyjnych.

Tabela 3.11. Szacowane wielkości amortyzacji dla spółki Facebook Inc. (w mln USD)

Scenariusz pesymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Środki trwałe brutto	65 788	64 997	63 867	62 252	59 945
Koszty amortyzacji	6 804	6 722	6 605	6 438	6 200
Scenariusz prawdopodobny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Środki trwałe brutto	83 851	77 631	71 777	66 373	61 357
Koszty amortyzacji	8 672	8 029	7 423	6 865	6 346
Scenariusz optymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Środki trwałe brutto	86 979	80 044	73 516	67 491	61 899
Koszty amortyzacji	8 996	8 279	7 603	6 980	6 402

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc. i analiz przychodów oraz kosztów.

Kapitał obrotowy netto jest różnicą między aktywami obrotowymi, a zobowiązaniami krótkoterminowymi. Odzwierciedlają go wskaźniki obrotu należnościami, zobowiązaniami i zapasami¹⁵⁵. Jeśli powyższe ilorazy są stałe, to kapitał obrotowy netto także pozostaje konstant. Opierając się więc na dokonanej analizie wskaźnikowej, powinno dojść się do wniosku, że kapitał obrotowy netto dla badanej spółki corocznie się zmienia, ponieważ zmieniają się także wartości ww. wskaźników.

Ponadto, warto zauważyć, że dużą częścią aktywów obrotowych spółki są inwestycje krótkoterminowe w aktywa finansowe. Według P. Pomykalskiego, takie zjawisko w dużych podmiotach może świadczyć o składowaniu gotówki na przyszłe przejęcia i należy

¹⁵³Polityka rachunkowości jednostki zawarta w sprawozdaniu finansowym spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r.

¹⁵⁴Nota 6. sprawozdania finansowego spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r.

¹⁵⁵A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 398-400.

wyeliminować taką wielkość z analizy przepływów pieniężnych w procesie wyceny, ponieważ nie jest ona niezbędna do prowadzenia przyszłej działalności gospodarczej¹⁵⁶. Aby oszacować kapitał obrotowy w przyszłych latach, należy zbadać jego stosunek do przychodów dla danych historycznych, a następnie średnią tego stosunku oddać na dane już oszacowane. Dla danych z lat 2016-2019 średnia zależności kapitału obrotowego netto od przychodów wynosi w przybliżeniu 24%. Wyliczenia prawdopodobnego kapitału obrotowego netto w przyszłości przedstawia Tabela 3.12.

Tabela 3.12. Szacowany kapitał obrotowy netto dla spółki Facebook Inc. (w mln USD)

Scenariusz pesymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	12 272	17 531	25 044	35 777	51 111
NWC	2 945	4 207	6 011	8 587	12 267
Scenariusz prawdopodobny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	114 862	103 186	92 408	82 405	73 015
NWC	27 567	24 765	22 178	19 777	17 524
Scenariusz optymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
Przychody ogółem	128 071	115 052	103 035	9 1882	81 412
NWC	30 737	27 613	24 728	22 052	19 539

Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Facebook Inc. i estymowanych wielkości.

Opisane powyżej dane składają się na przepływy pieniężne spółki Facebook Inc. Jednakże, aby móc oszacować wartość w określonym dla niniejszy pracy modelu, należy wyznaczyć także stopę procentową jaką będą dyskontowane oszacowane przepływy pieniężne. W tym celu zostanie wykorzystana koncepcja średniego ważonego kosztu kapitału, dzięki której możliwe jest rzetelne oraz obiektywne ustalenie ryzyka dalszej działalności badanego podmiotu. Na średni koszt kapitału składają się, w ujęciu ogólnym, koszty różnych źródeł finansowania m. in. długu, kapitału własnego, czy kapitału własnego uprzywilejowanego¹⁵⁷. Brana jest także pod uwagę ich waga w finansowaniu danej działalności tzn. procentowy udział w finansowaniu ogółem¹⁵⁸.

Aby poprawnie wyznaczyć stopę WACC należy zapoznać się dogłębnie ze stanem finansowym spółki, co zostało dokonane w analizie finansowej oraz estymacji przepływów pieniężnych.

¹⁵⁶P. Pomykański, *Prognozowanie*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 207-208.

¹⁵⁷W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005, s. 406.

¹⁵⁸Ibidem, s. 406.

Należy w tym miejscu jeszcze raz poruszyć najważniejsze informacje na temat sytuacji podmiotu. Mianowicie, efektywna stopa opodatkowania dla spółki Facebook Inc., wynosząca 25,50%¹⁵⁹, umożliwia zastosowanie tzw. tarczy podatkowej (ang. *tax shield*), co pozwoli na zniwelowanie w koszcie kapitału części odsetek, które w rzeczywistości nie wpływają na ryzyko działalności podmiotu, ze względu na możliwość zawarcia ww. części odsetek w kosztach uzyskania przychodu¹⁶⁰. Ponadto, ważny jest fakt braku posiadania przez akcjonariuszy spółki akcji uprzywilejowanych, co oznacza, że kapitał podstawowy spółki cechuje jednorodność w zakresie praw akcjonariuszy. Kolejnym ważnym czynnikiem jest stan finansowania się przez podmiot głównie kapitałem własnym. Jego zobowiązania finansowe, co zostało wskazane w analizie finansowej, to w dużej mierze zobowiązania z tytułu leasingu, które stanowią śladową część pasywów.

Według danych portalu Macroaxis, dla 2019 r. całkowite zobowiązania oprocentowane spółki stanowiły kwotę 11 873 tys. USD, natomiast kapitał własny kwotę 101 054 tys. USD¹⁶¹. Oznacza to, że obce źródła finansowania stanowią 10,51% źródeł finansowania spółki ogółem. Należy zwrócić uwagę na niemożność uwzględniania w procesie prognozy kosztu kapitału zobowiązań operacyjnych podmiotu¹⁶², w związku z czym pozostałe źródła finansowania stanowi kapitał własny, który stanowi kapitał z zysków zatrzymanych oraz kapitał akcyjny, które stanowią 89,49% źródeł finansowania ogółem. Zakłada się, że struktura kapitału nie będzie zmieniała się diametralnie, w związku z czym przyjmuje się stałość relacji długu do kapitałów własnych spółki. Warto zaznaczyć, że spółka jest liderem sektora i posiada stabilne podstawy finansowe, w związku z czym ryzyko działalności, które wyraża się w stopie dyskontowej powinno być stosunkowo stałe na przestrzeni czasu.

Należy wziąć pod uwagę brak zjawiska wypłaty dywidend, który oznacza konieczność obliczenia kosztu kapitału własnego z zysków zatrzymanych modelem *CAPM*, który opiera się na zwrocie wymaganym z inwestycji wolnych od ryzyka np. stopy oprocentowania obligacji państw rozwiniętych, stopy zwrotu z reprezentatywnego portfela np. średniej stopy zwrotu indeksu S&P 500 oraz współczynnika beta, który jest miarą ryzyka systematycznego, co do dalszej aktywności podmiotu i związanej z nim stopy zwrotu dla akcjonariuszy realizowaną np.

¹⁵⁹Nota 14. sprawozdania finansowego spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r.

¹⁶⁰A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 304.

¹⁶¹Dane finansowe spółki Facebook Inc., <https://www.macroaxis.com/invest/financial-statements/FB>, (dostęp: 06.06.2020 r.).

¹⁶²A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 304.

poprzez wzrost kursu akcji¹⁶³. Ze względu na nieznany koszt emisji akcji, model *CAPM* stosuje się także, do obliczenia kosztu kapitału własnego.

Ze względu na przyjęty w niniejszej estymacji okres pięciu kolejnych lat, należy określić stopę inwestycji wolnych od ryzyka tożsamą ze stopą pięcioletnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, na których zwrot (*yield*) wynosi 1,69% na dzień 31.12.2019¹⁶⁴.

Do określenia stopy zwrotu reprezentującej hipotetyczny portfel inwestycyjny, zostanie użyty skumulowany roczny wskaźnik wzrostu indeksu S&P 500, który odzwierciedla realną średnią stopę zwrotu w założonych latach tzn. 2015-2019, wynoszącą 9,32%¹⁶⁵. Poprzez pojęcie realności rozumie się procentową reprezentację zwrotu z zainwestowanego kapitału w warunkach gdyby stopa zwrotu była stała dla każdego z lat i obliczana procentem składanym, co oznacza przyjęcie zjawiska reinwestycji zysków z lat poprzednich¹⁶⁶. W związku z tym, że przyszłe przepływy pieniężne są szacowane w cenach zmiennych, to taka sama strategia zostanie przyjęta do szacowania powyższego wskaźnika. Oznacza to, że zwrot z przyjętego indeksu nie będzie skorygowany o inflację.

W konsekwencji braku rzetelnych informacji odnośnie oprocentowania długu spółki, w analizie kosztu kapitału zostanie użyta stopa referencyjna na rynku Stanów Zjednoczonych, która odzwierciedla oprocentowanie kredytów oferowanych dużym spółkom giełdowym przez największe banki inwestycyjne działające na ww. rynku¹⁶⁷. Ww. stopa wynosi 4,75% na dzień 31.12.2019 r.¹⁶⁸. Wskaźnik beta został określony na podstawie corocznych analiz rynkowych przygotowanych przez A. Damodarana¹⁶⁹. Nielewarowany wskaźnik został skorygowany o gotówkę i jej ekwiwalenty ze względu na brak ryzyka, związanego z ich posiadaniem.

W związku z koniecznością ujęcia w koszcie kapitału ryzyka związanego ze strukturą kapitału, w estymacji zostanie użyty wskaźnik beta lewarowany tzn. wskaźnika beta nielewarowany zmodyfikowany o wpływ stopy opodatkowania i struktury kapitału na podstawie Modelu

¹⁶³A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 313.

¹⁶⁴*Daily Treasury Yield Curve Rates*, <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019>, (dostęp: 30.05.2020 r.).

¹⁶⁵S&P 500 CAGR, http://www.moneychimp.com/features/market_cagr.htm, (dostęp: 30.05.2020 r.).

¹⁶⁶E. Chan, *Harvard Business School Confidential: Secrets of Success*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2012, s. 185.

¹⁶⁷M.J. Dueker, *Are prime rate changes asymmetric?*, "Federal Reserve Bank of St. Louis Review" Vol. 82 Nr 5, 2000, s. 33.

¹⁶⁸*Historical Prime Rate*, <https://institute.jpmorganchase.com/about/our-business/historical-prime-rate>, (dostęp 30.05.2020 r.).

¹⁶⁹A. Damodaran, *Total Betas by Sector*, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html, (dostęp: 04.06.2020 r.).

Hamady¹⁷⁰. Szacowany w niniejszej pracy koszt kapitału w dużej mierze odzwierciedla wielkość średniego kosztu kapitału prognozowany przez podmioty zewnętrzne na dzień 31.12.2019. Portal internetowy GuruFocus.com, skupiający dane finansowe dla spółek publicznych wskazują, że średni ważony koszt kapitału dla badanego podmiotu wynosi 10,26% dla danych na 31.12.2019¹⁷¹. Szacowany w niniejszej pracy średni koszt kapitału prezentuje Tabela 3.13.

Tabela 3.13. Szacowany średni koszt kapitału dla spółki Facebook Inc.

Pozycja	Wartość
Średnia stopa referencyjna na rynku amerykańskim na 31.12.2019	4,75%
Rynkowa stopa zwrotu z pięcioletnich obligacji USA na 31.12.2019	1,69%
Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu dla indeksu S&P 500 dla lat 2015-2019	9,32%
Wskaźnik beta nielewarowany dla spółki Facebook Inc. na 31.12.2019	1,29
Wskaźnik beta lewarowany dla spółki Facebook Inc. na 31.12.2019	1,38
Udział kapitału własnego w finansowaniu działalności spółki Facebook Inc.	89,49%
Udział finansowania obcego w pasywach spółki Facebook Inc.	10,51%
Efektywna stopa opodatkowania CIT	25,50%
Koszt kapitału obcego	3,54%
Koszt kapitału własnego	12,22%
Średni ważony koszt kapitału	11,30%

Opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowanego spółki Facebook Inc. za rok finansowy kończący się 31.12.2019, analizy finansowej oraz danych zawartych w opisie metodyki szacowania WACC.

3.3. Wycena podmiotu

Proces wyceny, definiowany jako sposób ustalenia wartości określonej hipotetycznymi standardami, przesłankami i założeniami, powinien być traktowany instrumentalnie tzn. powinien mieć ściśle określony cel¹⁷². Jednym z celów niniejszej pracy jest przedstawienie procesu i określeniu źródeł kreacji wartości w spółkach mediów społecznościowych. Z punktu widzenia celu pracy, proces wyceny jest więc niezbędny do prawidłowego przedstawienia tych źródeł, a także ich wpływu na wartość, co prowadzi do wykazania prawdziwości tezy.

Postrzegana przez niniejszą wycenę wartość powinna być obiektywna tzn. wynikać jedynie z już oszacowanych nośników wartości przedsiębiorstwa, które przekładają się na wyniki podmiotu, a zależą w dużej mierze od decyzji zarządzających organizacją. Różne powiązania możliwych decyzji zostały przedstawione w scenariuszach, a następnie przeniesione na grunt

¹⁷⁰A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 316-317.

¹⁷¹Facebook WACC, <https://www.gurufocus.com/term/wacc/NAS:FB/WACC-/Facebook>, (dostęp:04.06.2020 r.).

¹⁷²P. J. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2012, s. 188.

oszacowania wynikających z nich wielkości finansowych. Tak estymowane dane powinny prowadzić do określenia wartości fundamentalnej podmiotu, czyli jednego ze standardów wartości, który ma za zadanie odzwierciedlać wartość podmiotu z poziomu wpływu na nią decyzji kadry zarządzającej i opierać się na oszacowanych możliwych korzyściach dla właścicieli, rozumianych jako dochody¹⁷³. Ze względu na potrzebę oszacowania ww. korzyści niezbędne jest ich określenie poprzez symulację przyszłej sytuacji finansowo-operacyjnej badanego podmiotu, w związku z tym w procesie wyceny powinna zostać wybrana umożliwiająca użycie tej symulacji metoda, którą w przypadku opisanym powyżej będzie metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych¹⁷⁴.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych zakłada bowiem, że wartość podmiotu jest odzwierciedleniem sumy przepływów pieniężnych z jego działalności z uwzględnieniem kosztu kapitału, które wyraża się w założonej stopie dyskontowej¹⁷⁵. Powyższa metoda zakłada również istnienie modeli, zależnych od fazy istnienia w jakiej znajduje się badane przedsiębiorstwo i wiąże się z pojęciem jego wartości rezydualnej, a więc przesłanką wyceny, wyrażonej w oczekiwaniach co do dalszej działalności podmiotu¹⁷⁶. W związku z tym należy określić oczekiwaną sytuację podmiotu po okresie dla którego oszacowaliśmy przyszłe przepływy pieniężne. Na oszacowanie tej sytuacji pozwala przeprowadzona analiza sektorowa i finansowa.

Zakłada się bowiem, że spółka zarówno w przypadku scenariusza optymistycznego, jak i prawdopodobnego osiągnęła już względny poziom stabilizacji, a dalsze wzrosty przepływów pieniężnych będą równe wzrostowi całej gospodarki. Należy więc wybrać model stałego wzrostu i obliczyć wartość rezydualną zgodnie z Modelem Gordona¹⁷⁷. Natomiast dla scenariusza pesymistycznego należy określić przesłankę dalszej ograniczonej aktywności, która najprawdopodobniej będzie prowadzić do osiągnięcia niskich przychodów na stałym poziomie, zgodnie z formułą wiecznej renty¹⁷⁸. Zakłada się, że spółka Facebook Inc. znajdzie niszę na rynku i tak zbuduje przewagę konkurencyjną, ponieważ całkowity upadek

¹⁷³Ibidem, s. 44.

¹⁷⁴Ibidem, s. 44.

¹⁷⁵A. Niemiec, *Wady i zalety wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” Nr 12, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin, 2009, s. 250.

¹⁷⁶P. Pomykański, *Metody wyceny*, [w:] B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017, s. 372-375.

¹⁷⁷A. Jaki, *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, wyd. IV, Wolters Kluwer Polska SA, Kraków, 2008, s. 98, [cyt. za:] J. Czekaj, S. Owsiak, *Finansowy mechanizm alokacji zasobów w gospodarce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 1992, s. 186-187.

¹⁷⁸Ibidem, s.98.

przedsiębiorstwa o takiej wielkości jest mało prawdopodobny w estymowanym okresie, choćby ze względu na dalsze dodatnie wolne przepływy pieniężne osiągnięte z działalności.

Aby poznać przyszłe przepływy pieniężne należy poddać obliczeniom wielkości oszacowane w podrozdziale drugim. Konieczne działania, a także ich wynik prezentuje Tabela 3.14. Warto zaznaczyć, że *NOPAT* stanowi zysk operacyjny po opodatkowaniu, a amortyzacja jako koszt niepieniężny jest dodawany do oszacowanych przepływów.

Tabela 3.14. Przepływy pieniężne spółki Facebook Inc. (w mln USD)

Scenariusz pesymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
<i>EBIT</i>	8 512	11 634	15 868	21 596	29 318
<i>CIT</i>	1 573	2 150	2 933	3 992	5 419
<i>NOPAT</i>	6 939	9 483	12 935	17 604	23 899
Amortyzacja	6 804	6 722	6 605	6 438	6 200
Zmiana <i>NWC</i>	-1 262	-1 803	-2 576	-3 680	-3 129
Nakłady inwestycyjne	1 720	2 457	3 511	5 015	7 165
FCFF	13 285	15 551	18 606	22 707	26 063
Scenariusz prawdopodobny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
<i>EBIT</i>	50 955	47 839	44 690	41 500	38 232
<i>CIT</i>	9 136	8 577	8 013	7 441	6 855
<i>NOPAT</i>	41 819	39 261	36 677	34 060	31 377
Amortyzacja	8 672	8 029	7 423	6 865	6 346
Zmiana <i>NWC</i>	2 802	2 587	2 401	2 254	2 128
Nakłady inwestycyjne	13 521	12 727	11 748	10 903	10 235
FCFF	34 167	31 977	29 952	27 767	25 360
Scenariusz optymistyczny					
Rok	2024	2023	2022	2021	2020
<i>EBIT</i>	56 814	53 340	49 829	46 273	42 628
<i>CIT</i>	9 621	9 032	8 438	7 836	7 219
<i>NOPAT</i>	47 194	44 308	41 391	38 437	35 410
Amortyzacja	8 996	8 279	7 603	6 980	6 402
Zmiana <i>NWC</i>	3 124	2 884	2 677	2 513	4 143
Nakłady inwestycyjne	15 076	14 190	13 099	12 157	11 412
FCFF	37 988	35 512	33 219	30 748	26 257

Opracowanie własne na podstawie estymowanych wielkości finansowych dotyczących spółki Facebook Inc.

Aby w pełni obliczyć wartość podmiotu należy zdyskontować przepływy pieniężne stopą procentową równą kosztowi kapitału. Dyskonto, jako jedna z metod finansowej oceny inwestycji, polega na oszacowaniu wielkości danych przepływów pieniężnych na dzień

dzisiejszy z uwzględnieniem stopy dyskontowej¹⁷⁹. W tym przypadku stopą dyskontową będzie wcześniej obliczony koszt kapitału. Zdyskontowane przepływy pieniężne prezentuje Tabela 3.15.

Tabela 3.15. Zdyskontowane przepływy pieniężne (w mln USD)

Scenariusz pesymistyczny						
Okres	5	4	3	2	1	Suma
FCF	13 285	15 551	18 606	22 707	26 063	96 213
Stopa dyskontowa	11,30%	11,30%	11,30%	11,30%	11,30%	-
Zdyskontowane CF	7 778	10 134	13 495	18 330	23 417	73 155
Scenariusz prawdopodobny						
Okres	5	4	3	2	1	Suma
FCF	34 167	31 977	29 952	27 767	25 360	149 223
Stopa dyskontowa	11,30%	11,30%	11,30%	11,30%	11,30%	-
Zdyskontowane CF	20 005	20 838	21 724	22 415	22 785	107 767
Scenariusz optymistyczny						
Okres	5	4	3	2	1	Suma
FCF	37 988	35 512	33 219	30 748	26 257	163 723
Stopa dyskontowa	11,30%	11,30%	11,30%	11,30%	11,30%	-
Zdyskontowane CF	22 242	23 141	24 094	24 821	23 591	117 889

Opracowanie własne na podstawie estymowanych wielkości finansowych dotyczących spółki Facebook Inc.

Należy w tym momencie obliczyć ww. wartość rezydualną. Przyjmuje się, że przepływy pieniężne ostatniego okresu scenariuszy optymistycznego i prawdopodobnego w przyszłych latach, nieobjętych wyceną, będą rosnać zgodnie ze średnią wzrostu gospodarski globalnej w latach 2015-2018, która wynosi 2,92%¹⁸⁰. Ponadto, dla scenariusza pesymistycznego zostanie określona wartość renty stałej, opartej na przepływach pieniężnych z ostatniego okresu. Określenie wartości rezydualnej (TV) prowadzi do oszacowania dochodowej wartości przedsiębiorstwa (DWP)¹⁸¹, która ze względu na przyjęte założenia posiada cechy wartości fundamentalnej i stanowi sumę zdyskontowanych przepływów pieniężnych z okresu 2020-2023 oraz wartości rezydualnej opartej o przepływy z roku 2024. Aby uzyskać wartość kapitałów własnych spółki (EV), niezbędne jest odjęcie długu spółki na 31.12.2019 (DV), oraz dodanie wielkości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów na dzień 31.12.2019 (CAE)¹⁸². Oszacowane wartości przedstawia Tabela 3.15. Warto zwrócić uwagę na fakt, jako że użyty,

¹⁷⁹A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016, s. 190.

¹⁸⁰*Dane Banku Światowego*, <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>, (dostęp: 06.06.2020 r.).

¹⁸¹A. Jaki, *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, wyd. IV, Wolters Kluwer Polska SA, Kraków, 2008, s. 97.

¹⁸²P. J. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2012, s. 206.

w celu zachowania przejrzystości pracy, skrót *EV* odnosi się do angielskiego tłumaczenia sformułowania „wartość kapitałów własnych”, rozumianego jako *equity value* i nie powinien być mylony z szeroko używanym wskaźnikiem *enterprise value*.

Tabela 3.16. Dochodowa wartość przedsiębiorstwa Facebook Inc. (w mln USD)

	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz prawdopodobny	Scenariusz optymistyczny
FCFF (PV)	65 377	87 763	95 647
TV (PV)	68 833	245 691	279 539
DWP	134 210	333 454	375 186
DV	11 873		
CAE	19 079		
EV	141 416	340 660	382 392

Opracowanie własne na podstawie prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych oraz rozpoznanych informacji rynkowych dotyczących spółki Facebook Inc.

Zaprezentowane wartości znacząco się różnią w zależności od przyjętego scenariusza. Różnica widoczna jest szczególnie w przypadku scenariusza pesymistycznego. Świadczy to o dużej zależności między wartością przedsiębiorstwa, a sytuacji w jakiej znajduje się podmiot.

Scenariusz pesymistyczny cechuje się założeniem spadku przychodów i poziomu inwestycji, które mogłyby stymulować przychody, określeniem efektywnej stopy opodatkowania na wysokim poziomie, a także szacunkiem, poprzez konstrukcje modelu wartości rezydualnej, o niezwiększaniu się przyszłych wielkości przepływów pieniężnych. Warto przypomnieć, że przyjęcie takich założeń podyktowane jest szacowaną niekorzystną sytuacją podmiotu, spowodowaną odpływem użytkowników i reklamodawców ze względu na błędne decyzje kadry zarządzającej o charakterze operacyjnym.

Scenariusz prawdopodobny przedstawia natomiast projekcje prawdopodobnego rozwoju spółki na poziomie podobnym do historycznego. W tym wypadku wzrost przychodów, nakładów inwestycyjnych, wspierających generowanie wzrostu przychodów, niższa stopa opodatkowania oraz założenie dalszych wzrostów po zakończeniu okresu wyceny powoduje wyższą wartość podmiotu niż ma to miejsce w scenariuszu pesymistycznym. W tym szacunku przyszłej rzeczywistości zakłada się dalszy wzrost ilości użytkowników, co w konsekwencji przekłada się na zachowanie przewagi konkurencyjnej i ukształtowanie się nośników wartości przedsiębiorstwa w sposób pozytywny z punktu widzenia kreacji wartości.

Scenariusz optymistyczny zakłada natomiast jeszcze wyższą wielkość sprzedaży niż ma to miejsce w scenariuszu prawdopodobnym, co wiąże się z potrzebą wyższych nakładów

inwestycyjnych. Efekt pozytywny potęguje założona niższa stopa opodatkowania. Wyższa wielkość przychodów spowodowana jest hipotetycznym nowym ich źródłem, a co za tym idzie umocnieniem pozycji spółki wobec konkurentów, w konsekwencji przekłada się na wyższe przepływy pieniężne, co prowadzi do ustalenia wysokiej wartości spółki.

Praktyczny przypadek prezentuje zatem wartość podmiotu zależną od jego kondycji. Określając model biznesowy, jako sposób prowadzenia działalności podmiotu, została wykazana jego zależność od decyzji zarządzających organizacją. Oznacza to, że sposób w jaki osiągnana jest przewaga konkurencyjna, a co za tym idzie sposób kształtowania się i wielkość nośników wartości przedsiębiorstwa, ma bezpośredni wpływ na wartość podmiotu.

Zakończenie

Kreację wartości w spółkach z sektora mediów społecznościowych można rozumieć jako wynik decyzji zarządzających podmiotem, a także czynników rynkowych niezależnych od działań decydentów.

Jednakże, zarząd powinien swoimi działaniami niwelować negatywne wpływy zewnętrzne. W przeciwnym wypadku, spółka traci na wartości, co zaburza podstawową zasadę zarządzania wartością, która przez cel działania przedsiębiorstwa postrzega ciągłe jej zwiększanie. Konsekwencje nieodpowiednich decyzji odzwierciedlane są w stosunkowo krótkim okresie w wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa.

Wpływ na fakt szybkości hipotetycznej zmiany wartości ma model biznesowy podmiotów z sektora mediów społecznościowych, który cechuje się kreacją przewagi konkurencyjnej poprzez zwiększanie liczby użytkowników i ich zaangażowania w działanie platformy. Takie podejście wskazuje na duże ryzyko prowadzonej działalności, która zależna jest od mody i szerokich innowacji technologicznych, gdzie uwidacznia się możliwość występowania szybkich i dynamicznych zmian sektorowych.

Nie bez znaczenia pozostaje istnienie niskich barier wejścia na rynek. Zważając na liczbę przejść innych organizacji przez wiodące podmioty tego sektora, a także historii ich powstania, można uznać, że spółki mające pozycje liderów w tej gałęzi gospodarki są bardzo wrażliwe na nowe wejścia ze względu na małe nakłady niezbędne w celu rozpoczęcia działalności.

Dodatkowo, kolejny istotny czynnik w kształtowaniu wartości spółek z sektora mediów społecznościowych, to koszt kapitału. Jest on wyraźnie wyższy od spółek z innych gałęzi gospodarki. Powyższe spowodowane jest finansowaniem działalności głównie kapitałem własnym, co implikuje również zjawisko minimalnego lewarowania działalności gospodarczej przez te podmioty.

Rozpoznanie i opisanie powyższych czynników, doprowadziło także do rozpoznania ich źródeł, gdzie ograniczenie oddziaływania zagrożeń, a także wzmocnienie oddziaływania szans wynika bezpośrednio z decyzji zarządzających organizacją.

Dla spółki Facebook Inc. głównymi decyzjami w zakresie operacyjnym są rozwój oferowanych produktów i usług, rozpoczęta dywersyfikacja produktowa (np. platforma wirtualnej rzeczywistości *Oculus*), a także proces zwiększonej aktywizacji użytkowników sieci Internet, co pozwoli spółce osiągać wyższe przychody, których głównym źródłem jest świadczenie usług

reklamowych dla firm zewnętrznych. Przekłada się to w sposób pozytywny na kreowanie przewagi konkurencyjnej i jest niezbędne w celu jej zachowania w dynamicznym otoczeniu.

Decyzje inwestycyjne są bezpośrednio związane z dążeniem spółki do przewodzenia na rynku. Inwestycje w środki trwałe, prace rozwojowe, oraz wartość firmy poprzez przejmowanie podmiotów konkurencyjnych ochraniają zbudowaną przewagę konkurencyjną i są niezbędne z punktu widzenia zachowania źródeł przychodów.

Natomiast, decyzje finansowe spółki, dotyczące źródeł finansowania działalności, kreują koszt kapitału, są więc tym samym miarą ryzyka dla akcjonariuszy. Poprzez odniesienie tej wielkości w praktycznym przypadku wyceny metodą dochodową, ma ona bezpośredni wpływ na oszacowaną wartość przedsiębiorstwa.

Powyższe oznacza, że każda decyzja zarządzających organizacją ma bezpośredni lub pośredni wpływ na wartość podmiotu. Pozytywne decyzje, rozumiane jako optymalizujące nośniki wartości przedsiębiorstwa, premiowane są zwiększeniem jego wartości, natomiast negatywne często jej nieodwracalnym zmniejszeniem.

Dogłębne przedstawienie pojęcia wartości, a także praktyczny przypadek wyceny umożliwiły wykazanie prawdziwości tezy, mówiącej o zależności potencjału kreowania wartości przedsiębiorstwa z sektora mediów społecznościowych od charakterystyki otoczenia, które cechuje się niestabilnością, dużą konkurencją i niskimi barierami wejścia oraz realizowaniu ww. potencjału przez zarząd poprzez podejmowanie negatywnych lub pozytywnych decyzji z punktu widzenia zwiększania wartości.

Przyjęte uproszczenia, zwłaszcza w zakresie prognozy przyszłych wielkości finansowych dają powód do dalszych studiów nad wartością w analizowanym przez niniejszą pracę kontekście, a które powinny być skupione na badaniu zależności pomiędzy wielkościami finansowymi kreującymi wartość, a ich źródłem i procesem powstawania.

Bibliografia

Literatura przedmiotu:

1. Bogdanienko J. (red.), *Organizacja i zarządzanie w zarysie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2010.
2. Byrka- Kita K., *Standardy wartości, a wycena pakietów akcji lub udziałów gwarantujących różny udział w strukturze własności*, „Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, 2015.
3. Chan E., *Harvard Business School Confidential: Secrets of Success*, John Willey & Sons, Hoboken, 2012.
4. Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie Finansami przedsiębiorstw- podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005.
5. Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Willey & Sons, Hoboken, 2002.
6. Damodaran A., *Research and Development Expenses: Implications for Profitability Measurement and Valuation*, „NYU Working Paper” Nr FIN-99-024, 2008.
7. Damodaran A., *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*, “NYU Working Paper” Nr FIN-99-018, 1999.
8. Damodaran A., *Wartość firmy. Storytelling i liczby*, tłum. B. Sałbut, Poltext, Warszawa, 2019.
9. Daszyńska- Żygadło K., *Wycena przedsiębiorstwa- podejście scenariuszowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2015.
10. Daszyńska-Żygadło K., *Podejście scenariuszowe w zarządzaniu ryzykiem*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, sectio H, VOL.XLVI, 4, 2012.
11. Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2005.
12. Dueker M. J., *Are prime rate changes asymmetric?*, “Federal Reserve Bank of St. Louis Review” Vol. 82 Nr 5, 2000.
13. Golec M., Wrońska- Bukalska E., *Wycena kapitału własnego w procesie IPO*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” Nr 198 cz.2, 2014.
14. Golik-Górlecka G., Skonieczka R., *Determinanty wzrostu i rozwoju modelu biznesowego z uwzględnieniem cyklu życia organizacji*, „Zeszyty naukowe Politechniki Poznańskiej” nr 77, 2018.
15. Górski M., *Rynkowy system finansowy*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2018.
16. Gruszczyński M. (red.), Kuszewski T. (red.), Podgórska M. (red.), *Ekonometria i badania operacyjne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2009.
17. Grzenkowicz N., Kowalczyk J., Kusak A., Podgórski Z., *Analiza finansowo-ekonomiczna jako narzędzie oceny kondycji przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2017.
18. Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, wyd. IV, Wolters Kluwer Polska SA, Kraków, 2008.
19. Klincewicz K. (red.), *Zarządzanie, organizacje i organizowanie – przegląd perspektyw teoretycznych*, Wydawnictwo Naukowe Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016.
20. Kowalczyk J. (red.), *Biznesplan*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2010.

21. Lewicka H., *Wartość jako kluczowe pojęcie w dziedzinie nauk ekonomicznych*, „Społeczeństwo i ekonomia” 2 (2), 2014.
22. Maciejowska D., Kalwasińska E., *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa według polskiego prawa bilansowego*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016.
23. Niemiec A., *Wady i zalety wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” Nr 12, 2009.
24. Obłój K., *Strategia Organizacji*, wyd. III, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, 2014, Warszawa.
25. Panfil M. (red.), Szablewski A. (red.), *Wycena spółek z WIG30*, Poltext, 2014, Warszawa.
26. Pasula K., *Analiza fundamentalna Indykpolu S. A. jako przykład wyceny aktywów biologicznych według kosztu historycznego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach- Studia Ekonomiczne- Zeszyty Naukowe” 341, 2017.
27. Pieloch-Babiarz A., Sajnog A., *Analiza fundamentalna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, 2016.
28. Piotrowska K., *Polityka rachunkowości w zakresie prac badawczo-rozwojowych a wynik finansowy*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” Nr 201, 2014.
29. Pomykańska B., Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2017.
30. Postuła M. (red.), *Finanse firmy w decyzjach menedżerskich*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, 2016.
31. Prędkie A. (red.), *Wybrane zastosowania narzędzi analitycznych w naukach ekonomicznych*, Wydawnictwo Mfiles.pl, Kraków, 2015.
32. Ranoz R., *Analiza struktury i kosztu kapitału w przedsiębiorstwach górniczych*, „Gospodarka surowcami mineralnymi” Nr 33, 2017.
33. Rębilas R., *Inwestycje przedsiębiorstw i źródła ich finansowania. Teoria i praktyka*, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza, 2012, s. 26.
34. Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, wyd. IV, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2016.
35. Skrzetuski R., Skorwon R., *Media społecznościowe jako narzędzie komunikacji firmy z klientem*, „Handel wewnętrzny” 6 (359), 2015.
36. Szczepankowski P.J., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2012.
37. Szymański P., *Standardy wartości w wycenie przedsiębiorstw*, „Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” Nr 855 „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” Nr 74, t. 1, 2015.
38. Thlon M., *Charakterystyka i klasyfikacja ryzyka w działalności gospodarczej*, „Zeszyty naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” nr 902, 2013.
39. Wróblewski M., *Problemy trafności prognozowania przepływów pieniężnych w wycenie spółek giełdowych metodą DCF*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” Nr 307, 2016.
40. Ziolkowska B., *Wartość przedsiębiorstwa i jej determinanty w zarządzaniu współczesnymi przedsiębiorstwami*, „Studia i Prace WNEiZ US” nr 44/2, 2016.

Akty prawne:

1. Dz.U.2019.0.351 t.j. - Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości.

Inne źródła:

1. American Society of Appraisers, *BV Standards, Approved and Final 12-11-09*, 2009.
2. Sprawozdanie finansowe spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2019 r.
3. Sprawozdanie finansowe spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2018 r.
4. Sprawozdanie finansowe spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2017 r.
5. Sprawozdanie finansowe spółki Facebook Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2016 r.
6. Sprawozdanie finansowe spółki Twitter Inc. za rok finansowy zakończony 31.12.2018 r.

Publikacje elektroniczne:

1. *Advertising Revenues at Myspace Sank to 288 million in 2010*, <https://www.emarketer.com/newsroom/index.php/advertising-revenues-myspace-sank-288-million-2010/>, (dostęp: 02.05.2020 r.).
[articles/markets/111615/analyzing-porters-5-forces-facebook.asp](https://www.emarketer.com/newsroom/index.php/advertising-revenues-myspace-sank-288-million-2010/), (dostęp: 15.04.2020 r.).
2. B. Geier, *The Average Salary in California*, <https://smartasset.com/retirement/average-salary-in-california>, (dostęp: 10.02.2020 r.).
3. Bernazzani S., *A Brief History of Snapchat*, <https://blog.hubspot.com/marketing/history-of-snapchat>, (dostęp: 08.02.2020 r.).
4. Brügge N., *A brief history of Facebook as a media text: The development of an empty structure*, <https://firstmonday.org/ojs/index.php/fm/article/view/5423/4466>, (dostęp: 06.02.2019 r.).
5. Butler R.A., *Analyzing Porter's 5 Forces on Facebook (FB)*, <https://www.investopedia.com/>
6. Cain A., *How Facebook Decides an Employee's Salary*, <https://www.inc.com/business-insider/how-facebook-decides-employee-salary-earnings-how-much-money-pays-formula.html>, (dostęp: 10.02.2020 r.).
7. Carlson N., *The Real History of Twitter*, <https://www.businessinsider.com/how-twitter-was-founded-2011-4?IR=T>, (dostęp: 08.02.2020 r.).
8. Chaufen A., *The US Economy in 2020: Data Paint An Unclear Picture*, <https://www.forbes.com/sites/alejandrochafuen/2020/01/01/the-us-economy-in-2020-data-paint-an-unclear-picture/#5c65d3e7534b>, (dostęp: 14.04.2019 r.).
9. Cipiur J., *MFW: ponad 170 państw zakończy 2020 rok ze spadkiem PKB per capita w wyniku Covid-19*, <https://alebank.pl/mfw-ponad-170-panstw-zakonczy-2020-rok-ze-spadkiem-pkb-per-capita-w-wyniku-covid-19/>, (dostęp: 14.04.2020 r.).
10. *Czy reklama na Facebooku się opłaca?*, <https://www.forbes.pl/wiadomosci/czy-reklama-na-facebooku-sie-oplaca/sj693ps>, (dostęp: 09.02.2020).
11. *Daily Treasury Yield Curve Rates*, <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019>, (dostęp: 30.05.2020 r.).
12. Damodaran A., *Total Betas by Sector*, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html, (dostęp: 04.06.2020 r.).
13. *Dane Banku Światowego*, https://data.worldbank.org/indicator/fp.cpi.totl.zg?name_desc=true, (dostęp: 14.04.2020 r.).
14. *Dane Banku Światowego*, <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>, (dostęp: 06.06.2020 r.).
15. *Dane Banku Światowego*, https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?name_desc=true, (dostęp: 14.04.2020 r.).
16. DePliss L., *Twitter wasn't the biggest IPO of 2013. You haven't heard of the company that was*, <https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2013/12/03/twitter-wasnt-the-biggest-ipo-of-2013-you-havent-heard-of-the-company-that-was/>, (dostęp: 12.02.2020 r.).

17. Facebook Inc. Definitions- *GuruFocus.com*, <https://www.gurufocus.com/term/pettm/FB/PE-Ratiottm/Facebook-Inc>, (dostęp: 11.04.2020 r.).
18. Facebook Inc. Definitions- *GuruFocus.com*, <https://www.gurufocus.com/term/pettm/FB/PE-Ratiottm/Facebook-Inc>, (dostęp: 11.04.2020 r.).
19. Facebook Through The Lens Of Porter's Five Forces, <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2014/11/28/facebook-through-the-lens-of-porters-five-forces/#7756923f7dd3>, (dostęp: 15.04.2020 r.).
20. Facebook WACC, <https://www.gurufocus.com/term/wacc/NAS:FB/WACC-/Facebook>, (dostęp: 04.06.2020 r.).
21. General Motors – Acquisitions, https://www.crunchbase.com/search/acquisitionsfield/organizations/num_acquisitions/general-motors, (dostęp: 11.02.2020 r.).
22. General Motors Company Common Stock (GM) Financials, <https://www.nasdaq.com/marketactivity/stocks/gm/financials>, (dostęp: 10.02.2020 r.).
23. Hiltin P., *Internet, social media use and device ownership in U.S. have plateaued after years of growth*, <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2018/09/28/internet-social-media-use-and-device-ownership-in-u-s-have-plateaued-after-years-of-growth/>, (dostęp: 15.04.2020 r.).
24. Historical Prime Rate, <https://institute.jpmorganchase.com/about/our-business/historical-prime-rate>, (dostęp 30.05.2020 r.).
25. Informacje na temat spółki Facebook Inc., <https://www.bbb.org/us/ca/menlo-park/profile/social-media-marketing/facebook-1116-385674t>, (dostęp: 28.03.2020 r.).
26. Johnston M., *How Facebook Makes Money*, <https://www.investopedia.com/ask/answers/120114/how-does-facebook-fb-make-money.asp>, (dostęp: 09.02.2020 r.).
27. Kuźniar K., *Kapitał ludzki jako podstawa sukcesu nowoczesnego przedsiębiorstwa*, Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, b. r., Wrocław, s. 129, http://mikroekonomia.net/system/publication_files/243/original/11.pdf?1314948749, (dostęp: 10.02.2020 r.).
28. Luckerson V., *Top 10 Most Important IPOs*, <https://business.time.com/2013/12/04/business/slide/top-10-most-important-ipos/>, (dostęp: 12.02.2020 r.).
29. MacArthur A., *The Real History of Twitter, in Brief*, <https://www.lifewire.com/history-of-twitter-3288854>, (dostęp: 08.02.2020 r.).
30. Macfarlane G., *How Facebook, Twitter, Social Media Make Money From You*, <https://www.investopedia.com/stock-analysis/032114/how-facebook-twitter-social-media-make-money-you-twtr-lnkd-fb-goog.aspx>, (dostęp: 09.02.2020 r.).
31. Malec M., *Wycena firmy. Jak dokonać? Na czym polega? Metody*, https://www.private-equity.pl/wycena-firmy/#Fundamentalne_zalozenia_wyceny_II_Przeslanki_Wartosci, (dostęp: 12.01.2020 r.).
32. Markman J., *Facebook AI Research Is a Game- Changer*, <https://www.forbes.com/sites/jonmarkman/2019/07/28/facebook-ai-research-is-a-game-changer>, (dostęp: 14.04.2020 r.).
33. *Number of social network users worldwide from 2010 to 2021*, <https://www.statista.com/statistics/278414/number-of-worldwide-social-network-users/>, (dostęp: 06.02.2019 r.).
34. Pepitone J., *Facebook trading sets record IPO value*, <https://money.cnn.com/2012/05/18/technology/facebook-ipo-trading/index.htm>, (dostęp: 12.02.2020 r.).
35. Pinterest Inc. Definitions- *GuruFocus.com*, <https://www.gurufocus.com/term/pettm/PINS/PE-Ratiottm/Pinterest>, (dostęp: 11.04.2020 r.).
36. Prall L., *SixDegrees - Social Networking In Its Infancy*, <https://ezinearticles.com/?SixDegrees---Socialnetworking-In-Its-Infancy&id=5064109>, (dostęp: 06.02.2019 r.).

37. Press G. , *Why Facebook Triumphed Over All Other Social Networks*, <https://www.forbes.com/sites/gilpress/2018/04/08/why-facebook-triumphed-over-all-other-social-networks/#63c0ff366e91>, (dostęp: 06.02.2019 r.).
38. *Produkty Facebook Inc.*, <https://www.facebook.com/help/1561485474074139>, (dostęp: 09.02.2020 r.).
39. *Produkty Twitter Inc.*, https://blog.twitter.com/en_us/topics/product.html, (dostęp: 09.02.2020 r.).
40. Ramzeen A.V., *72 Facebook Acquisitions – The Complete List*, <https://www.techwyse.com/blog/infographics/facebook-acquisitions-the-complete-list-infographic/>, (dostęp: 10.02.2020 r.).
41. Reiff N., *How Twitter Makes Money*, <https://www.investopedia.com/ask/answers/120114/how-does-twitter-twtr-make-money.asp>, (dostęp: 09.02.2020 r.).
42. *S&P 500 CAGR*, http://www.moneychimp.com/features/market_cagr.htm, (dostęp: 30.05.2020 r.).
43. *Snap Inc. Definitions- GuruFocus.com*, <https://www.gurufocus.com/term/pettm/SNAP/PE-Ratiottm>, (dostęp: 11.04.2020 r.).
44. *The Complete History of Social Media: From the First Online Network to Today*, <https://historycooperative.org/the-history-of-social-media/>, (dostęp: 06.02.2019 r.).
45. *The rise of social media*, <https://ourworldindata.org/rise-of-social-media>, (dostęp: 06.02.2019).
46. *Twitter – Acquisitions*, https://www.crunchbase.com/organization/twitter/acquisitions/acquisitions_list, (dostęp: 10.02.2020 r.).
47. *Twitter Inc. Definitions- GuruFocus.com*, <https://www.gurufocus.com/term/pettm/TWTR/PE-Ratiottm>, (dostęp: 11.04.2020 r.).