

RAPORT Z WYCENY WYBRANYCH WARTOŚCI NIEMATERIALNYCH I PRAWNYCH NALEŻĄCYCH DO SPÓŁKI

Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie.



Data dokumentu 19.09.2025 r.

SPIS TREŚCI

SPIS TREŚCI	2
1. PODSUMOWANIE WYCENY	3
2. PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE	5
2.1. KRÓTKI OPIS DZIAŁALNOŚCI	6
2.2. WYNIKI FINANSOWE SPÓŁKI	8
3. OTOCZENIE GOSPODARCZE.....	10
3.1. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	10
3.2. RYNEK WYROBÓW ALKOHOLOWYCH.....	12
3.3. RYNEK PIWA	14
4. PRZEDMIOT WYCENY	18
5. METODYKA WYCENY	22
5.1. OGÓLNE ZASADY.....	22
5.2. METODA OPŁAT LICENCYJNYCH	23
5.3. METODA KOSZTOWA.....	24
6. SZCZEGÓŁOWE WYLICZENIA.....	25
6.1. WYCENA MARKI TENCZYNEK ORAZ MYJEBONGA METODĄ OPŁAT LICENCYJNYCH	25
6.2. WYCENA MARKI LOL METODĄ KOSZTOWĄ.....	36
7. PODSUMOWANIE.....	37
KLAUZULE I OŚWIADCZENIA	39
ZAŁĄCZNIK.....	40

RAPORT Z WYCENY WYBRANYCH WARTOŚCI NIEMATERIALNYCH I PRAWNYCH NALEŻĄCYCH DO SPÓŁKI
Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie.

1. PODSUMOWANIE WYCENY

Przedmiot wyceny	Wycena praw do użytkowania wybranych Znaków Towarowych spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości (MPWiW).
Zastosowane metody wyceny	Metoda zwolnienia z opłat licencyjnych oraz metoda kosztowa.
Cel wyceny	Wycena została sporządzona w celu sprzedaży aktywów w procesie upadłości Spółki.
Standard wartości	Godziwa wartość rynkowa (ang. Fair Market Value) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i nie działający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego.
Podstawowe założenie wyceny	Założenie kontynuowania użytkowania znaków towarowych.
Data wyceny	10.12.2024 r.
Data sporządzenia wyceny	19.09.2025 r.
Legitymacja	Umowa z dnia 30-04-2025 r.
Źródła danych	Memorandum Informacyjne spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A., Tenczynek, 20 kwietnia 2022 r. Sprawozdania finansowe Spółki za lata 2019-2022. Raport rozlewu z lat 2021-2023.
Oszacowana wartość	Wartość wycenianych znaków towarowych należących do spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie wynosi łącznie: 99.810,00 zł Słownie: dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy osiemset dziesięć złotych 00/100.

RAPORT Z WYCENY WYBRANYCH WARTOŚCI NIEMATERIALNYCH I PRAWNYCH NALEŻĄCYCH DO SPÓŁKI
Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie.

Wartość znaków towarowych objętych marką parasolową BROWAR TENCZYNEK (TENCZYNEK) oznaczonych numerami praw wyłącznych: R.313868; R.313393; R.313394; R.313494; R.313495; R.313496; R.326599; R.326600; R.327459; R.327573; R.341185; R.343396; Nr ID 1211380; EUTM-018704832, oszacowana w podejściu dochodowym, metodą zwolnienia z opłat licencyjnych, wynosi łącznie:

96.700,00 zł

Słownie: dziewięćdziesiąt sześć tysięcy siedemset złotych 00/100.

Wartość znaku towarowego (marki) MYJEBONGA obejmująca znaki towarowe oznaczone numerami praw wyłącznych: R.370109; NR ID 1211380, oszacowana w podejściu dochodowym, metodą zwolnienia z opłat licencyjnych, wynosi łącznie:

2.520,00 zł

Słownie: dwa tysiące pięćset dwadzieścia złotych 00/100.

Wartość znaku towarowego (marki) LOL obejmująca znak towarowy oznaczony numerem prawa wyłącznego R.321685, oszacowana w podejściu kosztowym, metodą kosztów zastąpienia, wynosi łącznie:

590,00 zł

Słownie: pięćset dziewięćdziesiąt złotych 00/100.

2. PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

Manufaktura Piwa, Wódki i Wina SA w upadłości

- ul. Chmielna 2 lok. 31, 00-020 Warszawa
- KRS: 0000635590
- NIP: 9462662680;
- REGON: 365331458

Spółka została zawiązana w dniu 08.08.2016 r., a w dniu 06.09.2016 r. została zarejestrowana przez Sąd Rejonowy Lublin-Wschód w Lublinie z siedzibą w Świdniku, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w Rejestrze Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000635590.

Kapitał zakładowy spółki wynosi 554.249,40 zł. Jej organami są Zarząd oraz Rada Nadzorcza.

Spółka jest reprezentowana przez Zarząd jednoosobowy w osobie Prezesa Zarządu Janusza Palikota.

W skład Rady Nadzorczej wchodzi: Emil Palikot, Zbigniew Borowy, Anna Pustova, Dawid Wyszyński, Paulina Józefowicz.

Przedmiot działalności podmiotu

- 11.05.Z, Produkcja piwa;
- 46. , Handel hurtowy z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi;
- 47. , Handel detaliczny z wyłączeniem handlu detalicznego pojazdami samochodowymi;
- 52. , Magazynowanie i działalność usługowa wspomagająca transport;
- 68. , Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości;
- 73. , Reklama, badanie rynku i opinii publicznej;
- 77. , Wynajem i dzierżawa;
- 82. , Działalność związana z administracyjną obsługą biur i pozostała działalność wspomagająca prowadzenie działalności gospodarczej;

- 46.34.A, Sprzedaż hurtowa napojów alkoholowych;
- 72.19.Z, Badania naukowe i prace rozwojowe w dziedzinie pozostałych nauk przyrodniczych i technicznych.

2.1. KRÓTKI OPIS DZIAŁALNOŚCI

Początkowy kapitał zakładowy Spółki wynosił 100.000,00 zł, przy czym przed zarejestrowaniem Spółki w Rejestrze Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego został on opłacony w kwocie 25.000,00 zł, a następnie po rejestracji uzupełniony do pełnej wysokości.

Działalność Grupy Kapitałowej można podzielić na dwa kluczowe okresy:

Lata 2017-2020

- W latach 2017-2020 Spółka koncentrowała się na przejęciu zakładu produkcyjnego Browar Tenczynek, a także jego modernizacji oraz uruchomieniu produkcji piwa regionalnego pod marką Tenczynek.
- W 2018 r. Spółka sfinalizowała transakcję zakupu zorganizowanej części przedsiębiorstwa od spółki Browary Regionalne Jakubiak S.A. w postaci zakładu produkcyjnego Browar Tenczynek, za kwotę 19,1 mln zł.
- W drugiej połowie 2018 r. uruchomiona została produkcja i sprzedaż piw regionalnych. W tym okresie podmiot koncentrował się na budowie świadomości marki i jej pozycji rynkowej. Okres ten charakteryzował się wysokimi nakładami inwestycyjnymi związanymi z modernizacją zakładu w Tenczynku oraz kosztami marketingu i dystrybucji w celu poszerzenia rynku zbytu.
- **Działaniom marketingowym i dystrybucyjnym towarzyszyła stosunkowo niska rentowność poszczególnych produktów (do 30 gr marży/butelka) oraz niezadawalająca rotacja produktów na półkach sklepowych¹.**

Okres od 2020 roku

- Od 2020 r. Spółka intensywnie rozbudowała Grupę Kapitałową w wyniku odejścia od modelu działalności skoncentrowanym wyłącznie na produkcji i sprzedaży piwa w kierunku szerszej dywersyfikacji poprzez wprowadzenie do oferty alkoholi wysokoprocentowych jak również piw bezalkoholowych.

¹ MEMORANDUM INFORMACYJNE Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A., Tenczynek, 20-04-2022 r., str. 92.

RAPORT Z WYCENY WYBRANYCH WARTOŚCI NIEMATERIALNYCH I PRAWNYCH NALEŻĄCYCH DO SPÓŁKI
Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie.

- Dokonano również modyfikacji strategii marketingowej poprzez wykreowanie szeregu nowych marek opartych o silnego „brand hero” oraz odwoływanie się do emocji jako głównej siły marketingowej.
- Na przełomie lat 2020 i 2021 Grupa Kapitałowa wprowadziła na rynek takie produkty, jak: Tenczyńska Okovita, Whisky Palikot oraz kultowe produkty spółki Przyjazne Państwo S.A. pod marką BUH, obejmujące piwo BUH oraz wódkę BUH.
- Działalność rozwojowa i promocyjna dotycząca poszczególnych marek została wyodrębniona do specjalnie powołanych do tego celu spółek, będących częścią Grupy Kapitałowej.
- Produkcja alkoholi została skoncentrowana w dwóch zakładach tj. Browar Tenczynek oraz Browar w Niechanowie.
- Równolegle realizowane były procesy konsolidacji w obrębie Grupy Kapitałowej, polegające na połączeniu Spółki i browaru Doctor Brew sp. z o.o. w jeden podmiot, a także na nabyciu do 100% akcji spółki Przyjazne Państwo S.A., jako wkładu niepieniężnego na akcje Spółki.
- W ramach procesu łączenia we wrześniu 2020 r. nastąpiło przeniesienie procesu produkcji piw marki Doctor Brew do zakładu Spółki w Tenczynku poprzez zlecenie Spółce całej produkcji Doctor Brew, a tym samym wykorzystanie wynikających z tego działania efektów synergii. Konsolidacja operacyjna obu podmiotów została zakończona wiosną 2021 r.
- Na przełomie kwietnia i maja 2022 r. Spółka przeprowadziła publiczną emisję akcji serii K (139 265 akcji po cenie 54 zł za sztukę), która została objęta tylko w 70%.
- Brak pozyskania dodatkowych kapitałów własnych na rozwój, odmowa dopuszczenia Spółki do notowania na rynku NewConnect oraz systematyczny wzrost zadłużenia odsetkowego spowodował, iż spółki Grupy Kapitałowej stopniowo wpadły w spiralę długów, czego finalnym efektem był złożony w sądzie wniosek wierzyciela o ogłoszenie upadłości spółki MPWiW.
- Ratowanie sytuacji poprzez podjętą jesienią 2023 r. próbę restrukturyzacji, tj. złożenie wniosku o zatwierdzenie układu z wierzycielami nie doprowadziło do poprawy sytuacji przedsiębiorstwa, bowiem pomimo zgody wierzycieli na zawarcie układu częściowego Sąd go nie zatwierdził.
- Zgodnie ze Sprawozdaniem Tymczasowego Nadzorcy Sądowego z dnia 25.10.2024 r. Przedsiębiorstwo Dłużnika (MPWiW) nie funkcjonuje. Nadto zaktualizowało się wobec niego domniemanie niewypłacalności określone w art. 11 ustawy prawo upadłościowe, bowiem nie realizuje wymagalnych zobowiązań powyżej 3 miesięcy.

2.2. WYNIKI FINANSOWE SPÓŁKI

Dostępne sprawozdania finansowe spółki obejmują okres do 2022 r. Spółka nie złożyła do KRS sprawozdań finansowych za lata 2023-2024. W latach 2018-2020 sporządzała sprawozdania jednostkowe, natomiast od 2021 r. sprawozdanie skonsolidowane. W latach 2018-2022 zwiększyła sprzedaż z 5,4 mln zł do 54 mln zł.

Na skokowy wzrost sprzedaży wpływ miała przede wszystkim znacząca rozbudowa grupy kapitałowej od 2021 r. W latach 2018-2022 Grupa Kapitałowa zanotowała dodatni wynik na sprzedaży wyłącznie w 2021 r. Dodatnie wyniki finansowe występowały na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat osiągając dodatnią marżę na sprzedaży, na poziomie operacyjnym oraz netto. We wszystkich pozostałych latach wynik na sprzedaży oraz wynik operacyjny był ujemny.

Na koniec 2022 r. wynik netto wynosił (minus) 7,7 mln zł przy dodatniej wartości EBIT w wysokości 13 mln zł, na co kluczowy wpływ miało dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej. Wynik na sprzedaży był ujemny i wynosił (minus) 42,3 mln zł.

Tabela 1. Wyniki finansowe Grupy Kapitałowej MPWiW w latach 2018-2022 w tys. zł.

	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody ze sprzedaży	5 414	6 666	6 579	49 713	53 955
Wynik na sprzedaży	-14 983	-6 131	-7 240	6 171	-42 271
Amortyzacja	749	918	1 665	1 593	2 426
EBIT	-16 467	-1 649	-6 389	10 851	12 999
EBITDA	-15 718	-731	-4 724	12 444	15 425
Wynik na sprzedaży powiększony o amortyzację	-14 234	-5 213	-5 575	7 764	-39 845
Wynik netto	-18 974	-4 918	512	8 895	-7 667
Marża na sprzedaży	-276,7%	-92,0%	-110,0%	12,4%	-78,3%
Marża EBIT	-304,2%	-24,7%	-97,1%	21,8%	24,1%
Marża EBITDA	-290,3%	-11,0%	-71,8%	25,0%	28,6%
Marża EBITDA skorygowana o zdarzenia one off	-262,9%	-78,2%	-84,7%	15,6%	-73,8%

Tabela 2. Wybrane pozycje bilansowe i wskaźniki Grupy Kapitałowej MPWiW w latach 2018-2022 w tys. zł.

	2018	2019	2020	2021	2022
Suma bilansowa	28 298	33 976	42 641	129 878	319 341
Aktywa trwałe	21 557	29 657	31 389	61 714	178 832
Aktywa obrotowe	6 741	4 319	11 252	68 114	140 509
Zapasy	904	692	2 134	10 174	15 329
Należności handlowe	2 243	2 729	3 612	21 260	18 242
Inwestycje krótkoterminowe	255	15	432	14 929	7 834
Kapitał własny	-4 977	-8 935	-8 442	851	74 398
Kapitał mniejszości	0	0	10 081	20 346	20 609
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania ogółem	33 275	42 911	41 002	108 681	224 334
Kredyty i pożyczki	0	664	10 039	14 869	122 487
Emisje dłużnych papierów wartościowych	20 990	23 134	18 121	19 059	21 905
Inne zobowiązania finansowe	0	664	862	2 392	852
Zobowiązania handlowe	3 658	4 062	1 788	14 807	32 976
Zapasy/Sprzedaż	16,70%	10,38%	32,44%	20,47%	28,41%
Należności handlowe/Sprzedaż	41,43%	40,94%	54,90%	42,77%	33,81%
Zobowiązania handlowe/Sprzedaż	67,57%	60,94%	27,18%	29,78%	61,12%
Zobowiązania/Suma bilansowa	117,59%	126,30%	96,16%	83,68%	70,25%

Suma bilansowa Grupy Kapitałowej na koniec 2022 r. wynosiła 319,3 mln zł przy 224,3 mln zobowiązań i rezerw na zobowiązania. Wartość aktywów trwałych wynosiła 178,8 mln zł, a aktywów obrotowych 140,5 mln zł. Relacja wartości zobowiązań do sumy bilansowej nieznacznie przekraczała 70%.

3. OTOCZENIE GOSPODARCZE

3.1. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

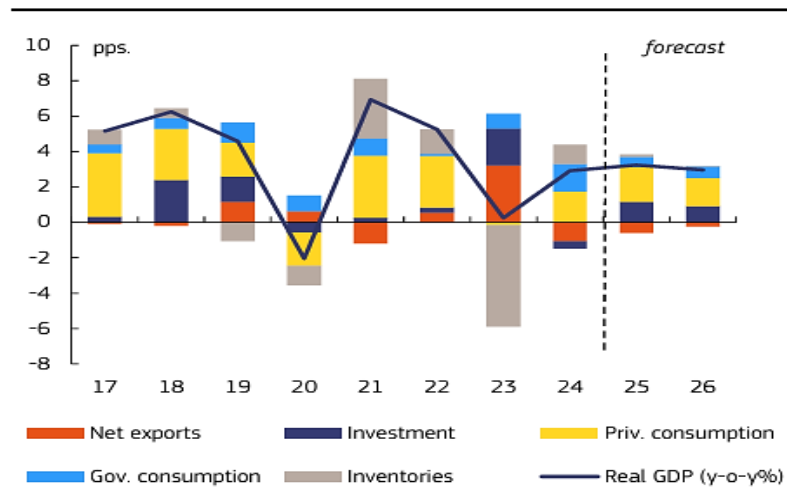
Prognozę makroekonomiczną oparto na danych Komisji Europejskiej (KE) z 19.05.2025 r. **Spring Forecast 2025**². Dla Polski, KE prognozuje wzrost realnego PKB na poziomie 3,3% w 2025 r. oraz 3,0% w 2026 r., po wzroście o 2,9% zanotowanym w ubiegłym roku. Polska będzie najszybciej rosnącą dużą gospodarką w UE. Zgodnie z prognozami KE, głównymi czynnikami wspierającymi wysoki wzrost gospodarczy będzie dalszy wzrost konsumpcji prywatnej oraz silny wzrost inwestycji, natomiast negatywny pozostanie wpływ eksportu netto. Prognozy wzrostu PKB dla Polski na lata 2025-2026 są niższe od projekcji KE z listopada 2024 r. o odpowiednio 0,3 i 0,1 pkt. proc. oraz od prognozy Ministerstwa Finansów z „Wieloletnich założeń makroekonomicznych na lata 2025-2029”, zakładającej wzrost na poziomie 3,7% w br. i 3,5% w 2026 r. Wynika to m.in. z uwzględnienia przez KE skutków polityki celnej USA.

W zakresie głównych składowych PKB, KE zakłada w bieżącym roku wzrost konsumpcji prywatnej o 3,4%, w porównaniu do wzrostu o 3,0% w zeszłym roku. W 2026 r. wzrost konsumpcji prywatnej ma wynieść 2,8%. Wzrost konsumpcji wynika m.in. z kontynuacji realnego wzrostu wynagrodzeń i dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz malejącej presji inflacyjnej.

W zakresie inwestycji, KE prognozuje ich wysoki wzrost: o 6,9% w 2025 r. oraz 5,3% w 2026 r. (po spadku o 2,2% w 2024 r.). KE zakłada znaczący wpływ na wzrost inwestycji finansowanych z funduszy europejskich. Podobnie jak w ubiegłym roku, ujemny wkład we wzrost PKB będzie miał eksport netto (-0,6 pkt. proc. w 2025 r. i -0,2 pkt. proc. w 2026 r.).

² <https://www.gov.pl/web/finanse/komentarz-do-prognoz-komisji-europejskiej-spring-forecast-2025>

Rysunek 1. Prognoza wzrostu PKB oraz wkład poszczególnych składowych w latach 2017-2026³.



Na import pozytywnie wpłynie poprawa popytu krajowego, natomiast eksport nadal będzie w mniejszym stopniu stymulowany popytem zagranicznym ze względu na spowolnienie gospodarcze u głównych partnerów handlowych Polski.

Średnioroczna inflacja w Polsce (mierzona wskaźnikiem HICP) wyniosła w ubiegłym roku 3,7%. KE przewiduje, że w 2025 r. wyniesie ona średnio 3,6%, a w 2026 r. 2,8%. Inflacja bazowa (tj. po wyłączeniu cen energii i żywności) w br. wyniesie 3,2%, a w 2026 r. 2,9%.

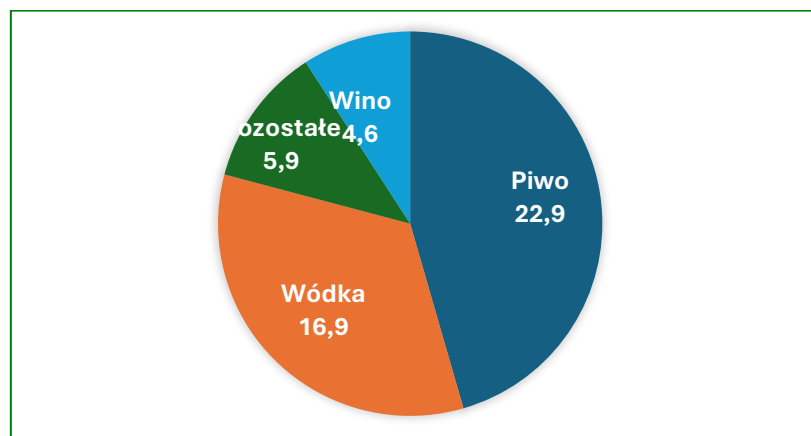
W zakresie rynku pracy, KE prognozuje, że stopa bezrobocia w bieżącym roku spadnie do 2,8% i utrzyma się na tym poziomie w 2026 r. Stopa bezrobocia w Polsce będzie wyraźnie poniżej średniej dla UE (wynoszącej odpowiednio 5,9% w 2025 r. i 5,7% w 2026 r.). KE oczekuje, że zatrudnienie nieznacznie wzrośnie w 2025 r. o 0,1% a oraz o 0,3% w 2026 r. Koszty pracy na jednego pracującego w ujęciu nominalnym będą rosły w niższym tempie niż w roku ubiegłym (wzrost o 12,3% w 2024 r.), osiągając wzrost na poziomie 6,2% w 2025 r. i 4,8% w 2026 r.

³ European Economic Forecast, European Economy Institutional Papers Spring 2025, may 2025.

3.2. RYNEK WYROBÓW ALKOHOLOWYCH

Według firmy badawczej NielsenIQ, w 2024 r. Polacy wydali na alkohol o 0,6 proc. więcej niż w 2023 r. Jednak symboliczny wzrost wartości nie oznacza większej konsumpcji, a wzrost cen trunków. Wydatki na piwo wyniosły 22,9 mld zł (wzrost o 0,2 proc.), na wódkę 16,9 mld zł (wzrost o 0,1 proc.) i na wino 4,6 mld zł (wzrost o 0,2 proc.). Natomiast wydatki na bezalkoholowe odpowiedniki osiągnęły 1,9 mld zł, co oznacza 17,9 proc. wzrost w porównaniu do 2023 r. Wolumenowo kategoria alkoholi spadła rok do roku 1,7 proc.

Rysunek 2. Wartość rynku alkoholi w Polsce w mld zł w 2024 r.



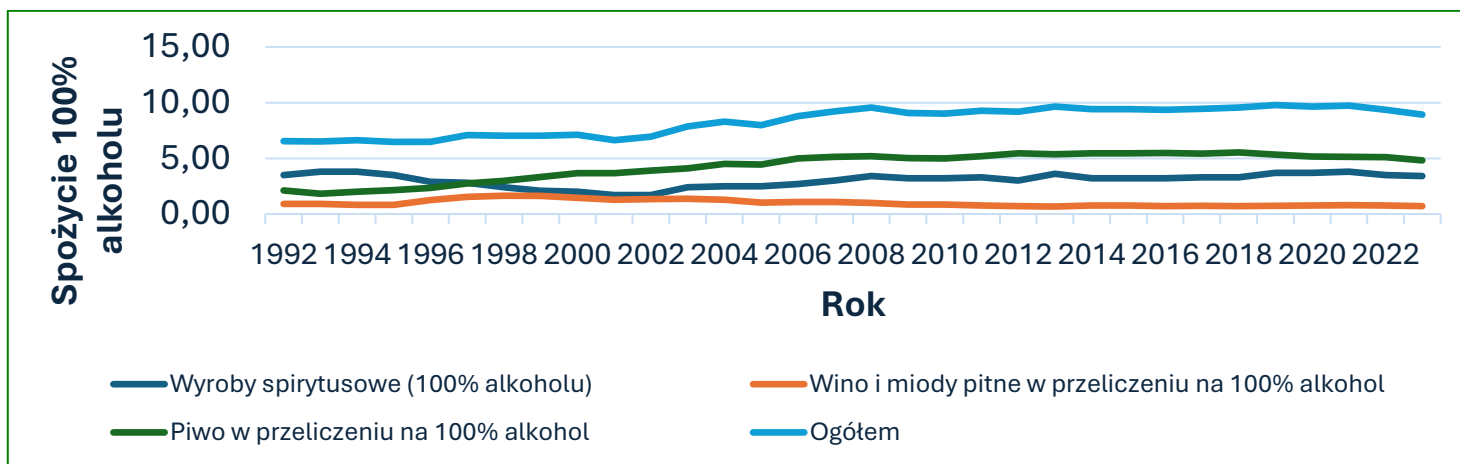
Polski rynek alkoholu, tradycyjnie charakteryzujący się określonymi wzorcami konsumpcji, w ostatnich latach doświadcza zauważalnej transformacji. Analiza najnowszych danych statystycznych wskazuje na istotne przesunięcia zarówno w ilości spożywanego alkoholu, jak i w preferencjach konsumentów⁴.

W ostatnich latach obserwuje się tu wyraźną dynamikę ujemną. W 2021 r. średnie spożycie 100-proc. alkoholu na mieszkańca wynosiło 9,73 litra. Rok później, w 2022 r., odnotowano spadek tej wartości do 9,37 litra 100-proc. alkoholu na mieszkańca. Tendencja spadkowa utrzymała się również w 2023 r., kiedy to spożycie dalej obniżyło się do poziomu 8,93 litra 100-proc. alkoholu na mieszkańca.

⁴ <https://wei.org.pl/wp-content/uploads/2025/06/Prawda-o-alkoholu-w-Polsce.pdf>

Spożycie alkoholu w Polsce w 2024 r. osiągnęło najniższy poziom od 2006 r. Spadek konsumpcji piwa trwa już od 2018 r., a rynek skurczył się w tym czasie o ponad 13 proc. (ok. 6 mln hl).

Rysunek 3. Spożycie w litrach na jednego mieszkańca i w przeliczeniu na 100% alkoholu⁵.



Dane statystyczne wskazują na systematyczny spadek spożycia 100-proc. alkoholu pochodzącego z wyrobów spirytusowych: z 3,8 litra w 2021 r., przez 3,5 litra w 2022 r., do 3,4 litra w 2023 r.

Trend ten znajduje potwierdzenie w prognozach Euromonitor International⁶, które przewidują dalsze obniżanie się wolumenu sprzedaży napojów spirytusowych w latach 2024-2025. Również dane panelowe Nielsen IQ za okres styczeń-sierpień 2024 r. wskazują na spadek wolumenu sprzedaży wódki o 3,1 proc. rok do roku⁷. Kategoria piwa, dominująca w strukturze spożycia, również odnotowuje dynamiczne spadki.

⁵ <https://kcpu.gov.pl/wp-content/uploads/2024/09/>.

⁶ Rynek alkoholi mocnych i wina w Polsce, Wiadomości Spożywcze, <https://wiadomoscispozywcze.pl/> artykuły/14278/raport-alkoholowy-rynek-alkoholi-mocnych-i-wina-w-polsce

⁷ Polacy przepijają 50 mld zł. Czy spożywanie procentów to dzisiaj obciach?, Magdalena Brzózka, XYZ, <https://xyz.pl/polacy-przepijaja-50-mld-zl-czy-spozywanie-procentow-to-dzisiaj-obciach>,

Spożycie 100-proc. alkoholu z piwa zmniejszyło się z 5,13 litra w 2021 r., przez 5,11 litra w 2022 r., do 4,81 litra w 2023 r.. Należy zaznaczyć, że spadek konsumpcji piwa jest trendem długofalowym, trwającym od 2018 r., w wyniku czego rynek ten skurczył się o ponad 13 proc. (co odpowiada około 6 milionom hektolitrów). W kategorii wina i miodów pitnych również widoczny jest spadek spożycia 100-proc. alkoholu: z 0,80 litra w 2021 r., przez 0,76 litra w 2022 r., do 0,72 litra w 2023 r., chociaż niektóre prognozy rynkowe, (w tym: prognozy Euromonitor International), wskazują na możliwą stabilizację i niewielki wzrost wolumenu sprzedaży wina w najbliższych latach. Jedną z najbardziej wyrazistych zmian na rynku jest rosnąca popularność napojów bezalkoholowych i niskoalkoholowych, określana mianem trendu NoLo.

3.3. RYNEK PIWA

Na krajowym rynku piwa dominuje trzech wytwórców, którzy produkują piwa na skalę przemysłową⁸. Są to Kompania Piwowarska (znana m.in. z piwa Lech, Tyskie, Żubr), Grupa Żywiec (Żywiec, Warka, Królewskie) oraz Carlsberg Polska (Okocim czy Kasztelan). Łącznie te podmioty odpowiadały w 2022 r. za ok. 80 proc. sprzedaży piwa w Polsce – zarówno pod względem ilości, jak i wartości. Pozostałych 13 badanych wytwórców piwa – m.in. tzw. rzemieślniczych – wypracowało łącznie blisko 20 proc. udziału w rynku, przy czym w tej grupie dominowały: Van Pur S.A. (m.in. Łomża, Brok) oraz Perła – Browary Lubelskie S.A. (Perła, Zwierzyniec).

Mimo rosnącego zainteresowania piwami rzemieślniczymi (tzw. kraftowymi), ich udział w strukturze sprzedaży piw ogółem w Polsce nie przekroczył kilku procent. Może być to związane z wyższymi kosztami wytworzenia, a co za tym idzie ceną wyższą niż piw produkowanych na dużą skalę. Wyższa jest więc także ich podatność na zmiany siły nabywczej konsumentów.

W latach 2019-2022 wzrost cen piwa przełożył się na ograniczenie skali ich sprzedaży. Ten trend w większym stopniu dotknął 11 mniejszych browarów.

Badanie eLeader obejmujące rynek piwa widziany od strony półek sklepowych w okresie od stycznia do sierpnia 2024 r. przeprowadzony w 14 sieciach handlowych obejmujących różne formaty sprzedaży wskazał, że pomimo spadku udziału w półce, największe koncerny

⁸ <https://uokik.gov.pl/raport-uokik-polski-rynek-piwa-i-chmielu>

piwowarskie wciąż utrzymują silną pozycję w sklepach⁹. W zestawieniu 20 najczęściej eksponowanych marek piwa, 19 pochodziło z portfolio największych producentów. Jedyną marką rzemieślniczą, która znalazła się w tym gronie, był browar Amber.

Jednym z głównych wniosków z badania eLeader jest jednak fakt, że stopniowo rośnie pozycja browarów rzemieślniczych, którym udaje się zdobywać coraz większą część półki sklepowej. W pierwszych ośmiu miesiącach 2024 r. pięciu największych producentów piwa w Polsce straciło łącznie 3,45 punktów procentowych udziału w półce.

W 2024 roku Polacy kupili o 100 mln butelek i puszek piwa mniej niż w 2023 roku – wynika z danych Nielsen IQ¹⁰. Był to najniższy wynik od 20 lat. Najmocniej kurczy się sprzedaż alkoholowych lagerów (-3,1 proc.) oraz piw mocnych (-3,8 proc.). Mają na to wpływ zarówno trendy prozdrowotne, jak i spadająca ekonomiczna dostępność piwa.

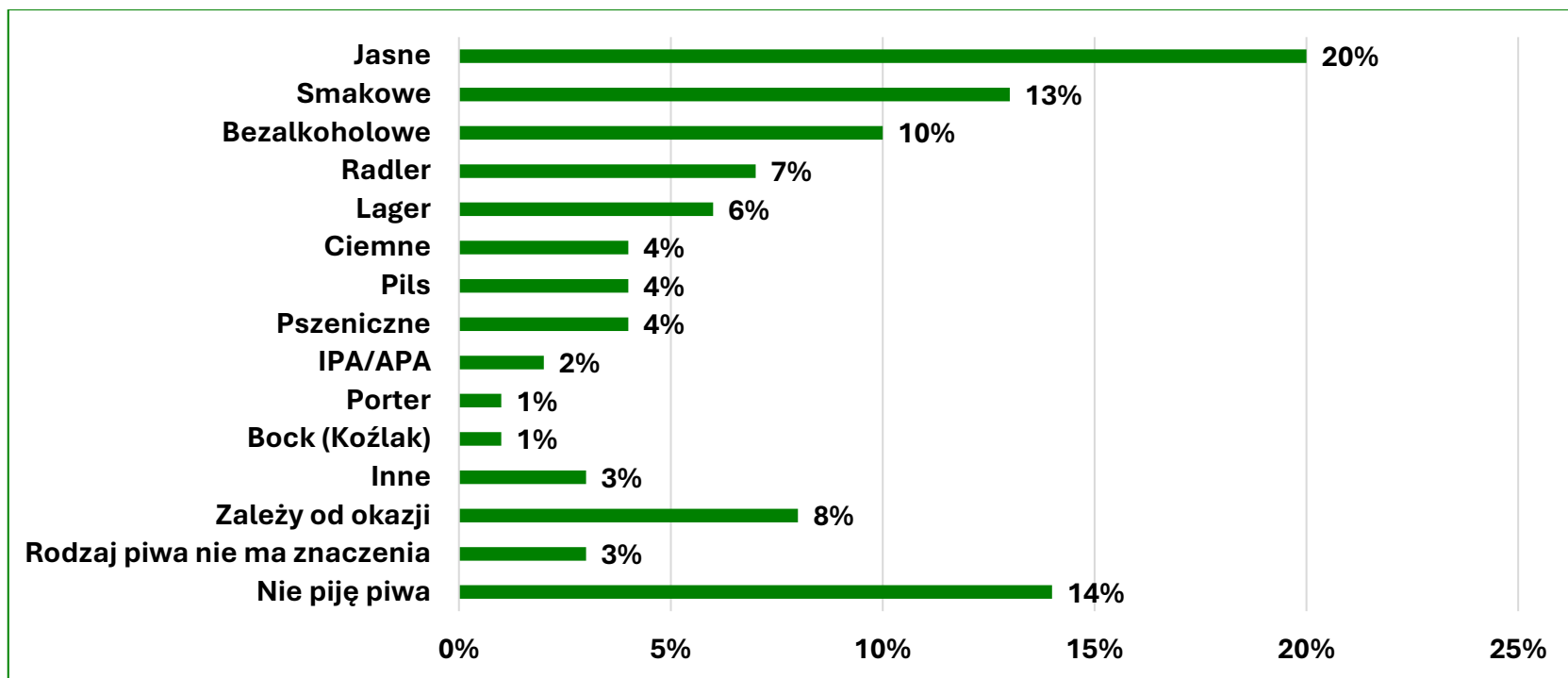
Wybór określonego piwa jest podyktowany w znacznym stopniu barwą oraz rodzajem. Na podstawie badań przeprowadzonych w 2023 r. 20 proc. respondentów wybiera piwa jasne, ten produkt szczególnie trafia do mężczyzn powyżej 35 r.ż. Natomiast kobiety i młodsza grupa badanych w przedziale wiekowym 18-34 lata preferują piwa smakowe (13 proc.), a w drugiej kolejności piwa bezalkoholowe (10 proc.).

Z badania wynika, że dwie na dziesięć osób preferują piwa z dodatkami smakowymi lub sokiem. Ponadto uznaniem cieszą się zarówno radlery (7 proc.), jak i lagery (6 proc.). 4 proc. respondentów najchętniej sięga po piwa ciemne, pilsy i pszeniczne.

⁹ <https://www.eleader.biz/pl/raport-z-polek-sklepowych-rynek-piwa-w-polsce-2024/>

¹⁰ <https://biznes.newseria.pl/news/rynek-piwa-kurczy-sie-w-i,p286699286>

Rysunek 4. Preferencje piwne Polaków 2023¹¹.

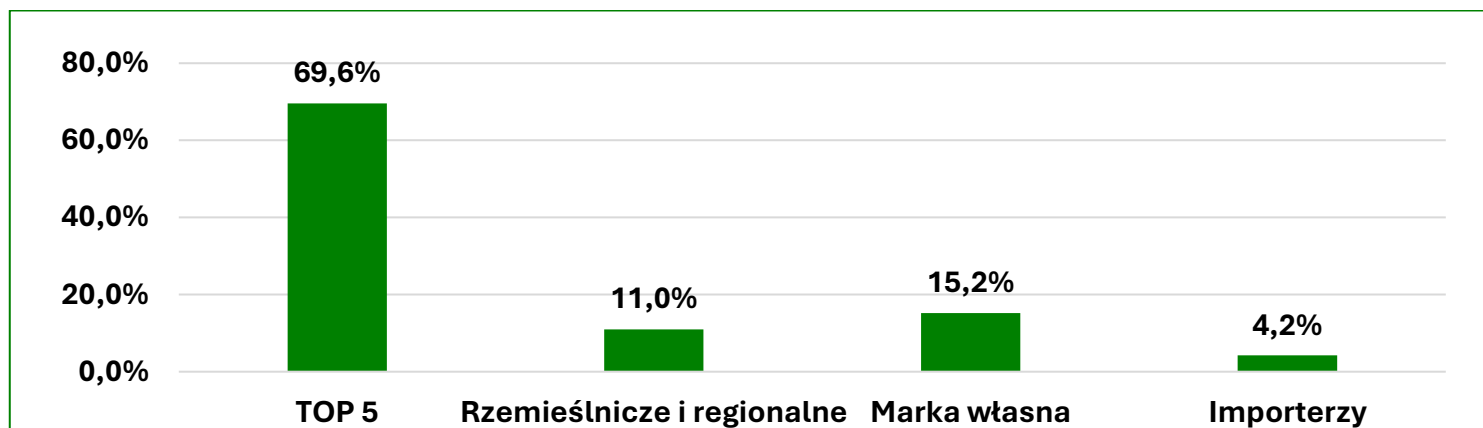


¹¹ ABR SESTA, Preferencje piwne Polaków 2023, 2023; <https://www.szef-kuchni.com.pl/artyku%C5%82y/rynek-alkoholi-analiza-w-sektorze-horeca>

RYNEK PIW BEZALKOHOLOWYCH

O ile w 2023 r. odnotowano spadki we wszystkich segmentach, w tym także wśród piw 0,0%, o tyle w 2024 r. można mówić o zdecydowanym odbiciu tej części rynku¹². Piwa bez alkoholu wzrosły o 17,4 proc. pod względem wolumenowym dochodząc do poziomu 6,4 proc. całego rynku. Wartościowo, ze wzrostem o 16,8 proc., piwa 0,0% stanowią już 7,5 proc. rynku piwa, a wartość ich sprzedaży przekroczyła 1,7 mld zł (o prawie 250 mln zł więcej niż w 2023 r.). Produkty te stają się kluczowe dla wyników sprzedażowych największych producentów, a ich udział w półce systematycznie rośnie. W kategorii NoLo dominują producenci tacy jak Kompania Piwowarska, Grupa Żywiec oraz Carlsberg Polska¹³.

Rysunek 5. Udziały grup producentów w półce piwa bezalkoholowego¹⁴.



¹² <https://www.wiadomoscihandlowe.pl/przemysl-i-produccenci/rynek-piwa-i-cydru/sprzedaz-piwa-spada-co-osmy-browar-nie-placi-juz-na-czas-kontrahentom-ten-biznes-przestaje-sie-oplacac-2525414>

¹³ <https://www.eleader.biz/pl/raport-z-polek-sklepowych-rynek-piwa-w-polsce-2024/>

¹⁴ Raport eLeader Shelf Recognition AI, Rynek Piwa w Polsce. Ekspozycja w sieciach detalicznych w obiektywie AI, październik 2024

4. PRZEDMIOT WYCENY

Przedmiotem wyceny są prawa do użytkowania Znaków Towarowych spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. (MPWiW), zgodnie z załączonym na kolejnych stronach zestawieniem.

Powyższe znaki towarowe można podzielić na trzy odrębne z punktu widzenia wyceny pozycje:

- Znaki towarowe objęte marką parasolową BROWAR TENCZYNEK (TENCZYNEK),
- Znak towarowy (marka) MYJEBONGA,
- Znak towarowy (marka) LOL.

Tabela 3. Szczegółowe zestawienie znaków towarowych objętych wyceną.

Lp.	Numer zgłoszenia	Data zgłoszenia	Informacja o znaku	Data ważności znaku
	Numer prawa wyłącznego			
1	Z.481263	18.01.2018	BROWAR TENCZYNEK 1553. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	18.01.2028
	R.313868			
2	Z.481264	18.01.2018	BROWAR TENCZYNEK 1553. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	18.01.2028
	R.313393			
3	Z.481268	18.01.2018	1553. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	18.01.2028
	R.313394			
4	Z.481727	30.01.2018	MARCOWE BROWAR TENCZYNEK 1553. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	30.01.2028
	R.313494			
5	Z.481728	30.01.2018	PILS BROWAR TENCZYNEK 1553. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	30.01.2028
	R.313495			
6	Z.481729	30.01.2018	PSZENICZNE BROWAR TENCZYNEK 1553. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	30.01.2028
	R.313496			
7	Z.491518	11.10.2018	LOL. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32.	11.10.2028
	R.321685			
8	Z.499489	08.05.2019		08.05.2029

RAPORT Z WYCENY WYBRANYCH WARTOŚCI NIEMATERIALNYCH I PRAWNYCH NALEŻĄCYCH DO SPÓŁKI
Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie.

Lp.	Numer zgłoszenia	Data zgłoszenia	Informacja o znaku	Data ważności znaku
	Numer prawa wyłącznego			
	R.326599		BROWAR TENCZYNEK 1553. TENCZYNEK BOCK. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	
9	Z.499491	08.05.2019	BROWAR TENCZYNEK 1553. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	08.05.2029
	R.326600			
10	Z.500194	24.05.2019	TENCZYN export PIWO WARZONE. TRADYCYJNIE. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	24.05.2029
	R.327459			
11	Z.500839	07.06.2019	BROWAR TENCZYNEK 1553 LAGER. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	07.06.2029
	R.327573			
12	Z.518397	17.09.2020	1553 TENCZYNEK BROWAR. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	17.09.2030
	R.339055			
13	Z.520885	16.11.2020	TENCZYN PILS PIWO WARZONE. TRADYCYJNIE. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	16.11.2030
	R.341185			
14	Z.523702	27.01.2021	1553 TENCZYNEK BROWAR RIS. Rodzaj znaku - słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33.	27.01.2031
	R.343396			
15	Z.542268	22.04.2022	MYJEBONGA. Rodzaj znaku – Słowny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32 33 35.	22.04.2032
	R.370109			
16	EUTM-018489889	10.06.2021	1553 TENCZYNEK BROWAR. Rodzaj znaku – Graficzny. Towary i Usługi – 32, 33.	10.06.2031
	Nr ID 1211380			
17	EUTM-018690922	22.04.2022	MYJEBONGA. Rodzaj znaku – Słowny. Towary i Usługi – 32.	22.04.2032
	NR ID 1211380			
18	EUTM-018704832	19.05.2022	BROWAR TENCZYNEK. Rodzaj znaku – Graficzny. Towary i Usługi – 32.	19.05.2032
	NR ID 1211380			

MARKA BROWAR TENCZYNEK

Browar Tenczynek, założony w 1553 r. przez Andrzeja i Stanisława Tenczyńskich, jest browarem o długiej i bogatej historii. Przy tworzeniu piw regionalnych, długo ważonych, korzysta się z osiągnięć i tradycji, wypracowanych przed laty przez lokalnych piwowarów. Zanim trafiają do klientów, piwa leżakują w historycznych piwnicach Browaru, którego piwem według legendy raczył się król Jan III Sobieski, wracając z udanej odsieczy pod Wiedniem.

Browar Tenczynek posiada znaczący portfel produktów¹⁵. Można w nim znaleźć szeroką gamę piw od klasycznych lagerowych: Lager, Pils, Koźlak, Malinowe, Krakowski Pils, Cesky Leżak, Marakuja, Pszeniczne, Marcowe (warzone raz do roku), poprzez nowofalowe gatunki piw z serii „P” jak Piwna Rewolucja (IPA, Milk Stout, Amercian Wheat), po serię piw specjalistycznych tzw. piwnych sztosów.

Piwnie sztosy to limitowane edycje piw leżakowanych w beczkach po bourbonie, whisky lub winach (np. Tokaj, Rioja). Zabieg ten nadaje dojrzewającym w beczkach piwom szereg zupełnie nowych akcentów smakowych, sprawiając, że każda marka jest unikalna, w tej ofercie można znaleźć m.in. Russian Imperial Stout z beczki po amerykańskim bourbonie. Spółka rozważała wprowadzenie do sprzedaży kolejnych piw z tej kategorii, leżakowanych w beczkach m.in. po japońskich i węgierskich alkoholach.

Ostatnie pewne dane finansowe przedsiębiorstwa przedstawione w Memorandum Informacyjnym, w których ujęto udział marki TENCZYNEK w sprzedaży Grupy Kapitałowej pochodzą z 2021 r.¹⁶. Dane zawarte w przedmiotowym opracowaniu przedstawiają następującą strukturę sprzedaży produktów Grupy Kapitałowej:

Tabela 4. Struktura sprzedaży wyrobów Grupy Kapitałowej w 2021 r.

Linie produktowe	
Wódki	36%
Whisky	13%
Okovita	9%
Piwo	41%
Inne	1%
Razem	100%

¹⁵ MEMORANDUM INFORMACYJNE Manufaktura Piwa Wódki i Wina Spółka Akcyjna, Tenczynek, 20 kwietnia 2022 roku

¹⁶ Memorandum Informacyjne Manufaktura Piwa Wódki i Wina Spółka Akcyjna, Tenczynek, 20 kwietnia 2022 roku

Przy łącznej sprzedaży Grupy Kapitałowej na poziomie 49,7 mln zł sprzedaż piw odpowiadała za 20,4 mln zł sprzedaży, w tym sprzedaż piw marki Tenczynek wyniosła 4,7 mln zł (23,3% sprzedaży kategorii piw).

Tabela 5. Struktura sprzedaży kategorii piw w 2021 r.

Kategoria piw	
Piwa Tenczynek klasyczne	23,26%
Piwa Doctor Brew, klasyczne	0,29%
Piwo Marakuja	8,37%
Piwo Świeże	9,87%
Piwo BUH	58,18%
Piwo Bezalkoholowe	0,03%

MARKA MYJEBONGA

Znak towarowy MYJEBONGA (EUTM-018690922; R.370109) został zarejestrowany w 2022 r. Sporządzający wycenę nie posiada oficjalnych danych dotyczących wielkości sprzedaży tej marki.

W dostarczonych do wyceny dokumentach i zestawieniach znajduje się natomiast roboczy Raport Rozlewu z lat 2022-2023 wskazujący na wielkość rozlewu produktów pod przedmiotową marką. Należy podkreślić, że wielkości rozlewu nie można bezpośrednio utożsamiać ze sprzedażą.

Wielkość rozlewu w 2022 r. dla marki MYJEBONGA wynosiła 1.558,8 hektolitrów, co stanowiło ok. 8,5% łącznego rozlewu, natomiast w 2023 r. wielkość rozlewu wyniosła ok. 285 hektolitrów, co stanowiło 3,8% łącznego rozlewu.

MARKA LOL

Znak towarowy LOL (R.321685) został zarejestrowany w 2018 r. Brak informacji na temat wprowadzenia produktu na rynek oraz wielkości sprzedaży. Wyceną przedmiotowego znaku towarowego przyjęto metodą kosztową.

RECEPTURY PRODUKTOWE

Spółka posiada do szacowanych znaków towarowych następujące receptury produktowe:

• Bock Koźlak • Browary regionalne • Browary regionalne 1 • Czeski leżak • Jasne Pełne • Koźlak • Lager • Malinowe • Marakuja • Marcowe	• Myjebonga hibiskus • Mayjebongo czarny bez • Myjebongo porzeczka • Myjebongo • Pils • Porter • Pszeniczne • Ris • Zamkowe • Zamkowe 1
---	---

5. METODYKA WYCENY

5.1. OGÓLNE ZASADY

Przy wycenie znaków towarowych stosuje się różne podejścia, w zależności od celu wyceny, dostępnych danych oraz specyfiki danej marki. Najczęściej wykorzystuje się trzy podstawowe podejścia: dochodowe, rynkowe lub kosztowe.

- Metoda dochodowa, oparta w większości wypadków o szacowanie rynkowej wysokości opłat licencyjnych (ang. Relief from Royalty method), które byłyby ponoszone przez potencjalnego licencjobiorcę.
- Metoda rynkowa, oparta na analizie porównawczej transakcji dotyczących podobnych znaków towarowych funkcjonujących w tej samej branży, w celu oszacowania wartości wycenianej marki. Istotnym elementem tego podejścia jest dostęp do wiarygodnych danych dotyczących warunków licencyjnych lub cen sprzedaży.
- Metoda kosztowa, określa wartość na podstawie kosztów, które należałoby ponieść, aby wytworzyć podobny znak towarowy.

W przedmiotowym opracowaniu ze względu na specyfikę szacowanych znaków towarowych zastosowano metodę dochodową, w oparciu o metodę opłat licencyjnych dla marki TENCZYNEK oraz MYJEBONGA i metodę kosztową dla marki LOL.

5.2. METODA OPŁAT LICENCYJNYCH

Metoda opłat licencyjnych (ang. Relief from Royalty method) wymaga ustalenia:

- szczegółowej prognozy sprzedaży marki w perspektywie 5-10 lat oraz informacji o uwzględnieniu stopy wzrostu sprzedaży w okresie rezydualnym,
- rynkowego przedziału stóp opłat licencyjnych dla porównywalnej branży na podstawie wiarygodnych danych rynkowych,
- określenie pozycji (siły rynkowej) szacowanego znaku towarowego i ustalenie właściwej wysokości opłaty licencyjnej,
- przeprowadzenia analizy rynkowego udziału wysokości uzyskanej opłaty licencyjnej w dochodzie (etap analizy podziału zysku – ang. split profit) i odniesienia jej do rentowności użytkownika znaku towarowego,
- wysokości stopy dyskonta uwzględniającej skalę i strukturę finansowania działalności oraz dodatkowe ryzyko związane z zasobami niematerialnymi.
- korzyści z tytułu tarczy podatkowej, w przypadku gdy amortyzacja tego aktywa pomniejsza podstawę opodatkowania dochodów przedsiębiorstwa, przysparzając mu realnych korzyści podatkowych. Do oszacowania korzyści podatkowych przyjęto 5 letni okres amortyzacji.

Podstawowy wzór na obliczenie wartości marki w metodzie uwolnienia z opłat licencyjnych:

$$V_r = \sum_{i=1}^n \frac{S_t * ro * (1 - Tax)}{\prod_{k=1}^i (1 + d_k)} + \frac{S_{n+1} * ro * (1 - Tax)}{\prod_{k=1}^n (1 + d_k) * (d_{n+1-g})}$$

gdzie:

- V_r – Wartość marki.
- S_t – prognozowana sprzedaż.
- n – liczba lat szczegółowej prognozy.

- *d* – stopa dyskontowa odzwierciedlająca poziom ryzyka.
- *g* – długoterminowe tempo wzrostu strumienia opłat licencyjnych.
- *Tax* – stopa podatku dochodowego.

5.3. METODA KOSZTOWA

Podejście kosztowe przewiduje konieczność oszacowania wysokości nakładów, jakie przedsiębiorca powinien ponieść, aby mógł realizować w przyszłości takie same korzyści ekonomiczne, jakich dostarcza konkretny znak towarowy¹⁷. Wyróżnia dwie odmiany metody kosztowej:

- metodę kosztów odtworzenia (kosztów reprodukcji),
- metodę kosztów zastąpienia.

Zgodnie z metodą kosztów odtworzenia, o rozmiarze wartości znaku towarowego przesądza suma nakładów, jakie należałoby ponieść w momencie dokonywania wyceny znaku, aby wykreować wyceniany znak. Z kolei metoda kosztów zastąpienia przypisuje znakowi wartość równą sumie kosztów niezbędnych do poniesienia w celu zastąpienia wycenianego znaku znakiem analogicznym, pozwalającym na uzyskiwanie identycznych korzyści ekonomicznych w przyszłości.

¹⁷ Metody wyceny znaku towarowego – analiza porównawcza, Jacek Jastrzębski, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie,

6. SZCZEGÓŁOWE WYLICZENIA

6.1. WYCENA MARKI TENCZYNEK ORAZ MYJEBONGA METODĄ OPŁAT LICENCYJNYCH

PROGNOZA SPRZEDAŻY

Szczegółowe prognozy sprzedaży przyjęto dla okresów 5-letnich.

MARKA TENCZYNEK

Wartość sprzedaży dla pierwszego roku przyjęto na poziomie roku 2021, dla którego sporządzający posiada oficjalne dane dotyczące wielkości sprzedaży wynoszące 4.740 tys. zł, z uwzględnieniem 30% dyskonta uwzględniającego konieczność ponownego odbudowania rynku. Dla kolejnych lat założono 2,5% dynamikę wzrostu sprzedaży oraz 2% dynamikę w okresie rezydualnym – to jest w okresie przekraczającym prognozę szczegółową.

MARKA MYJEBONGA

Uwzględniając informacje na temat wielkości rozlewu piwa pod przedmiotową marką w latach 2022-2023 na poziomie 285-1558 hektolitrów przyjęto uzyskanie w pierwszym roku sprzedaży wartość nie mniejszą niż 150 tys. zł oraz 3% dynamikę wzrostu w kolejnych czterech latach oraz 3% dynamikę w okresie rezydualnym.

Tabela 6. Prognoza sprzedaży dla marki TENCZYNEK oraz MYJEBONGA dla okresu pięciu lat oraz w okresie rezydualnym.

	1	2	3	4	5	Okres rezydualny
Sprzedaż marki Tenczynek	3 317,8	3 400,7	3 485,7	3 572,9	3 662,2	
<i>Dynamika wzrostu</i>		2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2%
Sprzedaż marki Myjebonga	150,0	154,5	159,1	163,9	168,8	
<i>Dynamika wzrostu</i>		3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3%

USTALENIE RYNKOWEGO PRZEDZIAŁU STÓP OPŁAT LICENCYJNYCH

Raport Royalty Rate Industry Summary 2023 wskazuje mediany stóp opłat licencyjnych dla okresu obejmującego lata 2013-2023 dla wybranych sektorów gospodarki w przedziale 3%-8%, w tym dla ogólnie ujętego sektora spożywczego na poziomie 5%. W źródłach dotyczących branży wyrobów alkoholowych, jako subsektora spożywczego, mediana stawek opłat licencyjnych wynosi w zależności od źródła od 5% do 7,6%.

ANALIZA RYNKOWA UDZIAŁU WYSOKOŚCI UZYSKANEJ OPŁATY LICENCYJNEJ W DOCHODZIE (SPLIT PROFIT)

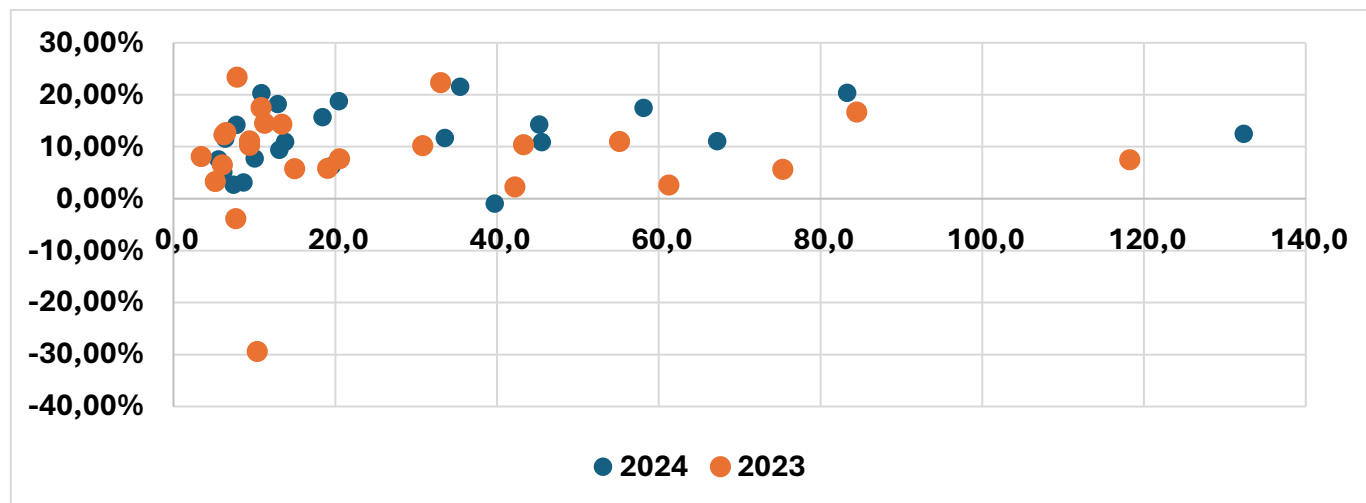
Właściciel znaku towarowego byłby skłonny zapłacić rozsądną kwotę opłaty licencyjnej w zamian za uzyskanie prawa do korzystania z tego znaku, gdyby go nie posiadał.

Do ustalenia wysokości rozsądnego zysku stosuje się powszechnie Regułę 25%, która zakłada licencjobiorca powinien być skłonny płacić za możliwość korzystania ze znaku opłatę licencyjną nie wyższą niż 25% prognozowanych zysków EBITDA lub 50% zysków operacyjnych. Zasada 25% opiera się na obserwacjach, że negocjacje w sprawie opłat licencyjnych prowadzą do stawki opłaty licencyjnej, która wynosi około jednej czwartej oczekiwanych zysków operacyjnych licencjobiorcy. Stawki opłat licencyjnych obliczane zgodnie z zasadą 25% służą przede wszystkim, jako punkt wyjścia do ustalenia opłat licencyjnych i podlegają korektom w górę lub w dół w zależności od czynników specyficznych dla branży, firmy i technologii.

Specyfiką przedmiotowej wyceny jest fakt, że podmiot będący właścicielem znaków towarowych znajduje się w procesie upadłości, zgodnie z czym do ustalenia rozsądnej wysokości opłaty licencyjnej przyjęto:

- dane branżowe odnoszące się do średniej wartości EBITDA z lat 2023-2024 dla krajowych podmiotów z sektora produkcji piwa,
- wartość EBITDA dla poszczególnych podmiotów przyjęto bez tzw. operacji jednorazowych (pominięto saldo na pozostałej działalności operacyjnej),
- uwzględniono podmioty o obrotach w przedziale od 5 mln zł do maksymalnie 200 mln zł, które udostępniły sprawozdania finansowe w systemie KRS dla co najmniej jednego roku z lat 2023-2024 i zanotowały dodatni wynik finansowy na poziomie EBITDA w przynajmniej jednym z dwóch podanych lat,
- baza danych obejmuje 25 podmiotów.

Rysunek 6. Rentowność EBITDA firm sektora browarniczego w latach 2023-2024 w grupie podmiotów o obrotach 5-200 mln zł (rentowność w %/ obroty w mln zł).



Zdecydowana większość podmiotów była rentowna na poziomie EBITDA w obu okresach rocznych. Rentowność branży w 2024 r. była średnio wyższa niż w 2023 r. Największą grupę podmiotów stanowią przedsiębiorstwa o obrotach do 20 mln zł.

Tabela 7. Sprzedaż oraz rentowność EBITDA dla firm branży piwowarskiej w latach 2023-2024.

Firma (nazwa)	Numer NIP	2024	2023	2024	2023
		SPRZEDAŻ	SPRZEDAŻ	Marża EBITDA	Marża EBITDA
1 "Browar Zamkowy" sp. z o.o.	6341021207	35 486 915	33 060 928	21,50%	22,33%
2 Browar Jabłonowo sp. z o.o.	1230001185	45 565 519	55 169 797	10,87%	10,98%
3 Browar Stu Mostów sp. z o.o.	8992748242	-	13 440 239	-	14,31%
4 Browar Pilsweizer SA	7343417476	12 909 384	11 302 570	18,19%	14,47%
5 Bjor Andrzej Gałasiewicz sp.k.	7712878932	10 054 303	9 441 465	7,71%	10,24%

RAPORT Z WYCENY WYBRANYCH WARTOŚCI NIEMATERIALNYCH I PRAWNYCH NALEŻĄCYCH DO SPÓŁKI
Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie.

Firma (nazwa)	Numer NIP	2024	2023	2024	2023
		SPRZEDAŻ	SPRZEDAŻ	Marża EBITDA	Marża EBITDA
6 Browar Tarczyn sp. z o.o.	1231048295	13 122 803	20 557 505	9,36%	7,64%
7 Browar Pinta sp. z o.o.	5532514819	33 590 191	30 858 475	11,64%	10,19%
8 "Jako" sp. z o.o.	9680877817	39 738 944	42 240 093	-0,97%	2,21%
9 Kultowy Browar Staropolski sp. z o.o.	6692515194	45 261 220	43 326 543	14,21%	10,35%
10 "Browar Kormoran" sp. z o.o.	7391016344	19 590 137	19 104 086	6,32%	5,79%
11 Browar Nepomucen sp. z o.o.	6991956109	18 444 716	15 003 336	15,66%	5,73%
12 Browar Witnica SA	5993182373	13 827 110	10 400 720	10,91%	-29,44%
13 Funky Fluid sp. z o.o.	5213843682	20 491 486	10 844 482	18,74%	17,52%
14 Browar Fortuna sp. z o.o. sp.k.	7891271358	132 340 746	118 256 452	12,46%	7,44%
15 Browar w Grodzisku Wielkopolskim sp. z o.o. sp.k.	9950230133	7 465 744	7 874 209	2,64%	23,37%
16 Browar Zapanbrat sp. z o.o. sp.k.	5532519113	6 192 924	6 085 508	5,09%	6,46%
17 Bytów Browar Kaszubski sp. z o.o.	8421772690	6 418 491	6 258 203	11,53%	12,29%
18 Browar Recraft sp. z o.o.	6272744947	10 912 292	9 443 048	20,27%	11,10%
19 "Browar ZA Miastem sp. z o.o. S.K.A.	7811925913	7 806 069	6 485 928	14,16%	12,70%
20 Browar Waszczukowe sp. z o.o. sp.k.	9662103324	-	5 203 749	-	3,27%
21 Browar Sady sp. z o.o. sp.k.	7811951247	8 662 517	7 734 441	3,07%	-3,89%
22 Grupa Reden sp. z o.o.	6272753805	5 606 125	3 454 086	7,51%	8,10%
23 Browar Amber sp. z o.o.	6040159017	83 302 743	84 502 237	20,33%	16,65%
24 Browar Głubczyce SA	7480002208	58 146 127	61 294 620	17,47%	2,61%
25 Browar Połczyn-Zdrój sp. z o.o.	6722090292	67 251 697	75 357 960	11,04%	5,60%
Średnio				11,73%	8,32%

Średnia rentowność branży w latach 2023-2024 wyniosła 10,02%. Wartość tą przyjęto, jako bazową do oszacowania wysokości stawki opłaty licencyjnej.

ODNIESIENIE WYSOKOŚCI STAWEK LICENCYJNYCH DO POZYCJI RYNKOWEJ MARKI TENCZYNEK ORAZ MYJEBONGA

Przyjęto założenie, że pozycja rynkowa marki TENCZYNEK oraz MYJEBONGA w perspektywie średnio i długoterminowej nie będzie istotnie odbiegać od zaprezentowanych średnich wartości branżowych, zgodnie z czym średnia branżowa rentowność EBITDA z lat 2023-2024 na

poziomie 10,02% odzwierciedla typowy poziom generowanych marż, a tym samym pozwala ustalić wysokość stawki opłaty licencyjnej na poziomie 25% wartości EBITDA, to jest w wysokości 2,51%.

Wartość stawki opłaty licencyjnej na poziomie 2,51% sprzedaży stanowi rozsądną kwotę opłaty licencyjnej w zamian za uzyskanie prawa do korzystania z marek TENCZYNEK oraz MYJEBONGA.

OSZACOWANIE STOPY DYSKONTOWEJ

Koszt kapitału

Zgodnie z definicją, koszt kapitału jest to stopa zwrotu wymagana przez dawców kapitału. Innymi słowy, koszt kapitału określa ile daną firmę kosztuje pozyskany przez nią kapitał. Koszt kapitału stanowi niepodważalnie główny element oceny opłacalności ekonomicznej wielu przedsięwzięć inwestycyjnych, w tym także w kontekście wyceny marki.

Najbardziej powszechną kategorią kosztu kapitału, uwzględniającego różne jego źródła, jest średnioważony koszt kapitału (WACC), który bierze pod uwagę wartości poszczególnych kosztów kapitału, które następnie są ważone udziałami w strukturze finansowania. Nie należy zapominać o uwzględnieniu pozytywnego efektu tarczy podatkowej, która pomniejsza WACC. Zatem matematyczny wzór przedstawia się następująco:

$$WACC = uKW * KKW + uD * KD * (1 - T)$$

gdzie:

uKW – udział kosztu własnego w strukturze finansowania;

KKW – koszt kapitału własnego;

uD – udział długu w strukturze finansowania;

KD – koszt długu;

T – stopa podatkowa.

W literaturze spotyka się wiele sposobów liczenia kosztu kapitału własnego, jednak w praktyce korporacyjnej zdecydowanie najczęściej stosowanym sposobem wyznaczenia kosztu kapitału własnego są obliczenia z wykorzystaniem modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model). Klasyczny model często jest modyfikowany o uwzględnienie dodatkowo premii za wielkość oraz za ryzyko specyficzne:

$$k_e = R_f + \beta * ERP + RPS + RPU$$

gdzie:

R_f – stopa wolna od ryzyka,

β – współczynnik określający ryzyko systematyczne,

ERP – Equity Risk Premium – premia za ryzyko systematyczne,

RPS – dodatkowa premia za ryzyko wielkości,

RPU – dodatkowa premia za ryzyko specyficzne.

Stopa wolna od ryzyka

Stopa wolna od ryzyka, to składnik kosztu kapitału własnego oznaczający wynagrodzenie za odłożenie konsumpcji o jeden okres, przy założeniu gwarancji jego otrzymania. Najczęściej mianem instrumentów wolnych od ryzyka określa się obligacje skarbowe, dlatego też ich rentowność jest wykorzystywana w modelu finansowym.

Stopa wolna od ryzyka została określona, jako rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa (Źródło: *investing.com*). Do oszacowania stopy dyskontowej przyjęto obligacje oznaczone symbolem DS1035 o rentowności do wykupu na dzień 06.09.2025 r. w wysokości 5,45%.

Wskaźnik beta (β)

Współczynnik ryzyka systematycznego, tzn. współczynnik określający udział ryzyka danego papieru wartościowego w ryzyku rynkowym. Określa wrażliwość zmian cen instrumentu finansowego na zmiany rynku. Jeżeli β wynosi 1,20, oznacza to, że instrument jest o 20% bardziej zmienny aniżeli zmienność cen rynku wykorzystywanego do porównania.

Z uwagi na fakt, że Spółka nie jest notowana na giełdzie i nie ma możliwości wyznaczenia dla niej współczynnika β , wykorzystano dane opublikowane przez prof. A. Damodarana z Stern School of Business w Nowym Jorku dla Europy w podziale na sektory spółek. Wartość odlewarowanego współczynnika beta publikowana przez prof. A. Damodarana dla wyselekcjonowanej grupy spółek z europejskiego sektora Beverage (alcoholic) wynosi 0,44.

Premia za ryzyko systematyczne (ang. Equity Risk Premium)

Parametr reprezentuje cenę ryzyka na rynkach kapitałowych i stanowi nadwyżkę ryzyka ponad stopę wolną od ryzyka, której inwestorzy oczekują przy podejmowaniu narastającego ryzyka związanego z rynkiem akcji.

Stała premia za ryzyko związane z inwestowaniem w aktywa obarczone ryzykiem – przyjęto ją na poziomie 5,46%. Stopa ta została wyznaczona na podstawie publikacji A. Damodarana (Stern School of Business w Nowym Jorku) z 05.01.2025 r. (aktualna na dzień 05.09.2025 r.), dotyczących szacowania ryzyka rynkowego, które zgodnie z modelem w przypadku Polski jest sumą ryzyka dla gospodarki oraz spreadu wyliczanego w oparciu o rating ryzyka dla poszczególnych gospodarek, publikowanego przez Moody's.

Premia za ryzyko wielkości

Parametr stanowi dodatkową stopę zwrotu oczekiwaną przez inwestorów z inwestycji w tego typu spółki, gdyż w toku prowadzonych badań naukowych, została udokumentowana anomalia rynkowa, zwana efektem wielkości firmy. Zakłada ona, że na rynkach finansowych występuje ujemna zależność pomiędzy kapitalizacją spółki, a osiąganą rynkową stopą zwrotu. Ponadto występuje przekonanie, że małe i średnie jednostki gospodarcze cechują się wyższym ryzykiem ich działalności operacyjnej.

Premia z tytułu ryzyka wielkości to parametr zwiększający stopę dyskontową stosowaną do wyceny przedsiębiorstw średniej, małej i mikro kapitalizacji. Zastosowanie premii za ryzyko wielkości wynika z faktu, że małe i średnie podmioty gospodarcze charakteryzują się większym ryzykiem działalności. Wartość premii przyjęto za aktualnym raportem Financial Craft na poziomie 5,1%¹⁸.

Struktura finansowania

Istotnym parametrem w ustaleniu średnioważonego kosztu kapitału WACC jest struktura finansowania prowadzonej działalności, tj. udział kapitału własnego oraz kapitału obcego oprocentowanego w kapitałach finansujących ogółem.

¹⁸ <https://financialcraft.pl/premia-za-ryzyko-wielkosci-w-stopie-dyskontowej/>

Ze względu na charakter wyceny przyjęto do oszacowania WACC zastosowanie docelowej struktury kapitału, za jaką przyjęto aktualną wartość wskaźnika D/E dla sektora prezentowaną przez prof. A. Damodaranem na poziomie 58,59%.

Koszt kapitału obcego przyjęto na poziomie 10,84% (WIBOR 3M + 6% marży).

Premia za ryzyko specyficzne

Parametr odzwierciedla ryzyko wewnętrzne przedsięwzięcia inwestycyjnego, w tym przypadku inwestycji w określone aktywa niematerialne i prawne w postaci znaków towarowych. Najczęściej jest tutaj mowa o ryzyku niedotrzymania prognoz finansowych, ryzyku zmian prawnych lub niespodziewanych zdarzeń gospodarczych.

Dla marki TENCZYNEK premię za użytkowanie przedmiotowych aktywów przyjęto dodatkowo na poziomie 4%. Dla marki MYJEBONGA ze względu na krótki okres funkcjonowania na rynku oraz brak precyzyjnych danych sprzedażowych dodatkową premię przyjęto na poziomie 15%.

Dyskonto z tytułu upadłości właściciela praw do użytkowania znaków towarowych

Proces upadłości przedsiębiorstwa wpływa na stałe pogorszenie sytuacji rynkowej wycenianych aktywów, głównym powodem jest utrata rynku zbytu, utrata zaufania oraz konieczność poniesienia dodatkowych kosztów na odbudowę pozycji rynkowej. Istnieje zarówno ryzyko odbudowania pozycji rynkowej w zakresie wolumenów sprzedaży do poziomów notowanych w latach poprzednich, jak również ryzyko poniesienia niewspółmiernie wysokich kosztów związanych z odbudową przedmiotowej pozycji.

Zgodnie z powyższym od oszacowanej wartości znaków towarowych w metodzie dochodowej – zwolnienia z opłat licencyjnych zastosowano dodatkowe dyskonto w wysokości **80%**.

Ze względu na charakter wyceny nie uwzględniono korzyści podatkowych.

Tabela 8. Wartość marki TENCZYNEK oszacowana metodą opłat licencyjnych w tys. zł.

KALKULACJA WARTOŚCI MARKI	1	2	3	4	5
Sprzedaż marki Tenczynek	3 317,8	3 400,7	3 485,7	3 572,9	3 662,2
<i>Dynamika wzrostu</i>		2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Marża brutto na sprzedaży powiększona o amortyzację	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%
Wynik na sprzedaży brutto powiększony o amortyzację	332,6	340,9	349,4	358,1	367,1
Stawka opłaty licencyjnej	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Stawka opłaty licencyjnej % sprzedaży	2,51%	2,51%	2,51%	2,51%	2,51%
Wysokość opłaty licencyjnej	83,1	85,2	87,4	89,5	91,8
Stawka podatku dochodowego	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Przepływy po opodatkowaniu	67,3	69,0	70,8	72,5	74,3
WACC	16,13%	16,13%	16,13%	16,13%	16,13%
Współczynnik dyskontowy	0,861	0,742	0,639	0,550	0,473
Wartość bieżąca opłat licencyjnych w okresie prognozy	58,0	51,2	45,2	39,9	35,2
Tempo wzrostu po okresie prognozy szczegółowej	2,00%				
Wartość rezydualna	536,62				
Zdyskontowana wartość rezydualna	254,07				
Suma	483,5				
Dyskonto na ryzyko związane z upadłością przedsiębiorstwa	80%				
Wartość marki TENCZYNEK	96,7				

Tabela 9. Wartość marki MYJEBONGA oszacowana metodą opłat licencyjnych w tys. zł.

KALKULACJA WARTOŚCI MARKI	1	2	3	4	5
Sprzedaż marki Myjebonga	150,0	154,5	159,1	163,9	168,8
<i>Dynamika wzrostu</i>		3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Marża brutto na sprzedaży powiększona o amortyzację	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%
Wynik na sprzedaży brutto powiększony o amortyzację	15,0	15,5	16,0	16,4	16,9
Stawka opłaty licencyjnej	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Stawka opłaty licencyjnej % sprzedaży	2,51%	2,51%	2,51%	2,51%	2,51%
Wysokość opłaty licencyjnej	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2
Stawka podatku dochodowego	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Przepływy po opodatkowaniu	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4
WACC	27,13%	27,13%	27,13%	27,13%	27,13%
Współczynnik dyskontowy	0,787	0,619	0,487	0,383	0,301
Wartość bieżąca opłat licencyjnych w okresie prognozy	2,4	1,9	1,6	1,3	1,0
Tempo wzrostu po okresie prognozy szczegółowej	3,00%				
Wartość rezydualna	14,63				
Zdyskontowana wartość rezydualna	4,41				
Suma	12,6	tys. zł			
Dyskonto na ryzyko związane z upadłością przedsiębiorstwa	80%				
Wartość marki MYJEBONGA	2,5				

WYCENA MARKI TENCZYNEK

Wycena marki TENCZYNEK, obejmującej znaki towarowe oznaczone numerami prawa wyłącznego: R.313868; R.313393; R.313394; R.313494; R.313495; R.313496; R.326599; R.326600; R.327459; R.327573; R.341185; R.343396; Nr ID 1211380; EUTM-018704832, oszacowana za pomocą podejścia dochodowego, metodą zwolnienia z opłat licencyjnych, wynosi łącznie:

96.700,00 zł

Słownie: dziewięćdziesiąt sześć tysięcy siedemset złotych 00/100.

WYCENA MARKI MYJEBONGA

Wycena marki MYJEBONGA, obejmującej znaki towarowe oznaczone numerami prawa wyłącznego: R.370109; NR ID 1211380, oszacowana za pomocą podejścia dochodowego, metodą zwolnienia z opłat licencyjnych, wynosi łącznie:

2.520,00 zł

Słownie: dwa tysiące pięćset dwadzieścia złotych 00/100.

6.2. WYCENA MARKI LOL METODĄ KOSZTOWĄ

Znak towarowy LOL. Rodzaj znaku – słowno-graficzny. Klasy klasyfikacji nicejskiej – 32. Numer prawa wyłącznego R.321685. Data zgłoszenia 11.10.2018 r. Data ważności znaku 11.10.2028 r.

Sporządzający wycenę nie pozyskał żadnych informacji wskazujących na wykorzystanie przedmiotowego znaku towarowego w obrocie gospodarczym. Zgodnie z powyższym wartość znaku towarowego przyjęto w oparciu o metodę kosztową – kosztów zastąpienia z uwzględnieniem dyskonta z tytułu zużycia moralnego oraz terminu ochrony przedmiotowego znaku towarowego.

Opłata za udzielenie prawa ochronnego na znak towarowy na terytorium Polski wynosi łącznie 890 zł i obejmuje opłatę za zgłoszenie (400 zł drogą elektroniczną lub 450 zł w formie tradycyjnej), opłatę za publikację informacji o udzieleniu prawa (90 zł) oraz opłatę za pierwszych 10 lat ochrony (400 zł). Szacunkowe koszty usług prawnych i doradczych związanych z rejestracją i utrzymaniem znaku towarowego przyjęto na poziomie 5.000 zł. Dyskonto z tytułu utraty wartości przyjęto na poziomie 90% poniesionych kosztów.

Tabela 10. Wartość marki LOL oszacowana metodą kosztową w zł.

KALKULACJA WARTOŚCI MARKI	
Opłata za udzielenie prawa ochronnego na znak towarowy	400,0
Opłata za publikację informacji o udzieleniu prawa	90,0
Opłat za pierwszych 10 lat ochrony	400,0
Usługi prawne i doradcze związane z rejestracją i utrzymaniem znaku towarowego	5 000,0
Dyskonto	90,00%
Łączna wartość marki	590,00

WYCENA MARKI LOL

Wycena marki LOL, obejmującej znak towarowy oznaczony numerem prawa wyłącznego R.321685, oszacowana za pomocą podejścia kosztowego, metody kosztów zastąpienia, wynosi łącznie:

590,00

Słownie: pięćset dziewięćdziesiąt złotych 00/100.

7. PODSUMOWANIE

Wartość wycenianych znaków towarowych należących do spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie wynosi łącznie:

99.810,00 zł

Słownie: dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy osiemset dziesięć złotych 00/100.

W tym:

Wartość znaków towarowych objętych marką parasolową BROWAR TENCZYNEK (TENCZYNEK), oznaczonych numerami prawa wyłącznego: R.313868; R.313393; R.313394; R.313494; R.313495; R.313496; R.326599; R.326600; R.327459; R.327573; R.341185; R.343396; Nr ID 1211380; EUTM-018704832, wynosi łącznie:

96.700,00 zł

Słownie: dziewięćdziesiąt sześć tysięcy siedemset złotych 00/100.

RAPORT Z WYCENY WYBRANYCH WARTOŚCI NIEMATERIALNYCH I PRAWNYCH NALEŻĄCYCH DO SPÓŁKI
Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie.

Wartość znaku towarowego (marki) MYJEBONGA, obejmującego znaki towarowe oznaczone numerami prawa wyłącznego: R.370109; Nr ID 1211380, wynosi łącznie:

2.520,00 zł

Słownie: dwa tysiące pięćset dwadzieścia złotych 00/100.

Wartość znaku towarowego (marki) LOL, obejmującego znak towarowy oznaczony numerem prawa wyłącznego R.321685, wynosi łącznie:

590,00

Słownie: pięćset dziewięćdziesiąt złotych 00/100.

Tabela 11. Podsumowanie wyceny wartości znaków towarowych Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A. w upadłości z siedzibą w Warszawie w zł.

Marka	
Marka parasolowa TENCZYNEK	96 700,00
Marka MYJEBONGA	2 520,00
Marka LOL	590,00
Ogółem	99 810,00

KLAUZULE I OŚWIADCZENIA

Wykonawca nie ponosi odpowiedzialności za prawidłowość i rzetelność przekazanych danych, a także za informacje, które nie zostały mu przekazane.

Analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby wykonującej wycenę. Analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające.

Zastosowane przez Wykonawcę procedury wyceny nie oznaczają, że w ramach niniejszego projektu przeprowadzone zostało badanie sprawozdania finansowego lub jego przegląd, ani w rozumieniu obowiązujących w Polsce przepisów, ani w rozumieniu Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej.

Zlecenie wyceny nie było uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w raporcie przez wyceniającego wniosków oraz konkluzji ze z góry zakładanymi rezultatami.

Wynagrodzenie Wykonawcy nie jest uzależnione od:

- przygotowania lub przedstawienia w raporcie wniosków lub konkluzji ze z góry tendencyjnie zakładanymi wartościami;
- wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w raporcie;
- uzyskania z góry założonego rezultatu;
- przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny;
- konkluzji raportu korzystnej dla klienta.

Wykonawca nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania Raportu (w części lub całości) przez osoby niebędące jego adresatem.

Wykonawca nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie.

ZAŁĄCZNIK

Tabela 12. Oszacowanie kosztu kapitału dla marki TENCZYNEK.

Wyszczególnienie	1	2	3	4	5
Stopa wolna od ryzyka	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Premia rynkowa	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Współczynnik beta odlewarowana – sektor Beverage Alcoholic	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Współczynnik beta spółki	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Premia za ryzyko prognoz	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%
Koszt kapitału własnego	14,09%	14,09%	14,09%	14,09%	14,09%
Udział kapitału własnego w kapitale zainwestowanym	63,06%	63,06%	63,06%	63,06%	63,06%
Udział długu w kapitale zainwestowanym	36,94%	36,94%	36,94%	36,94%	36,94%
Koszt kapitału własnego	14,09%	14,09%	14,09%	14,09%	14,09%
Koszt kapitału obcego z tarczą	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%
WACC	12,13%	12,13%	12,13%	12,13%	12,13%
Aktywo niematerialne	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
	16,13%	16,13%	16,13%	16,13%	16,13%
Współczynnik dyskonta	0,8921	0,8921	0,8921	0,8921	0,8921
WIBOR 3M	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%
MARŻA	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Koszt kapitału obcego	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%

Tabela 13. Oszacowanie kosztu kapitału dla marki LOL.

Wyszczególnienie	1	2	3	4	5
Stopa wolna od ryzyka	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Premia rynkowa	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Współczynnik beta odlewarowana - sektor Beverage Alcoholic	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Współczynnik beta spółki	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Premia za ryzyko prognoz	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%
Koszt kapitału własnego	14,09%	14,09%	14,09%	14,09%	14,09%
Udział kapitału własnego w kapitale zainwestowanym	63,06%	63,06%	63,06%	63,06%	63,06%
Udział długu w kapitale zainwestowanym	36,94%	36,94%	36,94%	36,94%	36,94%
Koszt kapitału własnego	14,09%	14,09%	14,09%	14,09%	14,09%
Koszt kapitału obcego z tarczą	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%
WACC	12,13%	12,13%	12,13%	12,13%	12,13%
Aktywo niematerialne	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
	27,13%	27,13%	27,13%	27,13%	27,13%
Współczynnik dyskonta	0,8309	0,8309	0,8309	0,8309	0,8309
WIBOR 3M	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%
MARŻA	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Koszt kapitału obcego	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%