MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS

FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA

GEDIMINAS VIŠINSKAS

BALDŲ PRAMONĖS ŠAKOS ĮMONIŲ FINANSINIO PATRAUKLUMO VERTINIMAS

Magistro baigiamasis darbas

Vadovas:
Doc. Dr. Lukas Giriūnas

Vilnius, 2016

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS
FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA

BALDŲ PRAMONĖS ŠAKOS ĮMONIŲ FINANSINIO PATRAUKLUMO VERTINIMAS

Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas
Studijų programa 621N30005

Vadovas:
Doc. Dr. Lukas Giriūnas

2016 03 29

Atliko:
FVmns4-02 gr. stud.
Gediminas Višinskas

Recenzentas

2016 03 29

2016 03 29

Vilnius, 2016

TURINYS

LENTELĖS 5
PAVEIKSLAI 6
SANTRUMPOS 8
ĮVADAS 9
1. FINANSINIO PATRAUKLUMO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI 12
1.1 Finansinio patrauklumo sąvoka 12
1.2 Įmonės vertinimo esmė 15
2. FUNDAMENTALIOJI ANALIZĖ 19
2.1 PEST analizė 20
2.2 Pramonės šakos analizė 22
2.3 Baldų pramonės svarba Lietuvos ekonomikoje 24
2.4 Įmonių finansinė analizė 27
2.4.1 Santykinių rodiklių analizė 28
2.5 Kompleksinės vertinimo sistemos 31
2.5.1 Diskontuotų pinigų srauto metodas 32
2.5.2 Ekonominės pridėtinės vertės metodas 34
3. ĮMONĖS FINANSINIO PATRAUKLUMO VERTINIMO METODIKA 38
3.1 EVA metodo pasirinkimo pagrįstumas ir rodiklio komponenčių išskleidimas 39
4. BALDŲ PRAMONĖS ĮMONIŲ FINANSINIO PATRAUKLUMO VERTINIMAS 42
4.1 Baldų pramonės makroekonominė aplinka 42
4.1.1 Ekonominės aplinkos vertinimas 42
4.1.2 Teisinės – politinės aplinkos vertinimas 47
4.1.3 Socialinės aplinkos vertinimas 49
4.1.4 Technologinės aplinkos vertinimas 52
4.2 Baldų gamybos sektoriaus vertinimas apdirbamosios pramonės šakos kontekste 53
4.3 Akcinių bendrovių „Freda“, „Vilniaus baldai“, „Klaipėdos baldai“ ir „Klaipėdos mediena“ finansinio patrauklumo vertinimas 58
4.3.1 Santykinių rodiklių analizė 58
4.3.2 Akcinių bendrovių „Freda“, „Vilniaus baldai“, „Klaipėdos baldai“ ir „Klaipėdos mediena“ finansinio patrauklumo vertinimas EVA metodu 63
IŠVADOS 72
LITERATŪRA 75
ANOTACIJA 80

ANOTATION 81
SANTRAUKA 82
SUMMARY 83
PRIEDAS Nr.1 84
PRIEDAS Nr.2 85
PRIEDAS Nr.3 87
PRIEDAS Nr.4 88

LENTELĖS

1 lentelė. Įmonės vertinimo subjektai ir tikslai. 15
2 lentelė. Išorės aplinkos PEST analizė. 21
3 lentelė. Pelningumo rodikliai 28
4 lentelė. Likvidumo rodikliai. 29
5 lentelė. Finansinio sverto rodikliai 30
6 lentelė. Rinkos vertės rodikliai 31
7 lentelė. Baldų gamybos produkcija pramonės produkcijos kontekste (be PVM ir akcizo) 54
9 lentelė AB „Vilniaus baldai“ rinkos vertės rodiklių dinamika 62

PAVEIKSLAI

1 pav. Įmonės finansinis patrauklumas. 14
2 pav. Kompanijos (įmonės) gyvavimo ciklo stadijos. 17
3 pav. Ekonominiai rodikliai naudojami taikant fundamentaliąją analizę. 20
4 pav. Šakos vystymosi ciklo stadijos.. 23
5 pav. Finansų analizės vieta ir funkcijos 28
6 pav. NOPAT skaičiavimo metodika. 40
7 pav. Realiojo BVP ir ilgalaikių palūkanų normos dinamika 2006 – 2014 metais. 42
8 pav. Valstybės biudžeto deficito ir skolos dinamika 2006 -2014 m. 43
9 pav. Nedarbas ir infliacija, % 44
10 pav. Sukauptos tiesioginės užsienio investicijos 46
11 pav. Didžiausios kliūtys plėtojant privatų verslą 2009 m. Lietuvoje. 47
12 pav. Didžiausios kliūtys plėtojant privatų verslą 2013 m. Lietuvoje. 48
13 pav. Vartotojų lūkesčių indeksas 50
14 pav. Gyventojų pasiskirstymas pagal lytį ir amžių 51
15 pav. Išlaidos technologijų plėtrai 2007 - 2014 metais 52
16 pav. Baldų gamybos sektoriaus įmonių išlaidos MTEP ir bendrosios investicijos į materialųjį turtą (pagal *EVRK C31 Baldų gamyba*) 55
17 pav. Lietuvos baldų gamybos sektoriaus eksporto pokytis, % 56
18 pav. Lietuviškos kilmės prekių eksporto apimtys pagal šalis (pagal *EVRK C31 Baldų gamyba*) 57
19 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ grynojo pelningumo rodiklių dinamika 59
20 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ finansinio sverto rodiklių dinamika. 60
21 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ likvidumo rodiklių dinamika 61
22 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ veiklos pelno po mokesčių, bet prieš palūkanas (NOPAT) dinamika 64
24 pav. AB Vilniaus baldai“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika. 65
23 pav. AB „Freda“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika 65
26 pav. AB „Klaipėdos mediena“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika 66
25 pav. AB „Klaipėdos baldai“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika 66

27 pav. A B „Vilniaus baldai“ investuoto kapitalo kainos dinamika 67
28 pav. AB „Freda“ investuoto kapitalo kainos dinamika..... 67
29 pav. AB „Klaipėdos baldai“ investuoto kapitalo kainos dinamika..... 68
29 pav. AB „Klaipėdos mediena“ investuoto kapitalo kainos dinamika..... 69
30 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ sukuriamos pridėtinės vertės dinamika..... 70

SANTRUMPOS

ABC (angl. Activity based costing) – įmonės vertinimo metodika paremta veikla pagrįstų išlaidų rodiklių analize

BSC (angl. Balanced scorecard) – įmonės vertinimo metodika paremta subalansuotų rodiklių analizė

BVP (angl. Gross domestic product) – bendras vidaus produktas

CAPM (angl. Capital asset pricing model) – kapitalo kaštų įkainojimo modelis

DCF (angl. Discounted Cash Flow) – diskontuotų pinigų srauto metodas

EBIT (angl. Earnings before interest and taxes) - veiklos pelnas prieš palūkanas ir mokesčius

EBITDA – pelnas iki palūkanų mokėjimo, mokesčių, amortizacijos ir nusidėvėjimo

EVA (angl. Economic value added) – ekonominė pridėtinė vertė

MMA – minimalus mėnesinis atlyginimas

MTEP – (angl. Research and experimental development, arba R&D) - moksliniai tyrimai ir eksperimentinė plėtra

NOPAT (angl. Net operating profit after taxes) – grynasis veiklos pelnas po mokesčių

NPV (angl. Net present value) – grynoji dabartinė vertė

PEST (angl. Political, Economical, Sociocultural, Technological) – politinės-teisinės, ekonominės, socialinės ir technologinės aplinkos tyrimo metodas

PPO – pasaulio prekybos organizacija

SVKI – suderintas vartotojų kainų indeksas

TP – technologijų plėtra

TUI – tiesioginės užsienio investicijos

VKEKK – valstybinė kainų ir energetikos kontrolės komisija

VMI – valstybinė mokesčių inspekcija

WACC (angl. Weighted average cost of capital) –vidutinė svertinė kapitalo kaina

ĮVADAS

Šiuolaikinė ekonomika pasižymi didele konkurencija, kur svarbiausias kiekvieno verslo subjekto laimėjimas yra realus ekonominis augimas. Pastebėta, kad pastarojo dinamiškumą ir lygį lemia daugybė išorinių ir vidinių veiksnių, tokių kaip šalies ekonominė būklė, mokestinė ir teisinė aplinka, verslo šakos pajėgumas bei pačios įmonės finansinės galimybės. Veikiant tokioms sąlygoms, neišvengiamai susiduriama su problema, kai tolimesnis vystymasis neįmanomas be finansinių išteklių pritraukimo, kur bet koks pasirinktas investavimo į įmonę būdas turi didinti jos vertę bei užtikrinti tvarų įmonės savininkų gerovės didinimą. Kita vertus, sprendimą dėl finansinių išteklių skyrimo priima investuotojas, kuris tikisi maksimalios naudos esant minimaliai rizikai. Todėl išryškėja poreikis vertinti įmones pagal tai, kokią vertę jos sukuria savininkams arba kaip yra užtikrinamas tvarus įmonės savininkų gerovės didinimas. Bendrai tai galima apibūdinti kaip *finansinio patrauklumo vertinimą*.

Tyrimo aktualumas. Neapibrėžtumas ir rizika nuolatos supa verslininkus ir investuotojus, priimančius lemtingus sprendimus, todėl išsami įmonių finansinio patrauklumo analizė, bei greita reakcija ir lankstumas gali būti pasiekiami tik tada, kai sprendimai pagrįsti laiku gauta bei adekvačia informacija, apie išorinę organizacijos aplinką bei vidines galimybes. Finansinio patrauklumo vertinimas svarbus tiek patiems įmonių vadovams, siekiantiems sėkmingai plėtoti verslą ir tobulėti, tiek investuotojams, akcininkams ar bet kuriam kitam suinteresuotam subjektui, kurio tikslas – maksimali nauda iš įmonės vertės padidėjimo, ekonominio efekto (akcijų pajamingumo) ar veiklos tęstinumas, esant minimaliai rizikai. Tai itin išryškėjo praūžus pasaulinei 2008 m. finansų krizei, kai milžiniškas kiekis kompanijų bankrutavo, o išlikusios buvo priverstos nemenkai „susiveržti diržus“. Nepaisant to, atsirado ir tokių pramonės sektorių, kurie fenomenaliai skaičiavo kartais augantį pelningumą. Viena tokių – *baldų pramonė*. Siekiant išsiaiškinti ir išskirti tai įtakojusius veiksnius, darbe bus vertinamas būtent šios pramonės šakos įmonių finansinis patrauklumas.

Svarbu paminėti, kad mokslinėje literatūroje finansinio patrauklumo sąvoka nėra atskirai apibrėžta ir analizuota, todėl teoriniam tyrimo pagrindimui remtasi įvairių užsienio autorių: Endovickij (2009), Zaiceva (2007), Bodie (2003), Chong, Phillips (2012), Gončaruk, Karavan (2013), Grimm (2012), Valinurov, Kozakov (2005), McClatchey, Clinebel (2004), Grant, Stewart (2004), Morard, Balu (2009) ir kt., moksliniais darbais, kuriuose nagrinėjama įmonės investicinio patrauklumo tematika, taikant įvairias finansinės analizės metodikas bei skirtingus įmonės vertinimo būdus. Užsienio autoriai siūlo sudėtingesnius investicijų vertinimo modelius, pagrįstus kompleksinėmis vertinimo sistemomis bei įmantriais skaičiavimais. Pastebimas atotrūkis nuo tradicinių santykinių rodiklių skaičiavimo modelių.

Įmonės analizės ir investicinio patrauklumo vertinimo tematika taip pat aktuali ir lietuvių autorių, tokių kaip Valentinavičius S. (2010), Cibulskienė D. (2009), Brazauskas M. (2014), Geižutienė L., Sūdžius V. P. (2010), Burkšaitienė D., Juozapavičienė A. (2008), Aleknavičienė (2011) ir kt. darbuose. Lietuvių moksliniuose darbuose vis dar dominuoja tradicinės santykinių rodiklių skaičiavimo metodikos. Tiesa, kai kurių autorių (Cibulskinė D., Brazauskas M., Valentinavičius S. ir kt.) darbuose pastebima ir modernių kompleksinių skaičiavimo ir vertinimo modelių apraiškų. Nors tokių apraiškų nėra daug, tačiau tendencija – sekti užsienio mokslininkų pavyzdžiu ir pereiti prie kompleksinių investicinio patrauklumo vertinimo metodikų.

Tyrimo problema. Finansinio patrauklumo vertinimui reikalinga daugelio rodiklių, tame tarpe išorinių ir vidinių, kompleksinė analizė, pasitelkiant išsamiausius tyrimo metodus ir būdus. Pastaruoju metu tiek užsienio, tiek lietuvių literatūroje pastebima vis daugiau kritikos, susijusios su tradicinių santykinių finansinių rodiklių teikiamos informacijos išsamumu ir realios įmonės finansinės būklės atspindėjimu, o išorinių ir vidinių veiksnių analizė šiuo metu nėra vertinama kaip kompleksinė visuma. Todėl susiduriama problema, kad finansinio patrauklumo vertinimo tematika išlieka nenagrinėta. Dažniausiai bandoma apsiriboti naudojant vien tik santykinių rodiklių analizę, kuri neatspindi tikrosios įmonės vertės, generuojamo pinigų srauto ir ekonomiškai pagrįsto veiklos tęstinumo. Todėl šiuo darbu bus siekiama sukurti ir praktiškai pritaikyti modelį, skirtą įmonių finansinio patrauklumo vertinimui. Probleminis klausimas: „Koks modelis labiausiai tinka baldų pramonės šakos įmonių finansinio patrauklumo vertinimui?“.

Tyrimo objektas. Baldų pramonės šakos įmonių finansinio patrauklumo vertinimas.

Tyrimo tikslas. Sudaryti finansinio patrauklumo vertinimo modelį ir nustatyti išorinių ir vidinių veiksnių įtaką baldų pramonės šakos įmonių finansiniam patrauklumui.

Tyrimo uždaviniai:

1. Mokslinės literatūros analizės metu, nustatyti finansinio patrauklumo vertinimo teorinius aspektus.
2. Įvertinti išorinių veiksnių ir vidinių galimybių įtaką įmonių finansiniam patrauklumui;
3. Atlikti retrospektyvinę ir perspektyvinę Lietuvos makroaplinkos ir baldų sektoriaus analizę.
4. Įvertinti didžiausių pagal metinę apyvartą baldų pramonės šakos įmonių finansinį patrauklumą remiantis santykinių rodiklių analize ir EVA metodu.

Tyrimo metodai. Mokslinės literatūros analizė, palyginimas, finansinių ataskaitų duomenų grupavimas ir analizė, santykinių rodiklių analizė, retrospektyvinė ir perspektyvinė ekonominės pridėtinės vertės EVA analizė, PEST analizė, pirminių ir antrinių duomenų sisteminimas. Skaitinė informacija ir duomenų apdorojimas buvo atliekamas naudojantis MS Excel programiniu paketu.

Darbo struktūra ir tyrimo rezultatų taikymo sritys. Baigiamojo magistro darbo struktūra susideda iš keturių dalių:

1. Apžvelgti įmonių finansinio patrauklumo vertinimo teoriniai aspektai;
2. Išskirta fundamentaliosios analizės svarba ir metodų pritaikomumas finansinio patrauklumo vertinimui;
3. Parengta investicinio patrauklumo vertinimo metodika;
4. Atliktas didžiausių baldų pramonės šakos įmonių finansinio patrauklumo vertinimas, remiantis išorinių ir vidinių veiksnių analize.

Šiame darbe pateikta 2006 – 2014 m. Lietuvos makroekonominės aplinkos apžvalga, baldų gamybos sektoriaus vertinimas apdirbamosios pramonės šakos kontekste bei svarba Lietuvos ekonomikoje, didžiausių baldų pramonės šakos įmonių ekonominės veiklos rezultatai, pasitelkiant EVA metodą ir santykinių rodiklių analizę. Tyrimo rezultatai gali būti panaudoti vertinant makroekonominių veiksnių įtaką Lietuvos baldų pramonės vystymuisi, bei konkrečios, baldų sektoriuje veikiančios įmonės, veiklos rezultatams 2008 – 2014 m. laikotarpiu. Taip pat, kaip pagrindas prognozuojant baldų gamybos sektoriaus perspektyvas.

1. FINANSINIO PATRAUKLUMO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI

1.1 Finansinio patrauklumo sąvoka

Mokslinėje literatūroje sutinkama daug įvairių *investicinio patrauklumo* ir *įmonės finansų* sąvokas aiškinančių apibrėžimų, kurie kinta atsižvelgiant į straipsnio tematiką ir sąvokos pritaikymo prie tam tikros tematikos aktualumą. Nagrinėjant įvairių autorių darbus pastebėta, kad įmonės *finansinio patrauklumo* sąvoka nėra aiškiai apibrėžta ir išsamiai analizuota. Anot prof. G. Černiaus, nesuvokiant sampratų iš esmės ir netaikant jų praktikoje, tolimesnis jų vartojimas tampa paviršutiniškas ir ne visada pakankamai tikslus. Todėl, nesant konkretaus ir visuotinai pripažinto *finansinio patrauklumo* sąvokos apibrėžimo, nuspręsta apžvelgti pagrindines, autoriaus nuomone, šios sąvokos sudedamąsias dalis: *įmonės finansus* bei *įmonės patrauklumą investicijoms* ir pateikti konsoliduotą įmonės finansinio patrauklumo sąvokos apibrėžimą, kuriuo remiantis, ši sąvoka bus naudojama tolimesnėje darbo eigoje.

Lietuvių ir užsienio autorių darbuose, randama įvairių, įmonių finansų apibrėžimų. Pavyzdžiui, Brigham ir Houston (2012) įmonių finansus apibūdina kaip sprendimų, orientuotų į turto įsigijimą, kapitalo augimą ir maksimalų įmonės vertės didinimą, visumą. O štai, G. Smalenskas (2000) teigia, kad tai yra atskiro ūkinio vieneto ar visų ūkio subjektų ekonominių santykių visuma, kuri pasireiškia įvairia piniginių santykių forma personalinėse (individualiose), ūkinėse bendrijose ir akcinėse bendrovėse.

Pasak, Beaney S. (2005), „įmonės finansai apibūdiną veiklą, sprendimus ir metodus, kurie daro įtaką bendrovės finansiniam pajėgumui ir kapitalui.“ Panašios nuomonės yra ir G. Černius (2014) ir L. Juozaitienė (2007), kurie įmonės finansus įvardija kaip pinigų gavimo, paskirstymo, kaupimo, investavimo ir kontrolės sistemą, būtiną ekonominiams santykiams plėtoti.

Labiausiai išsiskiria C.P. Obi (1999), kuris įmonės finansus apibūdina kaip veiklą, orientuotą į organizacijos („firmos“) akcininkų turto didinimą. Prie šios teorijos šalininkų taip galima priskirti ir Eugene F. Brigham bei Joel F. Houston, kurie įmonės vertės didinimą nurodo, kaip vieną iš pagrindinių įmonės finansų valdymo tikslų.

Plačiai ir išsamiai šią sąvoką aprašo V. Bagdžiūnienė (2008) „Įmonės finansai – ekonominiai piniginiai santykiai, atsirandantys turto kūrimo, produkcijos gamybos ir realizavimo, paslaugų teikimo, vidinių ir išorinių finansavimo šaltinių sudarymo, jų paskirstymo ir naudojimo procese.“ (p. 152). Remiantis Brooks (2010), įmonės finansai tai finansinių veiklų rinkinys, kuriomis yra vykdomos organizacijos ar verslo subjekto operacijos.

Dauguma lietuvių autorių G. Černius, V. Bagdžiūnienė, G. Smalenskas ir kt., savo apibrėžimuose teigia, kad įmonės finansai yra tiesiogiai susiję su piniginiais santykiais. Iš ko galima daryti išvadą, kad įmonės finansai negalimi be pinigų, plačiąja prasme. Apibendrinant galima teigti, kad *įmonės finansai yra*

sistema (veiklų rinkinys), orientuota į įmonės vertės didinimą, gaunant, naudojant, kaupiant ir paskirstant piniginius išteklius.

Apibrėžiant įmonės finansinį patrauklumą, tikslinga išanalizuoti ir įvairių autorių pateikiamas įmonės investicinio patrauklumo sąvokas.

Garalienė ir Belazarienės (2001) investicinį patrauklumą apibūdina kaip investavimo sąlyga, darančią įtaką investuotojui, kuris renkasi investavimo objektą. Taip pat nurodoma, kad investicijos gali būti skirtos projektui, įmonei, korporacijai, miestui, regionui arba šaliai. Remiantis Валинуров ir Казаков (2005) nuomone, investicinis patrauklumas yra nulemtas objektyvių bruožų, savybių, lėšų ir galimybių visuma, kuri apsprendžia potencialią paklausą investicijoms.

Kalbant apie investicinį patrauklumą kompanijos lygmenyje, galima teigti, kad „investicinis patrauklumas yra daugybės formalizuotų ir neformalizuotų faktorių, tokių kaip: įmonės finansinis stabilumas, įmonės valdymo sistema, gaminamos prekės nomenklatūra, kompanijos skaidrumas, aplinka kurioje įmonė vykdo veiklą (konkurentai, partneriai), neoficialūs finansiniai duomenys, gandai ir kt., suformuotas požiūris į įmonę.“ (Ендовицкий Д.А., 2009).

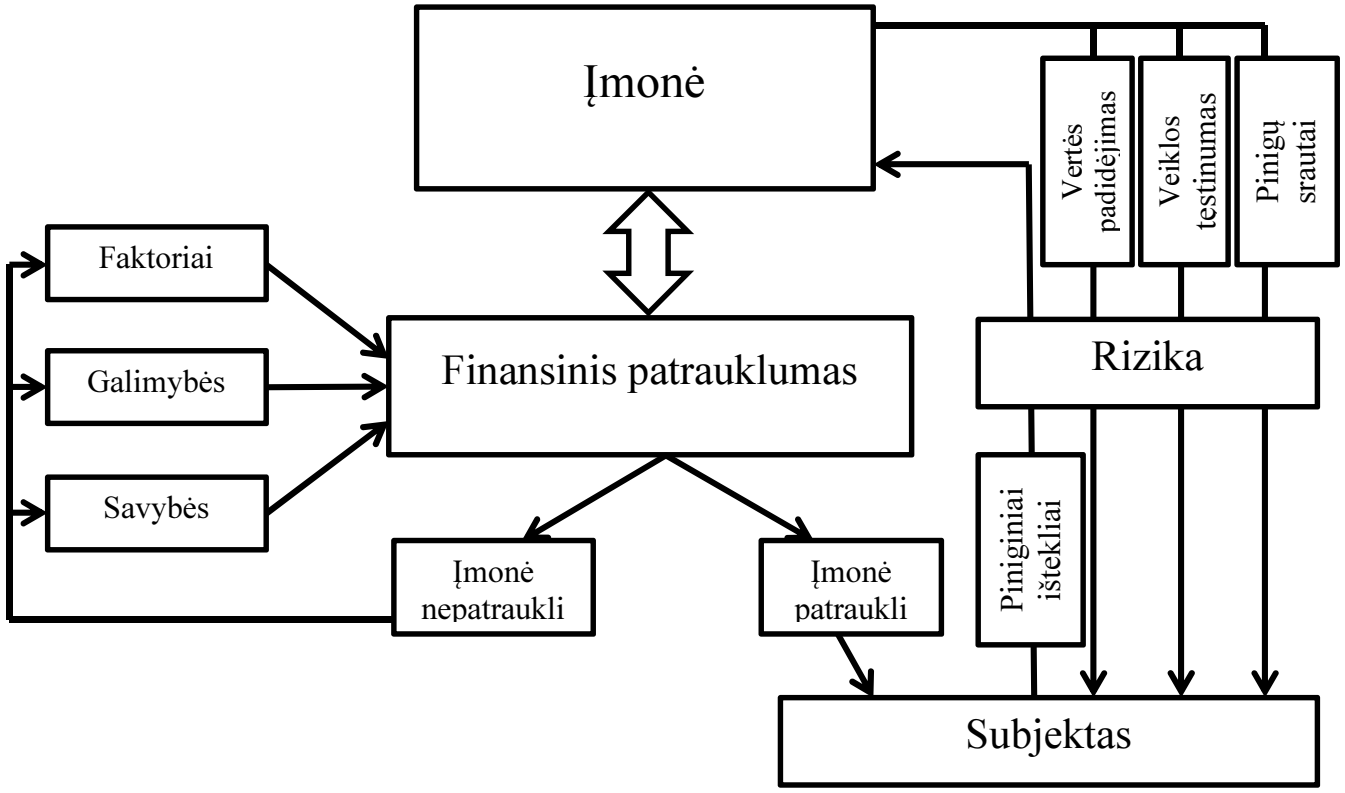
Anot Snieškos ir Zykienės (2011), įmonei gyvybiškai svarbu išlaikyti turimus išteklius bei pritraukti naujų. Tokiu būdu įgyjant pranašumą konkurentų atžvilgiu ir užtikrinant verslo subjekto plėtrą. Tuomet „[..]įmonės investicinis patrauklumas, gali būti vertinamas pajamų ir rizikos plotmėje, kaip įdėtų lėšų pajamingumas (ekonominis efektas), esant minimaliai rizikai.“ (Зайцева Н., 2007)

Geižutienė ir Sūdžius (2010), įmonės investicinį patrauklumą įvardija kaip galimybę „[..]sudominti investuotoją savo pasiruošimu, pajėgumu įsisavinti investicijas tokiu būdu, kad jos leis įmonei pasiekti kokybiškai bei kiekybiškai kitokį lygį per investuotojui priimtiną laiko tarpą.“ (p. 3). Panašios nuomonės laikosi ir rusų autoriai Gončaruk ir Karavan, (2013), kurie įmonės investicinį patrauklumą vertina kaip rinkinį ekonominių ir psichologinių komponentų, apibrėžiančių galimybę pasiekti numatytus rezultatus investuojant, bei galimą riziką investuotojams.

Apžvelgus pateiktus įmonės investicinio patrauklumo apibrėžimus galima teigti, kad jie visi yra panašūs, t.y. nors autoriai investicinį patrauklumą aiškina skirtingais žodžiais (*galimybė, gebėjimas, sąlyga*), jo esmė išlieka ta pati. Geižutienės ir Sūdžiaus (2010) pateiktame apibrėžime, „kitoks lygis“ yra suprantamas „[..]kaip subjektyvus kiekvieno investuotojo požiūris į laukiamą naudą. Minėtas rezultatas (nauda) gali būti: gamybos apimtis, produkcijos kokybė, naujos technologijos, rinkos dalies augimas, prekinio ženklo žinomumas, verslo likvidumas.“ (p. 3).

Autoriaus nuomone, priimtiniausias yra Valinurovos ir Kazakovos suformuotas investicinio patrauklumo apibrėžimas, teigiantis, kad investicinis patrauklumas yra objektyvių bruožų, savybių ir galimybių visuma, apsprendžianti potencialią paklausą investicijoms.

Išanalizavus įvairių Lietuvos bei užsienio autorių darbuose išskirtus investicinio patrauklumo bei įmonės finansų sąvokų apibrėžimus, autorius siūlo tokį finansinio patrauklumo sąvokos apibrėžimą: objektyvių faktorių, savybių ir galimybių visuma, dėl kurių įmonė gali sudaryti paklausą subjektui, kurio tikslas – maksimali nauda iš įmonės vertės padidėjimo, ekonominio efekto (akcijų pajamingumo) ar veiklos tęstinumas, esant minimaliai rizikai. (žr. 1 pav.)



1 pav. Įmonės finansinis patrauklumas.

Čia „subjektas“ suprantamas, kaip potencialus investuotojas, įmonė, bankas, valstybė ir kt., kuriam įmonės finansinis patrauklumas daro reikšmingą įtaką ieškant ekonominės naudos. (žr. 1 pav.). Finansinio patrauklumo analizė pradedama įvertinant visus objektyvius faktorius (finansinės analizės rezultatus), lemiančius įmonės galimybę generuoti pastovius pinigų srautus, didinti įmonės vertę bei užtikrinti veiklos tęstinumą. Subjektui, kita vertus gali visai nerūpėti įmonės galimybė generuoti pinigų srautus ar vertės padidėjimas. Neretu atveju, finansiškai patraukliomis tampa sunkioje finansinėje padėtyje atsidūrusios ar net ant bankroto slenksčio esančios įmonės. Tokiais atvejais svarbų vaidmenį vaidina sukauptas nematerialus įmonės turtas: patentai, pardavimų tinklas, prekės ženklo atpažįstamumas ir t.t. Be kita ko, bankrutuojančios įmonės gali atrodyti patraukliai vien dėl savo geografinės vietos, pvz. įmonė gali būti įsikūrusi strategiškai patogioje vietoje arba perspektyvoje galima numatyti, kad tokia taps. Svarbu

nepamiršti, kad ypatingas vaidmuo tenka objektyviems faktoriams. Čia kalbama apie veiksnius, kurių įmonė negali valdyti, tačiau pastarieji gali ženkliai paveikti įmonės veiklą, pvz. pasaulinė ekonomika, technologinis progresas, globalizacija ir t.t. Šie procesai nepavaldūs įmonei, tačiau jų nepaisymas arba negebėjimas prognozuoti tendencijų ilguoju laikotarpiu gali stipriai paveikti įmonės veiklą. Dar visai neseniai teko stebėti tokių, praeityje garsių įmonių, kaip „Nokia“ ar „Siemens“ atvejus. Šiuolaikiniame versle ypatingą svarbą užima informacinės technologijos (*toliau* IT). Sparčiai vystantis šioms technologijoms, labai svarbu pasirinkti tinkamą strategiją ir nuolat stebėti makro aplinką ir pasaulines tendencijas. Praleidus vieną progą antra gali ir nebepasitaikyti (taip nutiko Nokia atveju), todėl šiandieniniame pasaulyje, ieškant finansiškai patrauklių įmonių, nepaprastai svarbu kaip įmanoma anksčiau atpažinti ir identifikuoti tas įmones ir tas pramonės šakas, kurios ateityje gali generuoti didelius pinigus srautus ir užimti nemenką rinkos dalį. Tai ypatingai dažnai pasireiškia tose pramonės sektoriuose, kurios yra imlios IT ir technologiniam progresui. Kaip pavyzdžius galima įvardinti baldų, mobiliųjų telefonų ir kompiuterių bei kitus glaudžiai su IT progresu susijusius pramonės sektorius.

1.2 Įmonės vertinimo esmė

Įmonės vertinimas yra subjektyvus dalykas, o vertinimo rezultatai, anot Kancerevyčiaus (2006), gali labai skirtis ir priklauso nuo vertinimo tikslo bei pasirinkto vertinimo metodo. Literatūroje išskiriami tokie vertinimo subjektai bei tikslai (žr. 1 lent.):

1 lentelė. Įmonės vertinimo subjektai ir tikslai.

Vertinimo subjektas	Vertinimo tikslai
Savininkas	Turto panaudojimo varianto radimas Restruktūrizacija Įmonės ar jos dalies kainos pagrindimas Įmonės likvidavimo rezultatų nustatymas
Kredito įstaigos	Finansinės skolininko veiklos patikrinimas Paskolos užstato vertės nustatymas
VP biržos	Konjunktūros charakteristikų skaičiavimas VP kainų pagrįstumo tikrinimas
Investuotojai	Investavimo į įmonę pagrįstumas Įmonės vertės nustatymas norint ją įsigyti
Valstybės institucijos	Įmonės paruošimas privatizacijai Mokesčių bazės nustatymas Bankroto procedūros vykdymas ir likvidacija Įvertinimas teismo tikslu

Šaltinis: sudaryta pagal G. Kancerevičius, 2006, p. 244.

Įmonės vertinimu gali būti suinteresuoti įvairūs subjektai: savininkai, kredito įstaigos vertybinių popierių biržos, investuotojai, valstybės institucijos. Tos pačios įmonės vertinimas, atliktas skirtingų analitikų, gali skirtis, priklausomai nuo vertinimo tikslų bei naudojamų metodų. Apskritai bet kurio vertinimo pagrindinė priežastis yra:

- nustatyti tikrąją turto vertę;
- rasti ir pirkti nepakankamai įvertintą turtą (įmonę, finansinius instrumentus, nekilnojamą turtą ir t.t.)
- rasti ir parduoti pervertintą turtą.

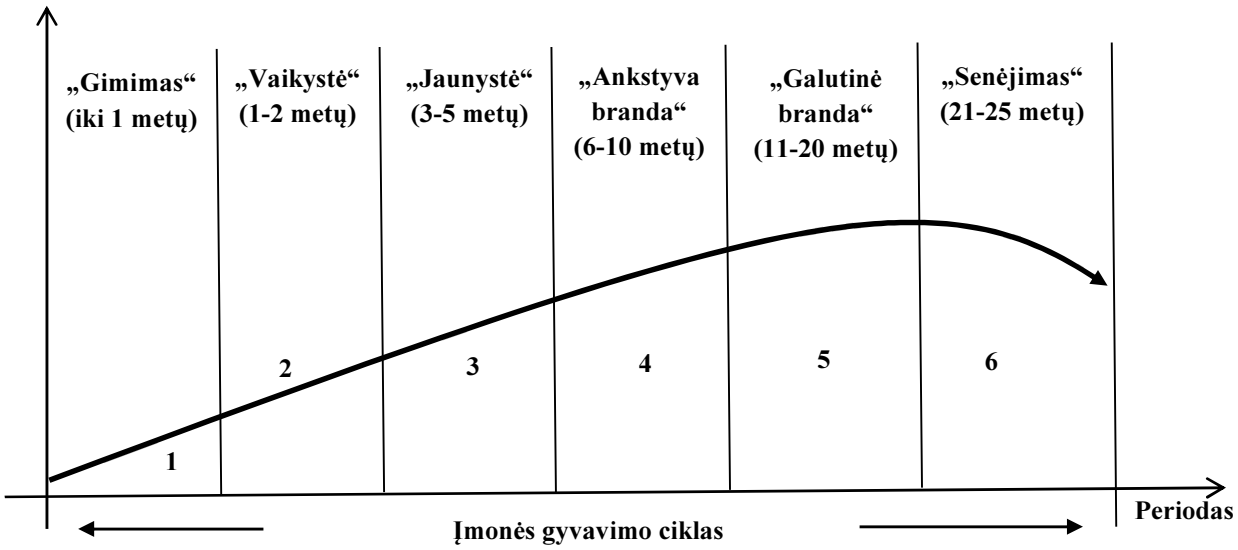
Atliekant įmonės finansinio patrauklumo vertinimą, labai svarbu atsižvelgti tiek į vidinius, tiek ir į išorinius veiksnius, kurie yra tiesiogiai susiję su įmonės galimybe tęsti veiklą. Černius G. (2013), siūlo šiuos veiksnius, pagal poveikio pobūdį, jungti į dvi grupes – „rinkos“ ir „išorinio reguliavimo“. Išorinio reguliavimo veiksnių grupėje pirmiausia turėtų būti išskirti ir aptarti įmonės savininkai, kurie priima ypač svarbius įmonės finansų valdymui strateginius sprendimus.

Priklausomai nuo pasirinkto ekonominės naudos gavimo būdo (įmonė laikytina pinigų srauto ar kapitalo investicija) priklauso ir įmonės finansų valdymo strategija. Todėl itin svarbu žinoti įmonės savininkų poziciją norint objektyviai įvertinti riziką, nes tuo atveju, kai savininkai siekia ekonominę naudą gauti iš karto, įmonės veikla tęsiamos veiklos požiūriu tampa ženkliai rizikingesnė.

Prie išorinio reguliavimo veiksnių taip pat galima priskirti ir valstybės reguliavimą bei mokesčių politiką. Valstybės reguliavimas pasireiškia tuo, kad sukuriama daugiau ar mažiau palanki aplinka įmonėms funkcionuoti konkrečioje šalyje arba tam tikroje verslo šakoje. Mokesčių politikos įtaka dažniausiai pasireiškia per mokesčių lengvatų (pelno mokesčio, PVM) suteikimą tam tikros veiklos sritims ar įmonių grupėms. Tai, savo ruožtu, turi įtakos strateginiams savininkų sprendimams kurti ar likviduoti įmones, užsiimančias viena ar kita veikla. Kalbant apie rinkos veiksnius, galima paminėti šakos specifiką, klientus, konkurentus, tiekėjus, bankus ir potencialius įmonės pirkėjus. (Černius G., 2013).

Būtina teisingai įvertinti visus šiuos veiksnius, kadangi aptartų išorinių veiksnių įmonės nevaldo, t. y. šie veiksniai nepriklauso nuo įmonės veikimo ar neveikimo. Taip pat jie nėra tiksliai išmatuojami. Jų įtaka gali būti tik įvertinta.

Nereikėtų pamiršti įvertinti ir specifinių įmonės savybių, tokių kaip: nišinė veikla, strategiškai patogi vieta, kurioje įsikūrusi įmonė, nematerialus įmonės turtas (klientų sąrašai, patentai, licencijos,) ar gyvavimo ciklo stadija, kurioje šuo metu yra įmonė. Valentinavičius (2010), išskiria tokias stadijas: *gimimas, vaikystė, jaunystė, ankstyva branda, galutinė branda, senėjimas* (žr. 2 pav.).



2 pav. Kompanijos (įmonės) gyvavimo ciklo stadijos.

Šaltinis: Valentinavičius S., 2010, p. 177.

Bendras visų kompanijos gyvavimo ciklo stadijų periodas yra apie 20-25 metai. Paskui įmonė arba baigia egzistuoti, arba atgimsta nauju pagrindu ir naujos savininkų bei valdančio personalo sudėties. Investicijoms patraukliausios laikomos augančios kompanijos, esančios pirmose keturiose savo kitimo stadijose. Kuo vėlesnė įmonės stadija, tuo investicijos laikomos netikslingomis, išskyrus tuos atvejus, kai numatoma plati gaminamos produkcijos diversifikacija, t.y. įmonės restruktūrizavimas.

Vadovaujantis žymiuoju JAV akcijų rinkos analitiku Peter Lynch, įmones galima suskirstyti į šešias grupes:

Lėtai augančios. Didelės ir senstančios kompanijos, kurios auga nežymiai daugiau nei apskritai pati ekonomika. [..] jos paprastai turi pastovius pinigų srautus ir moka dosnius dividendus [..].

Ryžtingosios. Šios auga greičiau nei lėtai augančiosios, tačiau nėra labai staigaus augimo būsenos. Šioms kompanijoms būdinga tai, kad jos tampa beveik neveikiamos recesijos ir yra neciklinės.

Greitai augančios. Mažos ir agresyvios naujos kompanijos, kurių metinis augimas sudaro 20 – 25 proc. Kompanijos augimas gali būti nulemtas didelio pramonės šakos augimo arba padidėjusios rinkos dalies.

Ciklinės. Šių kompanijų pardavimai ir pelningumas reguliariai išsiplečia ir susitraukia kartu su verslo ciklu.

Apyvartumo kompanijos. Šios kompanijos yra bankrutavusios arba greitai bankrutuosiančios. Už galimybę atsigauti nuo neišvengiamos katastrofos (bankroto), kompanijos gali pasiūlyti milžiniškas investicijų grąžas.

Turto žaidėjai. Tai įmonės, kurios turi vertingo turto, šiuo metu neatsispindinčio jų akcijų kainoje. Pavyzdžiui, įmonė gali būti įsikūrusi ant vertingo nekilnojamojo turto, kuris yra vertas tiek pat arba net

daugiau negu pati įmonė. Kai kuriais atvejais, turtas gali būti nematerialus (klientų sąrašai, kita vertinga informacija). Šis turtas ne iš karto generuoja pinigų srautus, todėl gali būti dažniau nepastebimas analitikų, įvertinančių kompaniją (Bodie Z., 2003).

Finansinis patrauklumas visada buvo svarbus veiksnys siekiant didesnės ekonominės naudos. Šiuolaikinėmis sąlygomis, kai šalyje per metus užregistruojama daugiau nei 1000 bankroto atvejų, o akcijų pajamingumai siekia vos kelis procentus, laiku ir teisingai įvertintas įmonės finansinis patrauklumas gali ne tik išgelbėti akcininkus ir investuotojus nuo netikėtų praradimų bet ir atnešti ekonominės naudos.

2. FUNDAMENTALIOJI ANALIZĖ

Mokslinėje literatūroje vyrauja daug fundamentaliosios analizės apibūdinimų ir praktinio pritaikomumo būdų. Dažniausiai ši analizė naudojama kaip akcijų įvertinimo metodas, įtraukiantis išplėstinę, visos viešai prieinamos informacijos apie įmonių praeities rezultatus ir ateities perspektyvas, analizę.

Vienas iš fundamentaliosios analizės būdų – *vertės metodas*, buvo išpopuliarintas Benjamino Grahamo (*Benjamin Graham)* ir Deivido Dudo (*David Dood*) darbe *Security Analysis (1934)*. Pagrindinis analizės tikslas buvo rasti ir įsigyti akcijų su „nuolaida“ (vadinamąja „saugumo atsarga“) ir taip sumažinti investicijos rizikingumą (Grimm, 2012).

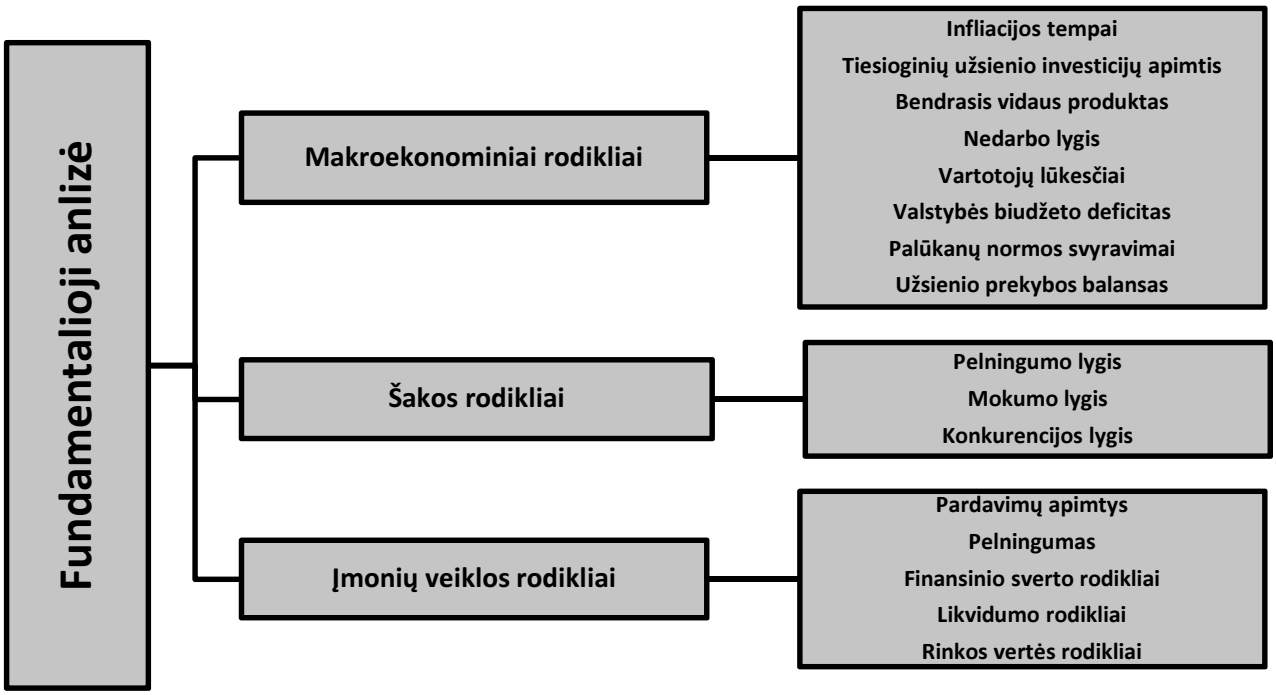
Kaip teigia Grimm (2012), praktikoje, fundamentalioji analizė paprastai atliekama vienu iš metodų: ***„iš apačios į viršų“*** arba **„iš viršaus žemyn“**.

„Iš apačios į viršų“ metodas remiasi įmonės, kaip atskiro ūkio subjekto analize. Šis metodas neaprėpia ekonomikos, rinkos ar šakos sąlygų, o orientuojasi į specifinius, įmonei būdingus dalykus: vadybos kokybę, produkto ar paslaugos ypatybes, sąnaudų kaštus, operacinio efektyvumą ir kitas pagrindines verslo dedamąsias.

„Iš viršaus žemyn“ yra pats išsamiausias fundamentinės analizės metodas. Jis pradedamas bendra makroekonomine analize, po kurios seka rinkos, pramonės šakos ir pačios įmonės analizė. Šiam metodui pritaria ir tokie lietuvių autoriai, kaip Cibulskienė ir Butkus (2009), Valentinavičius (2010), Brazauskas (2014). Minėti autoriai fundamentaliąją analizę įvardija kaip:

- svarbiausių ekonominių rodiklių interpretacija bei šalies vystymosi veiksnių vertinimas Ji apima šalies bendrą ekonominę analizę, šakos būklę ir įmonės veiklos analizę (Cibulskienė, Butkus, 2009).
- „[..] tokia įmonės, finansinio instrumento arba visos ekonomikos plėtros analizė, kai analizuojama, kokie veiksniai yra ilgalaikiai, darantys ilgalaikę, fundamentalią įtaką analizuojamo objekto plėtrai, raidai, kainos ir vertės pokyčiams. Fundamentalioji analizė tiria kainų judėjimą, atsižvelgiant į makroekonominius veiksnius.“ (Valentinavičius, 2010, p. 154).

Apibendrinant, galima teigti, kad fundamentaliąja analize siekiama išanalizuoti veiksnius, įtakojančius įmonės pelną, akcijų kainą, įmonės vertę ir t.t. Autoriaus sutinka su Grimm (2012) ir kitų autorių nuomone, kad priimtiniausias ir išsamiausias fundamentaliosios analizės metodas yra „iš viršaus žemyn“ (žr. 3 pav.).



3 pav. Ekonominiai rodikliai naudojami taikant fundamentaliąją analizę.

Šaltinis: sudaryta pagal D. Cibulskienė, M. Butkus, 2009.

M. Brazauskas (2014), pažymi, kad bendra ekonomikos analizė, apimanti tokius svarbius klausimus, kaip infliacijos tempai, bendras vidaus produktas, palūkanų norma, mokesčiai, vartotojų kainos indeksas, užimtumas ir t.t., tai daug laiko ir žinių reikalaujantis analizės būdas, o įdėtos pastangos ne visada atsiperka.

Vis dėl to, autoriaus nuomone, ekonominė analizė yra viena iš kertinių įmonės finansinio patrauklumo vertinimo sudedamųjų dalių, todėl turėtų būti įtraukta į bendrą fundamentaliąją analizę.

2.1 PEST analizė

Atliekant įmonės finansinio patrauklumo vertinimą, labai svarbu atsižvelgti į išorinius veiksnius, kurie yra tiesiogiai susiję su įmonės galimybe tęsti veiklą (Černius, 2013). Kaip jau minėta anksčiau, šių veiksnių įmonė nevaldo, t.y. jie nepriklauso nuo įmonės veiklos.

Tačiau kaip teigia Blanchard, (2007), makroekonominiai rodikliai yra neatsiejama analizės dalis, nes pastarieji yra suformuoti sąveikaujant daugybei namų ūkių ir įmonių.

Anot Brasaitė (2013), analize tūrėtų būti pradedama apskaičiuojant bendrus šalies makroekonominius rodiklius, įvertinant esamą ekonomikos būklę bei numatant būsimos raidos tendencijas.

Makroekonominei šalies aplinkai įvertinti galima pasitelkti PEST (*angl Political, Economic, Sociocultural, Technological*) analizę (žr. pav.):

2 lentelė. Išorės aplinkos PEST analizė.

POLITINĖ (TEISINĖ)	**EKONOMINĖ**
Politinis stabilumas Teisinis reglamentavimas Mokesčių sistema	Bendras vidaus produktas Infliacija Nedarbas Palūkanų norma
SOCIALINĖ	**TECHNOLOGINĖ**
Gyventoju amžiaus pasiskirstymas Vartotojų lūkesčiai	MTEP Technologijų plėtra

Šaltinis: sudaryta pagal Fisher, Robert, 2008.

Politinė aplinka. Kiekvienoje valstybėje yra priimami teisės aktai (įstatymai, nutarimai, mokesčių taisyklės) kuriais savo praktinėje veikloje privalo vadovautis visi šalyje veikiantys ūkio subjektai. Priklausymą tarptautinėms sąjungoms ir organizacijoms, tokioms kaip: ES, pasaulio prekybos organizacijai (toliau PPO*)*, taip pat priskiriamas prie politinės aplinkos. Šių organizacijų reglamentai ir įstatai taikomi viršnacionaliniu lygmeniu, t.y. visos šalys narės privalo laikytis bendrų susitarimų ir normų: *bendros ES muitų politikos, mokesčių harmonizavimo, atitikti ir remtis PPO prekybos standartais* ir t.t.

Vertinant šalies finansinį patrauklumą svarbu nepamiršti ir politinio stabilumo. Planuojant ilgalaikių investicijų grąžą, politinis nestabilumas arba neapibrėžtumas, neigiamai veikia šalies investicinį klimatą. Todėl net ir perspektyviai ir ekonomiškai vertingai įmonei, gali būti sunku sudominti potencialų investuotoją ar pirkėją.

Ekonominė aplinka. Makroekonominė analizė, kaip teigia Burda and Wyplosz (2013), yra naudinga, nes parodo bendrą šalies aplinką, atspindinčia vartotojų gerbūvį. T.y. kiekvienas asmuo, fizinis ar juridinis, yra veikiamas bendrų makroekonominių rodiklių, tokių kaip: infliacijos tempai, palūkanų norma, užimtumas ir t.t., Bendrų makroekonominių rodiklių įtaka įmonės finansiniam patrauklumui nėra tiksliai išmatuojama. Jų įtaka gali būti tik įvertinta. Tačiau pasak, Burda and Wyplosz (2013), „[..] verslas gali uždirbti arba prarasti dideles pinigų sumas kai keičiasi bendra makroekonominė būklė. Todėl pasiruošimas tokiems pokyčiams gali būti labai vertingas.“ (p.4).

Analizuojami reikšmingi šalies makroekonominiai rodikliai:

Bendrasis vidaus produktas – apibūdina šalies bendrąsias pajamas. Jo dinamika suteikia informaciją apie esminius pokyčius šalies ekonomikoje ir leidžia objektyviau prognozuoti veiklos plėtros galimybes.

Palūkanų normos svyravimai – didelė palūkanų norma mažina ateities pinigų srautų dabartinę vertę, kartu ir investicinį patrauklumą. Šis rodiklis iš esmės lemi išlaidas verslo investicijoms.

Valstybės biudžeto deficitas – vyriausybės pajamų ir išlaidų skirtumas (Valentinavičius, 2010). Biudžetui esant deficitiniam, atsiranda skolinimosi būtinybė. Didelės apimties valstybės skolinimasis gali paveikti palūkanų normas. Perdėtai didelis skolinimasis gali užgniaužti verslo investicijas, kadangi išaugusios palūkanų normos taps nepatrauklios investuotojams.

Infliacija – daro įtaką išlaidoms, susijusioms su kapitalo pritraukimu. Siekiant išlaikyti nuoseklumą turi būti įvertintas infliacijos dydis pasirenkant diskonto normą;

Tiesioginės užsienio investicijos – jei šalyje sparčiai daugėja ar nuolat yra didelių tiesioginių užsienio investicijų, tai verslo aplinka, investicijų atsipirkimo galimybės ir darbo našumas šalyje yra didesni nei kitose šalyse.

Socialinė aplinka. Socialinę-kultūrinę aplinką apibūdina pirmiausia *demografiniai rodikliai*: potencialių pirkėjų (vartotojų) skaičius, jų pasiskirstymas pagal lytį ir amžių, gyvenamą vietą, profesiją, tautybę ir t.t. (Fisher and Robert, 2008).

Nedarbo lygis – užimtumas rodo realų potencialios darbo jėgos panaudojimą. Didesnis užimtumas lemia gausesnį vartojimą, o kartu ir įmonės pajamas. Rodiklio reikšmė gali būti siejama su įmonės pelningumu.

Vartotojų lūkesčiai – vartotojo ir gamintojo optimizmas ar pesimizmas dėl šalies ekonomikos būklės. Esant neapibrėžtumui dėl būsimo darbo užmokesčio dydžio, vartotojai gali būti linkę mažinti vartojimą ir atvirkščiai, jei yra tikri dėl savo finansinės padėties, galimas paklausos augimas. Tai savo ruožtu, skatins įmones didinti gamybą ir atsargas. Šis rodiklis tiesiogiai veikia investicijas.

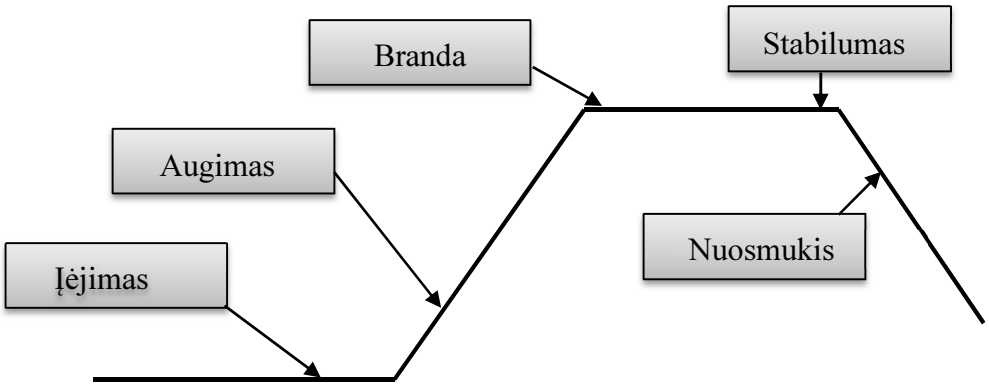
Technologinė aplinka. Analizuojant šią aplinką, reikėtų įvertinti inovacijų diegimo raidą ir perspektyvas, užsibrėžtus strateginius tikslus.

Kaip teigia Pranulis, Pajuodis, Urbonavičius ir Virvilaitė (2012), „niekas nesiskverbia į žmonių gyvenimą taip galingai ir sparčiai kaip mokslas ir technika. Kiekviena šiuolaikinė prekė yra tam tikrų mokslo žinių panaudojimo rezultatas [..]“, todėl technologinės pažangos taikymas gali reikšmingai paveikti įmonės konkurencingumą, o šis, savo ruožtu, įmonės finansinį patrauklumą. (p. 73).

Įvertinus bendrą makroekonominę šalies būklę, pereinama prie konkrečios pramonės šakos analizės. Ši analizė apima tiriamos šakos pagrindinių indikatorių, ekonominių ir gamybinių veiksnių analizę.

2.2 Pramonės šakos analizė

Remiantis Griciūtė, Juozėnaitė ir Grigaliūnienė (2007), įmonės savo šakoje gali skirtis dydžiu, gamybos būdais ir gaminamos produkcijos asortimentu, tačiau jos turi analogiškas gamybines charakteristikas ir yra sąlygojamos tų pačių socialinių ekonominių veiksnių. Šakos analizės procese tikslinga nustatyti pastarosios vystymosi ciklo stadiją (žr. 4 pav.).



4 pav. Šakos vystymosi ciklo stadijos. **Šaltinis:** Norvaišienė R., 2006, p. 105.

Iš paveikslo (žr. 5 pav.), matyti, jog šakos vystymasis prasideda *įėjimo* stadija. Šioje stadijoje pramonės šaka yra dar nauja ir neištyrinėta, todėl šiuo laikotarpiu sunku pritraukti investicijas. Kita stadija – *augimas*. Kaip teigia Maksimovic ir Phillips (2006), Norvaišienė (2006), Leigh, (2014), ši ciklo fazė yra pati patraukliausia investuotojams. Augimo stadijoje pradedamas platus produkcijos realizavimas. Lengviau prognozuojamas tolimesnis šakos vystymasis. *Brandos* stadijoje išryškėja specifinės šakos savybės, jos jautrumas ekonominiams pokyčiams. Vėliau seka *stabilumas* arba *nuosmukis*. Didžiausia grėsmė – įsigyti paskutinės vystymosi ciklo fazės įmonių akcijų (Griciūtė ir kt., 2007).

Leigh ir visa *Head Global Equity Investment* grupė (2014), vertindama įmonių investicinį patrauklumą, suskirstė jas į tokias pramonės šakų lygio stadijas:

- *pradedančios* – kompanijos kūrimosi stadijoje;
- *augančios* – augantys investuoto kapitalo grąžos srautai ir aukštas reinvestavimo lygis;
- *„pinigų karvės“* – stabilūs, dideli investuoto kapitalo grąžos srautai ir mažesnis augimas;
- *„blankstantys nugalėtojai“* – investuoto kapitalo grąžos srautai mažėja sulig šakos branda;
- *restruktūrizuojamos* – investuoto kapitalo grąža yra mažesnė už kapitalo kaštus.

Kompanijos buvo analizuojamos naudojant kompleksinį HOLT^{TM} rodiklį, į kurį įtraukiami tokie santykiniai rodikliai kaip turto ir kapitalo grąža, pelnas vienai akcijai ir t.t. Vėliau įmonės buvo vertinamos pagal investuotų pinigų srautų grąžą, turto augimą, šakos gyvavimo ciklo stadijas ir diskonto normą. Apskritai, vertinant pramonės šakos finansinį patrauklumą, tikslinga analizuoti jos bendrus statistinius,

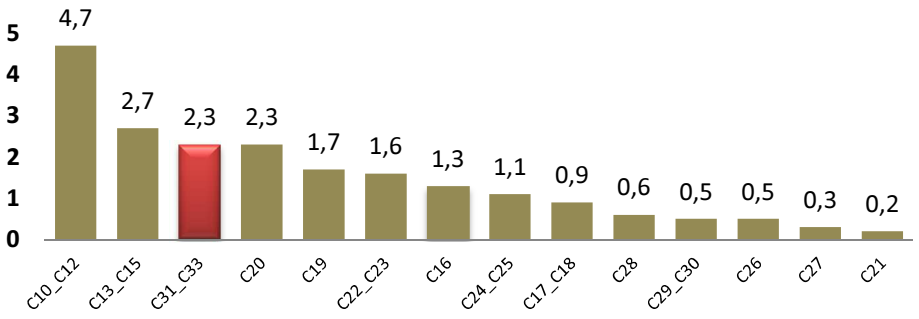
santykinius ir absoliučiuosius rodiklius: pardavimo apimtis, veikiančių ūkio subjektų skaičių, bendrus mokumo, likvidumo ir kitus santykinius rodiklius, bei produkcijos realizavimo kryptis.

Paskutiniame fundamentaliosios analizės etape reikalaujama pačios įmonės finansinės analizės. Šią analizę, dauguma autorių – Valentinavičius (2010), Hada, Mărginean (2013), Kancerevyčius (2006), R. Griciūtė, V. Juozėnaitė, Ž. Grigaliūnienė (2007) įvardija, kaip svarbiausią fundamentaliosios analizės etapą. Pasak Norvaišienės (2004), įmonės analizė pradedama retrospektyvine įmonės finansinio stabilumo analize ir baigiama santykinių bei sisteminių rodiklių skaičiavimu, palyginimu ir prognozavimu.

2.3 Baldų pramonės svarba Lietuvos ekonomikoje

Pagal Lietuvos statistikos departamento pateikiamą Ekonominės veiklos rūšių klasifikatoriaus 2 redakciją (EVRK red. 2) baldų gamybos sektorius yra apibrėžiamas kaip baldų ir susijusių gaminių gamyba iš bet kokių medžiagų, išskyrus akmenį, betoną ir keramiką. Baldų gamybos procesai atliekami pagal standartinius medžiagų ir jungiamųjų komponentų formavimo metodus, įskaitant pjaustymą, liejimą ir laminavimą. Gaminio dizainas estetinės ir funkcinės kokybės požiūrių yra svarbus gamybos proceso aspektas.

Baldų ir jų gaminių gamybos sektoriuje 2013 metų duomenimis veikė 627 įmonės, dirbo 8,6 tūkstančiai darbuotojų (1,4% šalies dirbančiųjų). 2013 metų duomenimis sektorius sukūrė 2,3% visos šalies pridėtinės vertės (žr. 5 pav.).



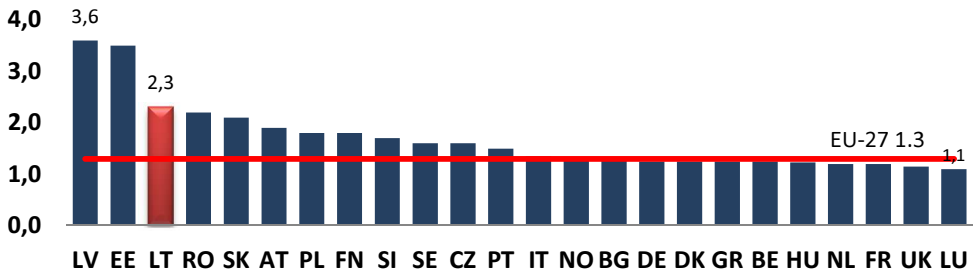
5 pav. Lietuvos pramonės šakų dalis bendrojoje pridėtinėje vertėje, % 2013 m.

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis

Pažymėjimai: C10_C12 Maisto produktų, gėrimų ir tabako gamyba; C13_C15 Tekstilės gaminių gamyba; drabužių siuvimas (gamyba); odos ir odos dirbinių gamyba; C16 Medienos ir medienos gaminių gamyba; C17_18 Popieriaus bei popieriaus gaminių gamyba; leidyba ir spausdinimas; C19 Kokso ir rafinuotų naftos produktų gamyba; C20 Chemikalų ir chemijos produktų gamyba; C21 Pagrindinių vaistų pramonės gaminių ir farmacinių preparatų gamyba; C22_C23 Guminių ir plastikinių gaminių ir kitų nemetalinių mineralinių produktų gamyba; C24_C25 Pagrindinių metalų ir metalo gaminių, išskyrus mašinas ir įrenginius, gamyba; C26 Kompiuterinių, elektroninių ir optinių gaminių gamyba; C27 Elektros įrangos gamyba; C28 Niekur kitur nepriskirtų mašinų ir įrangos gamyba; C29_C30 Transporto įrangos gamyba; C31

Lietuvos baldų gamybos sektorius bendrame Lietuvos ekonomikos kontekste tradiciškai vaidina svarbų vaidmenį – baldų pramonės sukuriama pridėtinė vertė kasmet siekia apie 1,5 – 2% šalyje sukuriamo bendrojo vidaus produkto ir sudaro apie 10% apdirbamosios pramonės sukuriamos pridėtinės vertės. Po maisto ir gėrimų gamybos bei tekstilės – baldų sektorius yra svarbiausias Lietuvos apdirbamosios gamybos sektorius, pastaraisiais metais sukuriantis per 2 mlrd. Lt pridėtinės vertės.

Lyginant su kitomis Europos Sąjungos (ES) valstybėmis, Lietuvos baldų ir baldų gaminių gamybos pramonės sukuriama pridėtinė vertė bendrojoje šalies pridėtinėje vertėje buvo viena didžiausių (žr. 6 pav.). Lietuvą pagal šį rodiklį lenkė tik Latvija ir Estija. Lietuvos sektoriaus indėlis į bendrą šalies pridėtinę vertę beveik 2 kartus viršijo ES-27 vidurkį. Tarp kitų apdirbamosios gamybos šakų pagal svarbą baldų pramonė užima 3-ą vietą (iš 14-os) ir lenkia tokias pramonės šakas kaip metalo ir metalo gaminių, elektrotechnikos pramonę.

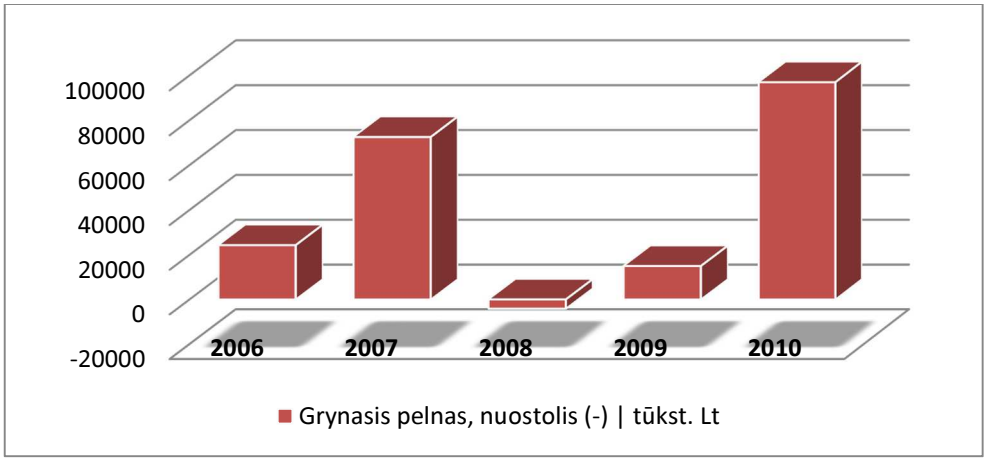


6 pav. Medienos sektoriaus dalis Europos sąjungos šalių bendrojoje pridėtinėje vertėje, %, 2013 m.

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamento ir Eurostat duomenis

Baldų ir baldų gaminių sektorius yra labiausiai priklausomas nuo paklausos statybų ir medienos sektoriuose, kurių sukuriama produkcijos vertė finansų krizės metais susitraukė. Vėliau, 2008-2010 metų periodu baldų ir baldų gaminių sukuriama pridėtinės vertės dalis stipriai išaugo ir laikėsi gana stabiliai. Ši pramonė Lietuvos ekonomikai yra svarbi, nes jos produktai yra plačiai naudojami kaip žaliava kitose pramonėse, tokiose kaip statybos ar kitų medienos gaminių gamyba

Autoriaus siekis – sukurti finansinio patrauklumo vertinimo modelį. Šiam tikslui neatsitiktinai buvo pasirinktos baldų pramonės įmonės. 2008 m. ekonominis sunkmetis išryškino šio sektoriaus lankstumą ir atsparumą staigiems rinkos pokyčiams. Apžvelgus sunkmečio baldų gamybos sektoriaus veiklos rezultatus (grynąjį pelną) matyti, kad šios šakos įmonių grynasis pelnas tik 2008 m. buvo neigiamas, o nuostolis sudarė bendrai kiek daugiau nei 4 mln. Lt. (žr. 3 lentelė). Tačiau vėlesniais metais pastebimas staigus grynojo pelno šuolis, kas parodo, kad sektorius yra lankstus ir geba greitai persiorientuoti į pelningas rinkas. Platesnė baldų pramonės šakos apžvalga ir statistinių duomenų analizė pateikiama 4 skyriuje.



7 pav. Baldų pramonės įmonių grynasis pelnas 2006 – 2010 m.

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis.

Pagrindinė eksporto kryptis išliko Europos Sąjungos šalys: Švedija, Vokietija, Danija, Latvija. Didžiausia eksporto dalis iškeliauja į Skandinavijos šalis – Norvegiją, Daniją, Švediją. Tai labiausiai lemia didėjantis baldų prekybos milžinės IKEA užsakymų gausa, kadangi beveik visa Lietuviškų baldų produkciją yra eksportuojama. Vėlesniuose skyriuose bus plačiau analizuojama baldų pramonės eksporto plėtra ir pagrindinės šalys partnerės.

Kaip jau minėta, pramonės įmonės vis daugiau gamina ne vidaus rinkai, o eksportui. Tai geras ženklas, rodantis, jog lietuviška produkcija yra konkurencinga. 1998 m. Lietuvos įmonės užsienyje pardavė 48,3 proc. visos produkcijos, o 2011–2014 m. eksportuotos produkcijos dalis nusistovėjo ties 60 proc.

Siekiant sukurti efektyvų vertinimo modelį buvo pasirinkta išanalizuoti didžiausias pagal apyvartą Lietuvos baldų gamybos įmones (žr. 4 lentelė). Pagal lentelėje pateiktus duomenis matyti, kad didžiausią apyvartą, beveik ketvirtadalį milijardo, sukuria AB „Freda“ - seniausia baldų pramonės įmonė Lietuvoje. Savo veiklą ji pradėjo kaip lentpjūvė nuo 1880 m. sausio 25 d. AB „Freda“ vardu baldų gamybos įmonė įregistruota 1992 m. liepos 13 d. AB „Freda“ gamina korpusinius baldus iš medienos drožlių plokštės, MDF plokštės (medium density fibreboard) ir lengvos konstrukcijos korinio skydo. Pagrindinė dalis – gyvenamojo kambario ir prieškambario baldai. Didžiąją dalį sudaro komodos, taip pat batų dėžės ir pan.

Antra didžiausią baldų gamybos įmonė yra šiuo metu pirmaujanti korpusinių baldų gamyboje - AB „Vilniaus baldai“. Įmonės gamybinės patalpos užima 51 000 kvadratinių metrų plotą, kuriose dirba virš 600 darbuotojų.

3 lentelė. Didžiausios baldų gamybos įmonės pagal apyvartą.

Nr.	Įmonė Company				

		Parduota produkcijos tūkst. Lt *2013* Sales thous. Lt	Parduota produkcijos tūkst. Lt *2014* Sales thous. Lt	Eksportas tūkst. Lt *2013* Export thous. Lt	Eksportas tūkst. Lt *2014* Export thous. Lt
1	Freda	228851	283918	227373	282994
2	Vilniaus baldai	166115	213066	164248	209376
3	Klaipėdos baldai	108631	106205	100268	101330
4	Klaipėdos mediena	86303	90344	85725	88005
5	Šilutės baldai	79283	81103	78484	79169
6	Kauno baldai	48291	63903	14901	26062

Šaltinis: sudaryta pagal asociacijos „Lietuvos mediena“ duomenis.

Trečioje ir ketvirtoje vietoje pagal apyvartą rikiuojasi SBA įmonių grupės įmonės. Tai AB Klaipėdos baldai ir AB Klaipėdos mediena. Tiesa AB Klaipėdos baldai dar galima priskirti prie *didžiojo trejeto*, kadangi šių įmonių metinė apyvarta sudaro daugiau kaip 100 mln. Lt. Penktoje ir šeštoje vietoje rikiuojasi atitinkamai UAB Baldai Jums ir UAB Lauksva.

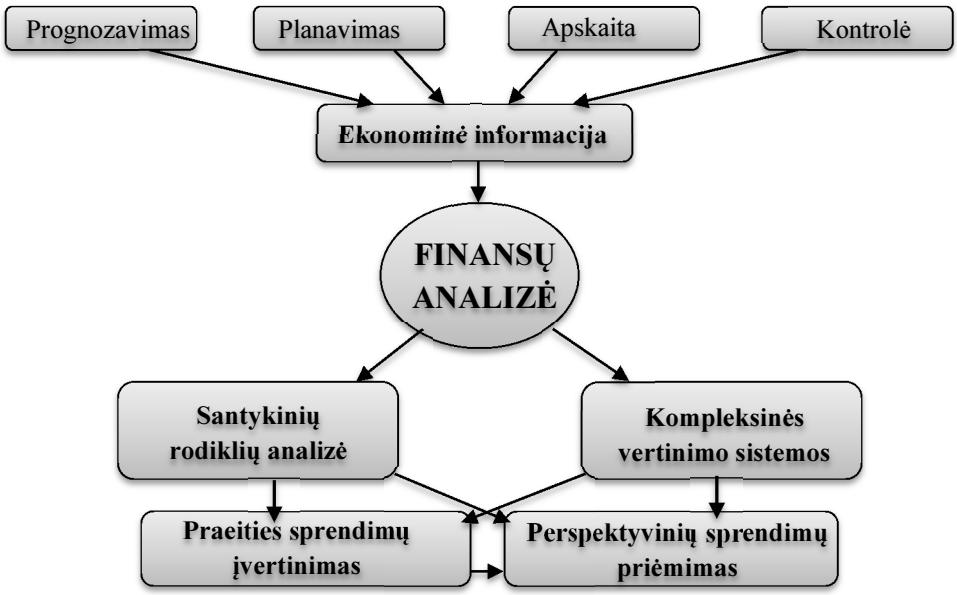
Iš visų šešių didžiausi Lietuvos baldų gamybos įmonių tik pastarosios – UAB Baldai Jums ir UAB Lauksva yra uždarosios akcinės bendrovės, kurių finansinių ataskaitų rinkiniai nėra viešai skelbiami, todėl kuriant finansinio patrauklumo vertinimo modelį skaičiavimams bus naudojamos 4 didžiausių baldų gamybos akcinių bendrovių finansinių ataskaitų duomenys.

2.4 Įmonių finansinė analizė

Finansinė analizė yra viena iš pagrindinių priemonių vertinant įmonės finansinį patrauklumą. Pasak Buškevičiūtės ir Mačerinskienės (2009), įmonėje ji apima visus veiklos parengimo etapus, patį veiklos procesą bei jos produkto pardavimą praeityje, dabartyje ir ateityje (darbo, materialinių, finansinių išteklių formavimą ir naudojimą, veiklos ekonominius bei finansinius rezultatus.

Gavus ekonominę informaciją iš organizacijos funkcinių padalinių ir pasitelkus finansų analizės sistemas bei būdus, siekiama objektyviai įvertinti tiriamo objekto finansinę veiklą ir būklę. Tai padeda įvertinti anksčiau priimtus sprendimus bei priimti perspektyvinius valdymo sprendimus (žr. 2 pav.).

Anot Rutkausko, Sūdžiaus ir Mackevičiaus (2009), norėdami ką nors vertinti, privalome analizuoti. Taigi, norint įvertinti įmonės būklę tam tikru momentu, analizuojama jos finansinė padėtis: nagrinėjama, kiek įmonė turi turto, kaip ir dėl ko šis turtas pasikeitė, kiek ir kam įmonė skolinga, koks yra jos mokumas, kokie likvidumo rodikliai, koks yra jos kapitalo naudojimo efektyvumas ir t.t.



5 pav. Finansų analizės vieta ir funkcijos

Šaltinis: adaptuota pagal Mackevičius J., Poškaitė D., 1998.

Šiems rodikliams apskaičiuoti taikomas vienas populiariausių ir plačiausiai naudojamų finansinės analizės būdų – *santykinė analizė*. Remiantis finansinių ataskaitų duomenimis, skaičiuojami įvairių absoliučių dydžių santykiai parodantys įmonės būklę ataskaitos sudarymo dieną.

2.4.1 Santykinių rodiklių analizė

Įvairūs autoriai (tiek Lietuvos, tiek užsienio šalių) pateikia įvairias santykinių rodyklių klasifikacijas ir jų kiekius. Pastebima, kad finansinės analizės teoretikai ir praktikai naudoja skirtingus grupavimo principus, tačiau galima rasti ir nemažai bendrumų. Literatūroje finansų analizės tematika, siūloma skaičiuoti tuos pačius *pelningumo, likvidumo, finansinio sverto bei rinkos vertės* finansinius rodiklius (žr. 1,2,3,4,5 lentelė):

Pasak Aleknavičienės (2011), pelningumo rodikliai, skirtingai nei kiti, yra interpretuojami vienareikšmiškai – kuo pelningumas didesnis, tuo įmonės veikla valdoma geriau.

3 lentelė. Pelningumo rodikliai

Rodiklis	Formulė	Formulės paaiškinimas
Bendrasis pelningumas (*GPM*), %	$GPM = \left(\frac{BP}{PP}\right) \times 100\%$	BP – bendrasis pelnas PP – pardavimo pajamos
Grynasis pelningumas (GPR), %	$GPR = \left(\frac{GP}{PP}\right) \times 100\%$	GP – grynasis pelnas PP – pardavimo pajamos
Investicijų pelningumas (ROI)	$ROI = \left(\frac{GP}{T - TS}\right) \times 100\%$	GP – grynasis pelnas T – turtas TS –trumpalaikė skola
Turto grąža (ROA), %	$ROA = \left(\frac{GP}{T}\right) \times 100\%$	GP – grynasis pelnas T – turtas

Nuosavo kapitalo grąža (ROE), %	$ROE = \left(\frac{GP}{NK}\right) \times 100\%$	GP – grynasis pelnas NK – nuosavas kapitalas

Valentinavičius (2010), teigia, kad pelningumo rodikliai yra pagrindiniai indikatoriai, kuriais remiamasi atliekant finansinę analizę, nes jie geriausiai apibendrina galutinius įmonės pasiekimus ir iš jų yra sprendžiama, kokią realią naudą turės akcininkai ir investuotojai. Turto pelningumas dažniausiai apskaičiuojamas kaip grynojo pelno ir viso įmonės turto santykis. Kuo didesnė rodiklio reikšmė, tuo efektyviau naudojamas turtas.

Investicijų pelningumo rodiklis (ROI, *angl. Return On Investment*) vertina investuoto kapitalo grąžą. Yra daug variantų kaip apskaičiuoti šį rodiklį. Skaičiavimas priklauso nuo investicijų pobūdžio ir investavimo objekto. Šiame darbe investicijų pelningumo rodiklis bus skaičiuojamas kaip grynojo pelno ir kapitalo be trumpalaikių įsipareigojimų santykis (Weygandt, Kieso, Kimmel, 2005).

Didėjant arba mažėjant pelnui, atitinkamai didėja arba mažėja ir pelningumas. Visiškai priešingai koreliuoja turto pelningumas ir turto vertė, egzistuoja netiesioginis ryšys. Siekiant kompleksiškai įvertinti įmonės finansinį patrauklumą ir plėtros galimybes, pelningumo rodiklius reikia palyginti su ankstesnių metų rodikliais, kitų įmonių rodikliais, vidutiniais šakos rodikliais.

Kaip jau minėta, finansinės analizės teoretikai ir praktikai naudoja skirtingus santykinių rodiklių grupavimo principus. Anot Mackevičiaus (2006), kai kalbama apie finansinio įmonės patikimumo rodiklius, dažniausiai šia grupei apibūdinti naudojamas likvidumo pavadinimas. Nors kai kurie autoriai – Savickaja 2005, Brigham, Daves 2004, Weygandt et. al. 2005, Šakienė, Puleikienė 2009 šią rodiklių grupę įvardija kitaip *mokumo rodikliai* tikėtina, kad kalbama apie tuos pačius dalykus (žr. 2 lent.).

4 lentelė. Likvidumo rodikliai.

Rodiklis	Formulė	Formulės paaiškinimas
Einamojo likvidumo koef. ($EL_{koef.}$), kartai	$EL_{koef} = \frac{TT}{T\text{Į}}$	TT – trumpalaikis turtas TĮ – trumpalaikiai įsipareigojimai
Kritinio likvidumo koef. ($KL_{koef.}$), kartai	$KL_{koef} = \frac{TT - A}{T\text{Į}}$	TT – trumpalaikis turtas A – atsargos TĮ – trumpalaikiai įsipareigojimai
Apyvartinis kapitalas (AK), Lt	$AK = TT - T\text{Į}$	TT – trumpalaikis turtas TĮ – trumpalaikiai įsipareigojimai

Likvidumo, arba mokumo, rodikliai parodo įmonės finansinį patikimumą. Nuo mokumo priklauso tolesnė įmonės veikla, perspektyvos, investiciniai sprendimai. Šiuo rodikliu yra suinteresuoti tiek kreditoriai, tiek investuotojai, siekdami kuo tiksliau įvertinti riziką (Juozaitienė, 2007).

Remiantis Vilniaus vertybinių popierių biržos, Nasdaq OMX rodiklių skaičiavimo metodika, einamasis likvidumas priklauso nuo įmonės gebėjimo trumpalaikį turtą paversti pinigais ir taip apmokėti savo skolas bei padengti kitas mokėtinas sumas. Bendru atveju šis rodiklis turi būti ne mažesnis už vienetą,

nors anot Mackevičiaus (2007), vadinamas rodiklio slenkstis, kurio nereikėtų peržengti yra 1,2. Aukštesnė nei 2 rodiklio reikšmė gali rodyti neefektyviai naudojamas atsargas bei neefektyviai valdomą kitą trumpalaikį turtą ir įsipareigojimus. Kita vertus, jei su įmone pirkėjai atsiskaito iš karto, o skolų tiekėjams apmokėjimo terminai ilgi, einamojo likvidumo koeficientas gali būti žemesnis už vienetą.

Vienas einamojo likvidumo koeficientas nėra informatyvus, todėl tikslinga jį analizuoti kartu su kritinio likvidumo koeficientu. Jei einamojo likvidumo koeficientas reikšmingai padidėja, o tuo tarpu kritinio likvidumo koeficientas beveik nepakinta, tai liudija apie išaugusias atsargas. Praktikoje kritinio likvidumo koeficientas svyruoja apie 1, tačiau atitinkamos normos nustatymas priklauso nuo konkretaus nagrinėjamo ekonomikos sektoriaus ypatumų bei klientų kreditingumo lygio. Tai pat, svarbu lyginti kelių metų duomenis, t.y. įvertinti rodiklio dinamiką. Sumažėjęs likvidumas nebūtinai yra blogas reiškinys, tačiau, kalbant apie ateitį ir hipotetiškai dideles skolas tiekėjams, likvidumo sumažėjimas prilyginamas labai didelei rizikai (Hada, Mărginean, 2013).

Prie likvidumo rodiklių priskiriamas ir įmonės apyvartinis kapitalas. Jis apskaičiuojamas kaip trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų skirtumas. Iš esmės, šis rodiklis parodo įmonės likvidumo rezervą, apsidraudžiant dėl nenumatytų ir neplanuotų atvejų, todėl dažnai skaičiuojamas bankininkų, akcininkų, investuotojų ir kitų suinteresuotų asmenų. Kuo didesnis apyvartinis kapitalas, tuo su didesnėmis investicijų į trumpalaikį turtą finansavimo problemomis įmonė gali susidurti.

Racionali finansavimo šaltinių struktūra parodo įmonės veiklos pusiausvyrą, kuri literatūroje įvardijama kaip *finansinis svertas*. Nuo kapitalo struktūros labai priklauso ilgalaikė finansinė įmonės sėkmė, todėl vertinant finansinį įmonės patrauklumą, tikslinga išanalizuoti kapitalo struktūros įtaką įmonės pelnui ir jos veiklos rizikai. Lentelėje pateikiami finansinio sverto rodikliai (žr. 3 lent.):

5 lentelė. Finansinio sverto rodikliai.

Rodiklis	Formulė	Formulės paaiškinimas
Skolos rodiklis (SR), kartai	$\text{SR} = \frac{V\text{Į}}{VT}$	VĮ – visi įsipareigojimai VT– visas turtas
Skolos – nuosavybės rodiklis (SNR), kartai	$SNR = \frac{V\text{Į}}{NK}$	VĮ – visi įsipareigojimai NK – nuosavas kapitalas
Ilgalaikės skolos rodiklis (ISR), kartai	$ISR = \frac{I\text{Į}}{VT}$	IĮ – ilgalaikiai įsipareigojimai VT– visas turtas

Pasak Valentinavičiaus (2010), „dažniausiai finansinis svertas išreiškiamas įsipareigojimų (visų arba tik ilgalaikių) ir kapitalo (akcinio, nuosavo, pastovaus) santykiu.“. (p. 193).

Daugelio įmonių finansinė būklė ir veiklos rezultatai, konkurencingumas ir veiklos tęstinumas priklauso nuo gebėjimo dalyvauti kapitalo rinkose, tirti ir įvertinti kapitalo rinkos rodiklius. Rinkos vertės

finansiniai rodikliai skaičiuojami įmonių, kurių akcijos yra kotiruojamos vertybinių popierių biržose, nes parodo rinkos požiūrį į įmonę (Brigham, Daves, 2004).

6 lentelė. Rinkos vertės rodikliai

Rodiklis	Formulė	Formulės paaiškinimas
Kapitalizacija (KAP)	$KAP = PAS \times ARK$	PAS – paprastųjų akcijų skaičius ARK – akcijos rinkos kaina
Kainos ir akcijos pelno santykis (P/E)	$P/E = \frac{ARK}{AP}$	ARK – akcijos rinkos kaina AP – akcijos pelnas
Kapitalizacijos ir EBITDA santykis	$KAP = \frac{KAP}{EBITDA}$	KAP – įmonės rinkos vertė EBITDA - pelnas iki palūkanų mokėjimo, mokesčių, amortizacijos ir nusidėvėjimo

Atliekant kapitalo rinkos santykinių rodiklių analizę, visų pirma reikia įvertinti įmonės kapitalizaciją, t.y. įmonės rinkos vertę. Ši vertė apskaičiuojama kaip paprastųjų akcijų skaičiaus ir jų rinkos kainos sandauga.

Kitas svarbus rinkos vertės rodiklis yra akcijos kainos ir pelno santykis (angl. price-earnings ratio, P/E) Šis rodiklis skaičiuojamas kaip akcijos rinkos kainos ir vienos akcijos pelno santykis. Šis rodiklis rodo kiek kartų brangiau konkrečiu metu parduodama akcija, palyginti su jos duodamu pelnu. Kuo šis rodiklis mažesnis, tuo geriau. (Kancerevyčiaus, 2006).

Įmonės kapitalizacijos ir EBITDA (EBITDA – pelnas iki palūkanų mokėjimo, mokesčių, amortizacijos ir nusidėvėjimo) santykis rodo, kiek mokama už įmonės pinigų srautą, atsižvelgiant į jos turimas skolas. Kuo rodiklis mažesnis, tuo geriau.

Nuosekliai analizuojant kapitalo rinkos rodiklius, galima objektyviai įvertinti įmonės finansinę būklę. Visi minėti rinkos rodikliai kartu, parodo įmonės akcijų finansinį patrauklumą.

2.5 Kompleksinės vertinimo sistemos

Kaip jau minėta darbo pradžioje, pagrindinis įmonės tikslas turėtų savininkų vertės maksimizavimas. Ilgą laiką (ir dabar) įmonių veiklai vertinti buvo naudojami finansiniai rodikliai, kurių svarbiausias tikslas – skaitine reikšme įvertinti finansinę būklę ir vykdyti viso proceso kontrolę. Vėliau pastebėta, kad naudojant tokius rodiklius vis sudėtingiau paaiškinti, kodėl įmonių, kurių geri finansiniai rodikliai, plėtra sulėtėja ir ekonominė nauda mažėja arba, atvirkščiai, rodikliai blogi, o įmonė dirba stabiliai. Taip pat, atkreiptas dėmesys į tai, kad finansinė analizė ir finansinių rodiklių skaičiavimas nesuteikia visos reikalingos informacijos, todėl rodiklių vertinimas ir jų interpretavimas dažnai susijęs su įvairiais subjektyviais veiksniais (Juozaitienė, 2007).

XX a. pabaigoje pradėtos kurti ir įgyvendinti kompleksinės įmonių veiklos vertinimo sistemos, kurios padeda objektyviau nustatyti įmonės finansinę būklę. Ekonominėje literatūroje gausu skirtingų

įmonės veiklos finansinio vertinimo sistemų. Remiantis Boguslausku ir Jagelavičiumi (2002), tikslinga apjungti keturias finansinio vertinimo sistemas. Ekonominio pelno ir srauto teorija (*angl. throughput*), vertina visa įmonės veiklą pasitelkiant vieną rodiklį – sugeneruotą srautą ir ekonominį pelną (*angl Economic Value Added, EVA*). Remiantis subalansuotų rodiklių (*angl. Balanced Scorecard, BSC*) ir veikla pagrįstų išlaidų teorija (*angl. activity based costing, ABC*), kuri teigia, jog neįmanoma teisingai įvertinti įmonės veiklos pasitelkiant vieną rodiklį, siūloma vertinti visą aibę rodiklių. Šios dvi teorijos pateikia tokius vertinimo rodiklių skirstymus:

- kiekio, laiko ir kokybės (veikla pagrįstų išlaidų teorija);
- finansiniai, vidaus, pirkėjų ir inovacijų (subalansuotų rodiklių teorija).

Visos išvardintos teorijos yra teisingos ir naudingos. Iš esmės, galima teigti, kad jos papildo viena kitą. Srauto teorija įvertinama, kiek vertės sukuria kiekviena veikla bendrovės viduje (iš pardavimo pajamų atimamos įsigytų medžiagų sąnaudos); ekonominio pelno teorija apskaičiuoja naujos vertės sukūrimą (iš pardavimų atima visas išlaidas); veikla pagrįstų išlaidų teorija vertinama kiekviena įmonės veikla, o subalansuotų rodiklių teorija, pasitelkiant aibę rodiklių, vertina visą įmonės veiklą arba atskiras veiklas (Geižutienė, Sūdžius, 2010).

Boguslauskas ir Jagelavičius, (2002) įspėja, kad prieš derinant anksčiau minėtas teorijas, reikia įvertinti ir tai, kad vadovaujantis *veikla pagrįstų išlaidų teorija*, įmonė išskaidoma į veiklas ir modeliuojamos veiklų išlaidos, tačiau vertinamos tik kapitalo sąnaudos, atskiros veiklos ir pasigendama įrankio, optimizuojančio šių veiklų darbą, o visos įmonės veiklai vertinti naudoja tik tradicinį rodiklį – grynąjį pelną. Naudojant algoritmą ir filosofiją, *srauto teorija* padeda optimizuoti įmonės veiklas, tačiau nėra išskirtų principų, kurie leistų įmonę skaidyti į veiklas. Įmonės veikla vertinama srauto rodikliu, kuris neatspindi galutinio veiklos rezultato ir neįvertina kapitalo kaštų. Metodas labiausiai pritaikomas trumpalaikiams, operatyviniams sprendimams (Juozaitienė, 2007).

Remiantis subalansuotų rodiklių teorija, išskiriamos keturios kategorijos, pagal kurias reikia vertinti ir vystyti įmonę bei jos veiklas, tačiau pasigendama įrankio, paspartinančio vystymąsi reikiamomis kryptimis; ekonominio pelno teorija vertina įmonės veiklą vienu rodikliu EVA, įvertinančiu visas įmonės patiriamas išlaidas.

Dėl reikalingų įmonės vidaus duomenų šiems metodams taikyti, Boguslausko ir Jagelavičiaus (2002) siūlomas integruotas modelis iš esmės tinkamas tik įmonės vidaus analizei atlikti ir veiklai tobulinti.

2.5.1 Diskontuotų pinigų srauto metodas

Kaip jau buvo minėta ankstesniame skyrelyje, reikėjo įrankio, leidžiančio įvertinti alternatyvių įmonės strategijų poveikį įmonės vertei ir nustatyti patraukliausią iš jų. Vienas plačiausiai naudojamų įmonės įvertinimo modelių, yra pagrįstas būsimų pinigų srautų dabartine verte, diskontuota vidutiniais svertiniais kapitalo kaštais. Tam tikra prasme, šis įmonės įvertinimo modelis apjungia finansines ataskaitas, pinigų srautus, finansinius projektus, pinigų vertę laike, rizikos, ir kapitalo kaštus. Verte grįstus valdymo metodus kompanijos naudoja ir praktiškai, kadangi tai padeda nuosekliai priiminėti sprendimus orientuotus į vieną tikslą – įmonės vertės didinimą.

Diskontuotų pinigų srautų metodas (angl. *Discounted Cash Flow,* toliau – DCF) yra kone dažniausiai taikomas įmonės vertės nustatymo metodas. Tokie autoriai, kaip French (2013), Žaptorius (2006), Pablo Fernández (2007), Schauten, Stegink, Graaff (2010), savo darbuose nuodugniai nagrinėja DCF metodo privalumus ir trūkumus, bei praktinio pritaikomumo galimybes.

Kaip teigia Žaptorius (2006), „diskontuotų pinigų srautų metodas gali būti įvairiai modifikuojamas, siekiant pritaikyti jį konkrečiai situacijai, t. y. vietoj pinigų srautų galima naudoti grynąjį pelną, dividendus, palūkanas, kupono mokėjimus, nuomos mokesčius ir pan. Šiuo metodu vertinamos ne tik įmonės ir investiciniai projektai, bet ir įvairių ūkio veiklų veiksmingumas, finansinių instrumentų bei operacijų pelningumas.“ (p. 2). Skaičiuojant DFC naudojami prognozuojamų finansinių ataskaitų duomenys t.y. pinigų srautai tam tikram ateinančiam periodui (grynasis pelnas), įmonės vertė paskutiniame prognozuojamo laikotarpio etape ir diskonto norma. Remiantis Fernandez (2007) daroma prielaida, kad paskutiniame etape parinkta diskonto norma yra nuolatinis įmonės augimo laipsnis. Tuomet, įmonės vertė prognozuojamo laikotarpi pabaigoje gali būti apskaičiuojama pagal grynosios vertės formulę:

$$GV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Z \times (1+g)^{t-1}}{(1+r)^t} = \frac{Z}{r-g}; \quad (1)$$

čia,

GV_0 – grynoji vertė pradiniu laikotarpiu;

Z – pirmieji papildomų pinigų srautų mokėjimai;

g – pastovi augimo norma;

r – pastovi diskonto norma.

Kaip jau minėta, šio metodo taikymas platus. DFC metodą galima adaptuoti priklausomai nuo to, kokie pinigų srautai bus diskontuojami ir kokią diskonto normą taikysime. Pvz. taikant nuosavo kapitalo

pinigų srautų metodą bus diskontuojami pinigų srautai, tenkantys nuosavo kapitalo savininkams, o diskonto norma bus prilyginama nuosavo kapitalo kaštams (žr. formulė):

$$E_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t^E}{\prod_{x=1}^{t}(1 + r_x^E)}; \quad (2)$$

čia
E_0 – nuosavo kapitalo vertė pradiniu laikotarpiu;
CF^E – grynieji nuosavo kapitalo pinigų srautai laikotarpiu *t*;
r^E – nuosavo kapitalo kaštų norma.

Šiek tiek pakoregavus formulę, galima išreikšti ir visos įmonės bendrą vertę IV_0. Pasak Žaptoriaus (2006), ji gaunama prie nuosavo kapitalo vertės E_0 pridėjus skolinto kapitalo vertę D_0:

$$IV_0\ E_0 + D_0 \quad (3)$$

čia
IV_0 – bendroji įmonės vertė;
D_0 – skolinto kapitalo vertė.

Skaičiuojant įmonės vertę DFC metodu, taikomos pagrindinės prielaidos:

- Priimama prielaida, kad įvertinama įmonė kitais metais gaus laukiamus (tikėtinus) pinigų srautus, kurie atitinkamai nekis pagal pastovią normą;
- Skolinto kapitalo palūkanos lieka pastovios, kaip ir įmonės pelno norma;
- Taip pat su paprastinama mokesčių tarifų ir mokėjimų sistema: skaičiavimai atliekami naudojant pastovų mokesčių tarifą, kai už skolintą kapitalą mokama fiksuota palūkanų norma.

DFC sudėtingumas tiesiogiai priklauso nuo pinigų srautų prognozavimo. DFC metodas gali būti plačiai pritaikomas naudojant grynąjį pelną, dividendus, palūkanų normas ar būsimus mokėjimus. Vertinant įmonės finansinį patrauklumą, vienas iš faktorių remiasi maksimalia įmonės verte. Todėl DFC metodu apskaičiuota įmonės vertė gali reikšmingai įtakoti akcininko, potencialaus įmonės pirkėjo ar investuotojo veiksmus.

2.5.2 Ekonominės pridėtinės vertės metodas

Cituojant Peter Drucker „Nėra jokio pelno, nebent uždirbate tiek, kiek kapitalo kaštai“. Taip teigė Alfredas Maršalas 1896 m., Peter Drucker tai pakartojo 1954 ir 1973 m. ir dabar, ačiū Dievui, EVA (pridėtinė ekonominė vertė) susistemino šią idėją.“ (Drucker, 1998).

EVA (*Economic Value Added*) EVA mokslinėje literatūroje vadinama įvairiai: ekonominiu pelnu, naujai sukurta verte ar tiesiog EVA. Į lietuvių kalbą EVA santrumpa verčiama kaip ekonominė pridėtinė vertė. EVA yra tai, kas lieka, iš prekės vertės atėmus absoliučiai visas sąnaudas. (Cibulskienė, Padgureckienė, 2011).

Konsultacinė įmonė "Stern Stewart & Co" įregistravo EVA® kaip prekinį ženklą, o siekiant išvengti teisinių problemų dažnai jį vadina tiesiog ekonominiu pelnu. Kitą vertus, santrumpa EVA tapo tokia populiari, kad dažnai šiomis trimis raidėmis įprasta vadinti viską, kas susiję su grynosiomis pajamomis, ekonominiu pelnu, net jei juos skaičiuojant ir neįtraukiama daugelis "Stern Stewart & Co" metodikoje numatytų elementų (Janušas, 2001).

Anot Abate, Grant, Stewart (2004), yra 2 būdai kaip apskaičiuoti EVA – apskaitos arba veiklos metodas (žr. 4 formulė) ir finansinis arba dabartinė vertės metodas (žr 6 formulė):

$$EVA = NOPAT - (WACC \times C); \tag{4}$$

čia

NOPAT (*angl. – net operating profit after tax)* – veiklos pelnas po mokesčių;

WACC – (*angl. weighted average cost of capital*) – vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai;

C – kapitalo apimtis.

EVA yra suprantamas kaip grynasis veiklos pelnas po mokesčių (neįskaitant palūkanų), minus "tinkamas" kapitalo mokestis (formulėje atitinka *WAAC*) už visą įdarbintą kapitalą pelnui uždirbti (formulėje atitinka *C*).

Visų pirma, skaičiuojant EVA iš apskaitos duomenų reikalinga apskaičiuoti grynąjį veiklos pelną po mokesčių, bet prieš palūkanas (toliau NOPAT). Šiam tikslui būtina koreguoti pelno nuostolių ataskaitą, nes standartiškai grynasis pelnas apskaičiuojamas atimant palūkanas iš veiklos pelno ir apmokestinant atitinkama pelno norma. Tuo tarpu skaičiuojant NOPAT, palūkanos nevertinamos, kadangi jų poveikis EVA yra įvertinamas skaičiuojant svertinius kapitalo kaštus (toliau WACC). Šio aspekto logiškas paaiškinimas yra toks: apskaičiuojant NOPAT, nėra atsižvelgiama į palūkanų sąnaudas, nes šios išlaidos yra laikomos kapitalo mokesčių dalimi t.y. mokestis už skolintą kapitalą (Morard, Balu, 2009).

Kitas svarbus žingsnis yra teisingai įvertinti ir apskaičiuoti WACC. Vidutinių svertinių kapitalo kaštų skaičiavimas yra paremtas kapitalo kaštų nustatymo modeliu (toliau CAPM *angl. capital asset pricing model*).

$$WACC_A = \frac{E_b}{A_b} * r_e + \frac{D_b}{A_b} * r_d * (1 - T), \tag{5}$$

čia

$WACC_A$ –vidutinės svertinės bendrojo kapitalo sąnaudos;

E_b – nuosavo kapitalo balansinė vertė;

A_b – bendrojo kapitalo balansinė vertė;

re– nuosavo kapitalo sąnaudos;

D_b – skolinto kapitalo balansinė vertė;

r_d– skolinto kapitalo sąnaudos;

T – pelno mokesčio tarifas.

WACC modelis įvertina tiek vidinius tiek išorinius investuoto kapitalo kaštus. Iš išorės pasiskolinto kapitalo kaina paprastai yra žinoma iš anksto (kredito palūkanų norma). Visiškai priešingai yra vertinant vidinių finansavimo šaltinių kainą.

Ekonominėje literatūroje Chong, Phillips (2012), Hewlett (2007), Cibulskienė (2007) nuosavo kapitalo kainą siūlo skaičiuoti CAPM metodu, kur reikalaujama grąžos norma yra nerizikingos palūkanų normos ir rinkos rizikos premija, padauginta iš bendrovės *Beta*. Beta koeficientas žymi bendrovės riziką palyginti su vidutine rinkos rizika. Šis rodiklis dažnai pasirenkamas subjektyviai, pagal kiekvieno investuotojo suvokiamą rizikos lygį. Praktikoje šis rodiklis prilyginamas valstybės ilgalaikių (8 – 30 metų) vertybinių popierių palūkanų normai arba apskaičiuojamas remiantis akcijų rinkos duomenimis.

Beta rodiklio esmė yra įvertinti alternatyvią kapitalo grąžą, kurią gautų akcininkas investavęs kapitalą su mažiausia rizika (Stubelj, Dolenc, Jerman, 2014).

Finansinis EVA aiškinimas yra ypač patrauklus vertės analitikams ir akcijų portfelių valdytojams. Iš esmės, EVA yra tiesiogiai susijęs su vertės kūrimu per grynąją dabartinę vertę. Atsižvelgiant į tai, grynoji dabartinė vertė gali būti išreikšta kaip dabartinė, tikėtinos EVA ateityje, vertė:

$$NPV = Dabartinė\ prognuozuojamos\ EVA\ vertė, \tag{6}$$

Čia

NPV – (*angl Net Present Value*) grynoji dabartinė vertė.

Praktikoje yra keletas diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodų skirtų apskaičiuoti grynąją dabartinę vertę (toliau – NPV (*angl Net Present Value*)). Šie EVA metodai svyruoja nuo paprasto EVA amžino augimo modelio iki NPV skaidymo į kapitalizuotą EVA ir ateities augimo aspektus (Abate et. al. 2004).

Chmieliauskaitė (2007) finansinį EVA modelį pataria naudoti vadovybei, kai ieškoma naujų rinkų, įsigyjamas ilgalaikis turtas ar priimami kiti valdymo sprendimai. DFC analizė yra vienas iš įrankių vertinant prognozuojamus pinigų srautus, tačiau dėl skaičiavimo sudėtingumo patogiau yra naudoti EVA, tiesiog diskontuojant tikėtinus EVA pinigų srautus (žr. 6 formulė). Burkšaitienė ir Juozapavičienė (2008), atlikusios

tyrimą patvirtino, kad diskontuotas kelių periodų EVA yra lygus diskontuotiems, tų pačių periodų pinigų srautams.

Apibendrintai galima teigti, kad įmonė, kurios EVA rodiklis yra teigiamas, sukuria ekonominę pridėtinę vertę, o neigiamas EVA rodo, kad įmonė ne tik nesukuria jokios pridėtinės vertės, bet ir naikina jau investuotą kapitalą pelnui uždirbti. Tai rodo, kad kapitalas buvo neteisingai paskirstytas. (McClatchey, Clinebel, 2004).

3. ĮMONĖS FINANSINIO PATRAUKLUMO VERTINIMO METODIKA

Baigiamojo magistro darbo empirinis tyrimas susideda iš trijų dalių:

2 Šalies makroekonominė analizė ir vertinimas;

3 Baldų pramonės šakos analizė ir vertinimas;

4 AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Šilutės baldai“ ir AB „Kauno baldai“ finansinė analizė ir vertinimas.

Šalies makroekonominė analizė. Vertinimas atliekamas pasitelkiant teorinėje darbo dalyje aprašytą kompleksinį kiekybinio makroaplinkos vertinimo metodą – PEST analizę. Analizuojama Lietuvos politinė – teisinė, ekonominė, socialinė ir technologinė aplinkos.

Makroekonominės analizės uždaviniai:

- Įvertinti bendrą Lietuvos finansinį patrauklumą;
- Įvardinti išorinius veiksnius veikiančius įmonių finansinį rezultatą;
- Apibrėžti perspektyvines ekonomikos vystymosi tendencijas.

Analizuojant remiamasi Lietuvos statistikos departamento, Lietuvos banko, komercinių bankų, Eurostat duomenimis bei ekonomikos ekspertų-analitikų įžvalgos ir prognozės.

Pramonės šakos analizė. Vertinant baldų pramonės šakos finansinį patrauklumą, pasitelkiami bendri statistiniai duomenys iš Lietuvos statistikos departamento, Eurostat, Valstybinės kainų ir energetikos komisijos, LR Ūkio ministerijos, Pramonininkų konfederacijos bei Lietuvos medienos asociacijos, kurių pagalba analizuojama: bendri šakos *pelningumo ir likvidumo rodikliai, baldų sektoriaus produkcijos apimtys, grynasis baldų sektoriaus įmonių pelnas, rinkos pasiskirstymas, baldų sektoriaus eksporto apimtys ir pagrindinės eksporto šalys-partnerės*.

AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Šilutės baldai“ ir AB „Kauno baldai“ finansinė analizė. Analizė bus atliekama remiantis įmonių 2006-2014 metų finansinėmis ataskaitomis ir kitais viešai prieinamais įmonės dokumentais. Įmonių finansinio patrauklumo vertinimui bus pasitelkiami 2 būdai:

- santykinių rodiklių analizė;
- pridėtinės ekonominės vertės – EVA metodas.

Šių metodų pasirinkimą sąlygojo pirminių ir antrinių duomenų gavimo galimybės bei praktinis pritaikomumas finansinio patrauklumo vertinimui.

Gautų tyrimo duomenų apdorojimui yra naudojami kiekybiniai tyrimo metodai, kurių „<..> siekis ieškoti išorinių reiškinio požymių, išgaunant įvarius dydžius, kurie gali būti išreikšti skaičiais ir matuojami (Kardelis K., 2007, p. 273). Gauti duomenys, pritaikius anksčiau minėtus metodus, bus apdorojami

aprašomosios statistikos būdu. Aprašomoji statistika – tai duomenų sisteminimo ir grafinio vaizdavimo metodai (vidurkiai, maksimumai, minimumai, grafiniai duomenų vaizdavimo būdai ir kt.).

Taip pat naudojami matematiniai metodai – absoliučių ir santykinių apskaičiuotų rodiklių palyginimui. Santykinių rodiklių, o taip pat ir EVA dinamikai naudojami absoliutūs ir santykiniai procentiniai pokyčiai, aritmetiniai vidurkiai. Nagrinėjant įmonės finansines ataskaitas bus taikomi duomenų lyginimo, grupavimo, detalizavimo ir apibendrinimo metodai, vertikalioji bei horizontalioji analizė.

Viso tyrimo metu remtasi loginiu tyrimo metodu – indukcija. Tai samprotavimo būdas, susijęs su empiriniu apibendrinimu, kurio metu požymio pasikartojamumo pagrindu duotoje objektų klasėje daroma išvada apie požymio priskirtinumą visai objektų klasei. Indukcijai būdinga minties raida nuo atskirybės prie bendrybės. Bus siekiama įrodyti, kad įmonės finansinio patrauklumo vertinimas naudojant vien tik santykinių rodiklių analizę, neatspindi tikrosios įmonės vertės, generuojamo pinigų srauto ir ekonomiškai pagrįsto veiklos tęstinumo.

Skaitinė informacija ir duomenų apdorojimas bus atliekamas naudojantis MS Excel programiniu paketu.

3.1 EVA metodo pasirinkimo pagrįstumas ir rodiklio komponenčių išskleidimas

Vertinant įmonės finansinį patrauklumą buvo pasirinktas EVA metodas. Pasirinkimą lėmė EVA metodo pranašumas prieš kitus sisteminius metodus:

- įvertinant įmonės sukuriamą vertę;
- matuojant veiklos rezultatus ir sukuriamą vertę akcininkams;
- atskleidžiant pelningumo ir kapitalo panaudojimo tam pelnui uždirbti ryšį.

Skaičiuojant EVA reikalingas tradicinių finansinių ataskaitų koregavimas ir aiškus kapitalo kaštų nustatymo pagrindimas, todėl norint praktiškai pritaikyti EVA metodą reikalinga atlikti šiuos veiksmus (Morard, Balu, 2009):

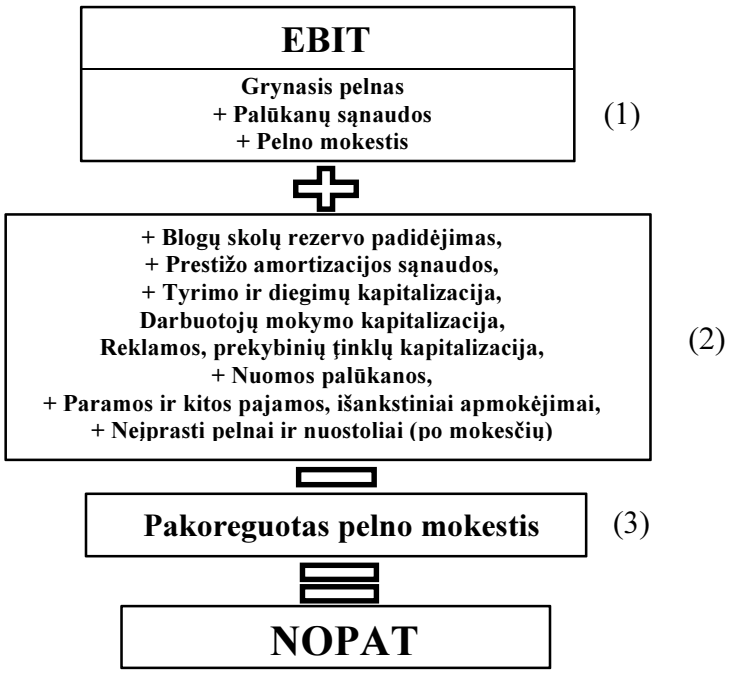
- Apskaičiuoti įmonės grynąjį veiklos pelną po mokesčių (NOPAT);
- Apskaičiuoti įdarbintą kapitalą;
- Įvertinti vidutinius svertinius kapitalo kaštus WACC.

Grynasis veiklos pelnas po mokesčių, bet prieš palūkanas NOPAT bus apskaičiuojamas remiantis Morard, Balu (2009), pateikta tradicinių finansinių ataskaitų koregavimo metodika (žr. 6 pav.).

NOPAT apskaičiavimas susideda iš kelių etapų, kuriuos galima suskirstyti į tris dalis. Pirmiausia, prie tradicinėse ataskaitose pateikto grynojo pelno pridedamos palūkanų sąnaudos ir pelno mokestis. Taip

gaunamas veiklos pelnas prieš palūkanas ir mokesčius – EBIT (*angl. Earnings before interest and taxes*) (1).

Kitas žingsnis – atlikti EBIT koregavimus, pridedant visas išlaidas, kurios gali būti traktuojamos kaip investicijos (2). Šio žingsnio esmė, įtraukti į NOPAT visas išlaidas, kurios sukuria vertę. Tradicinėse ataskaitose šios išlaidos tiesiog nurašomos į ataskaitinių metų sąnaudas, nors jų ekonominė vertė juntama daug ilgiau. Paskutiniu veiksmu atitaisomas pelno mokestis (*angl. tax shield*) palūkanų sąnaudomis (3). Taip gaunama NOPAT reikšmė, reikalinga skaičiuojant EVA.



6 pav. NOPAT skaičiavimo metodika.

Šaltinis: adaptuota pagal Morard, Balu, 2009, p. 8-9.

Atlikus koregavimus pelno-nuostolių ataskaitoje pasikeičia ne tik NOPAT, bet ir įmonės balansas. Anot McClatchey, Clinebell (2004), tai ypatingai svarbu nustatant įdarbinto kapitalo vertę. Tyrime bus naudojamas supaprastintas NOPAT apskaičiavimas eliminuojant (2) veiksmą. Taip bus išvengta neatitikimų ir klaidų tolimesniuose skaičiavimuose.

Apskaičiuojant įdarbintą kapitalą bus remiamasi Morard ir Balu (2009) formule, pagal kurią „[..] ekonominio turto vertė yra viso bendrovės turto ir ilgalaikių beprocenčių įsipareigojimų, išskyrus trumpalaikius NIBL (beprocenčius įsipareigojimus, tokius kaip: mokėtinų sumos, mokėtini atlyginimai, sukauptų mokesčiai ir kitos mokėtinos sumos bei sukaupti įsipareigojimai) suma.“ (p. 15).

Paskutinis dedamasis EVA skaičiavimuose yra WACC (žr. 5 formulė). Kaip jau minėta teorinėje darbo dalyje, skaičiuojant WACC svarbiausia yra įvertinti nuosavo kapitalo kainą. Ekonominėje literatūroje

šiam tikslui dažniausiai naudojamas kapitalo kaštų įkainojimo modelis (angl. Capital asset priicing model, toliau CAPM) pagal kurį, nuosavo kapitalo kaina apskaičiuojama pagal formulę (žr. 7 formulė):

$$r_e = R_f + \beta * R_{erp}; \quad (7)$$

čia

r_e – nusavo kapitalo kaina;

R_f – nerizikinga palūkanų norma;

β – santykinis rizikos matmuo, atspindintis ūkio šakos rizikingumo lygį, palyginti su bendru šalies ūkio rizikingumu;

R_{erp} – nuosavybės rizikos premija, proc.

Darbo tyrime WACC bus apskaičiuojami remiantis Valstybinės kainų ir energetikos kontrolės komisijos (toliau VKEKK) vidutinės svertinės kapitalo kainos Lietuvos atsinaujinančių išteklių energetikos sektoriuje skaičiavimo metodiniais nurodymais (2014).

WACC skaičiavimui (žr. 5 formulė) reikalingų dedamųjų reikšmės, remiantis VKEKK:

- ***(r_d) skolinto kapitalo kaina*** atitinka 2003 11 01 – 2014 12 31, Lietuvos banko skelbiamų nefinansinėms korporacijoms suteiktų naujų paskolų, kurių trukmė ilgesnė nei vieneri metai, palūkanų normų vidurkį. Apskaičiuotas vidurkis, ***6,64 proc.***, bus naudojamas skaičiuojant WACC.
- ***(R_f) nerizikinga palūkanų norma*** nustatoma atsižvelgiant į ilgo laikotarpio (>10 metų) per paskutinius 10 metų, Lietuvos Respublikos (toliau LR) išleistų obligacijų vidutinio svertinio pelningumo vidurkį. 2003 11 01 – 2014 12 31 laikotarpiu buvo išplatintos 7 ne trumpesnės nei 10 m. trukmės VP emisijos, kurių vidutinio svertinio pelningumo vidurkis siekė ***3,96 proc.*** Tokia nerizikingų investicijų norma ir bus naudojama skaičiuojant WACC.
- ***(R_{erp}) nuosavybės rizikos premija*** *„[..]* nustatoma kaip šalies su išvystyta kapitalo rinka nuosavybės rizikos premijos ir papildomos Lietuvos rinkos rizikos premijos suma, remiantis viešai prieinamais duomenų šaltiniais.“ (VKEKK, 2015). WACC skaičiavimui naudojama ***6,79 proc.*** R_{erp} reikšmė.
- ***(β) rizikos laipsnis*** apskaičiuojamas pagal apdirbamosios pramonės šakos rizikos laipsnių aritmetinį vidurkį šalyje su išvystyta kapitalo rinka, remiantis viešai prieinamais duomenų šaltiniais. WACC skaičiavimui naudojama ***0,71*** rizikos laipsnio reikšmė.

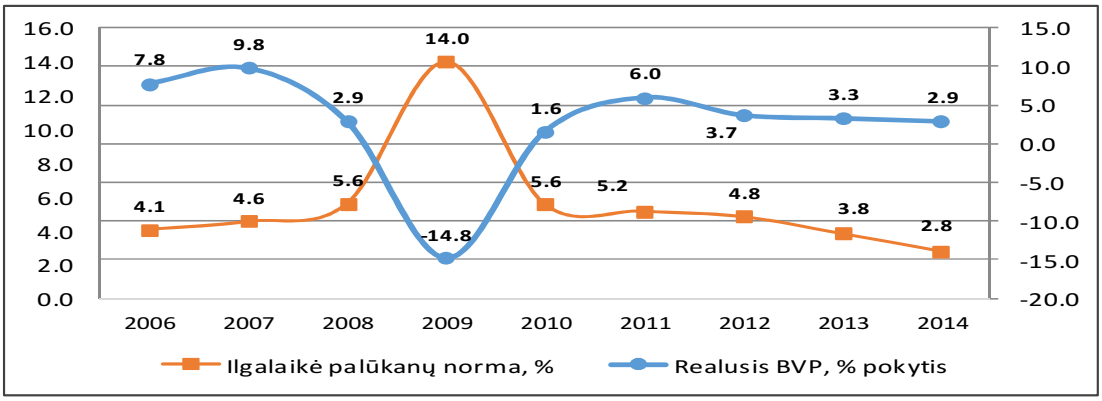
Pagal anksčiau aptartas reikšmes, **nuosavo kapitalo grąža (r_e)**, apskaičiuota pagal (7) formulę, lygi ***8,78 proc.*** Skaičiuojant WACC bus naudojamas Lietuvoje šiuo metu galiojantis 15 proc. pelno mokesčio tarifas.

4. BALDŲ PRAMONĖS ĮMONIŲ FINANSINIO PATRAUKLUMO VERTINIMAS

4.1 Baldų pramonės makroekonominė aplinka

4.1.1 Ekonominės aplinkos vertinimas

Kaip vienas iš pagrindinių ekonomiką apibūdinančių rodiklių, naudojamas realusis bendrasis vidaus produktas (*angl. gross domestic product*, toliau BVP). Jis parodo, kaip keitėsi šalies gamyba per atitinkamą laikotarpį įvertinus kainų pokyčius. Rodiklio reikšmė priklauso nuo daugelio veiksnių: darbo rinkos padėties, politinio stabilumo, viešųjų finansų politikos, finansų sektoriaus situacijos, tarptautinės ekonominės aplinkos. Nagrinėjant BVP tikslinga prijungti ir ilgalaikes palūkanų normas, nes tarp šių rodyklių vyrauja neigiama priklausomybė, t.y. vienam rodikliui didėjant, kitas mažėja ir atvirkščiai. Tai paaiškinama paprastai: jei šalis susiduria su ekonominėmis problemomis - investuotojai baiminasi, kad ji gali ateityje negrąžinti savo įsipareigojimų, todėl didėjant rizikai, didėja ir palūkanos už pasiskolintą sumą, jei šalies ekonominės perspektyvos gerėja – mažėja ir palūkanų norma (žr. 8 pav.).



7 pav. Realiojo BVP ir ilgalaikių palūkanų normos dinamika 2006 – 2014 metais.

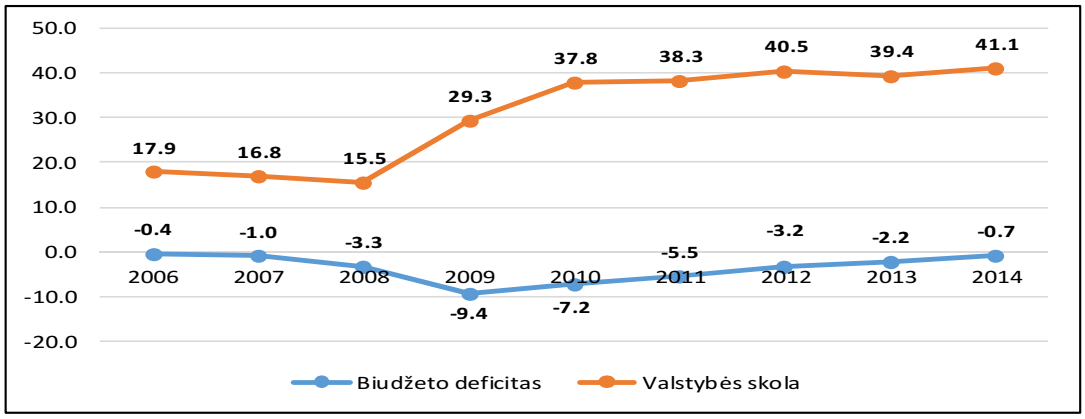
Šaltinis: sudaryta pagal Eurostat duomenis

Iki 2007 m. ekonomikos augimas išsilaikė virš 7 procentų ribos: 2006 m. – 7,8 %, o 2007 m. realusis BVP padidėjo 9,8 %. Tai labiausiai lėmė nekilnojamojo turto sektoriaus ir kreditavimo augimas, vartojimo didėjimas. Palūkanų normos greitai „sureagavo“ į besipučiantį nekilnojamojo turto burbulą bei augantį nenormalų kreditavimą. Rinkos dalyviai siuntė aiškius nepasitikėjimo Lietuvos finansiniu stabilumu signalus – skolinimosi kaina sparčiai augo ir 2009 m. pasiekė rekordines aukštumas – 14 %. 2008 m. Lietuvos ekonomiką ištiko krizė ir ūkio augimas labai stipriai susitraukė – realus BVP per metus padidėjo vos 2,9 %, jau 2009 m. smuko net 14,8 %. Tai buvo vienas iš didžiausių ūkio smukimų visoje Europos Sąjungoje. Jis taip pat lėmė blogėjančią darbo rinkos padėtį, prastą viešųjų finansų situaciją, investicinės aplinkos patrauklumo sumažėjimą (skolinimosi kaina išaugo pustrečio karto), augančią riziką negrąžinti

savo įsipareigojimų. 2010 m. realus BVP padidėjo labai nežymiai, t. y. 1,6 %. Tokį pokytį labiausiai lėmė labai spartus Lietuvos eksporto augimas ir valdžios vykdoma taupymo politika. Palūkanų normos per metus sumažėjo 56,2 %. 2011 m. šalies ekonomika augo jau net 6 %. Lyginant su kitomis Europos Sąjungos (ES) valstybėmis, kurios vis dar buvo recesijoje arba labai nežymiai augo, augimas buvo vienas didžiausių ir liudijo apie sparčiai atsigaunančią šalies ekonomiką. Iki 2013 m. Lietuvos realusis bendrasis produktas augimas buvo vienas iš sparčiausių ES – buvo fiksuojamas 3,3 % metinis augimas, o palūkanų norma nukrito iki 3,83 %. 2014 m. metais ekonomikos augimas kiek sulėtėjo – iki 2,9 %, o palūkanų norma sumažėjo iki 2,79 %, Tai sąlygojo keletas priežasčių: palankūs kredito reitingų vertinimo agentūrų suteikti reitingai, realios euro įsivedimo perspektyvos jau 2015 m.

Lietuva, siekdama prisijungti prie euro zonos turėjo tenkinti valdžios sektoriaus skolos *Mastrichto* kriterijų – ne didesnė kaip 60 % BVP arba sparčiai ir nuosekliai mažėti. Remiantis statistiniais Eurostat duomenimis, per nagrinėjamą laikotarpį, Lietuva visuomet tenkino šį ir kitus Mastrichto kriterijus, dėl ko jau 2015 m. Lietuva taps 19 – ąja visaverte eurozonos šalimi. Tačiau nepaisant to, vertėtų atidžiau panagrinėti valdžios sektoriaus skolos (nuo BVP) ir biudžeto deficito dinamiką per paskutinius 10 metų (žr. 8 pav.).

Kaip jau buvo matyti 8 pav. Lietuvos ekonomika augo iki pat 2007 m., o biudžeto deficitas svyravo 0,4 – 1,0 % ribose. Tai reiškė, kad vyriausybė sugebėjo racionaliai tvarkyti išlaidas, o mažėjančios palūkanų normos (žr. 8 pav.) leido refinansuoti ankstesnes paskolas mažesniais kaštais, kas, savo ruožtu, leido pamažu atidavinėti skolą: 2006 – 2008 m. Lietuvos skola sumažėjo 2,4 %. Tais pačiais metais valdžios sektoriaus skola lyginant su BVP siekė mažiausią lygį per analizuojamą laikotarpį – 15,5 % BVP.



8 pav. Valstybės biudžeto deficito ir skolos dinamika 2006 -2014 m.

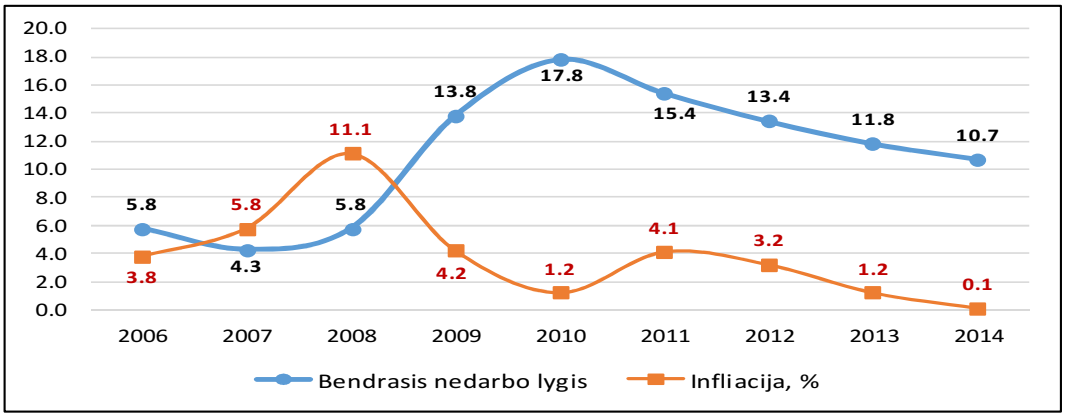
Šaltinis: sudaryta pagal Eurostat duomenis.

Tačiau, jau 2009 metais valdžios sektoriaus skola, lyginant su bendruoju vidaus produktu, padidėjo net 13,8 procentinio punkto, t. y. iki 29,3 %. Tai nulėmė didelis biudžeto deficitas, kuris 2009 m. siekė net

9,4 % nuo BVP. Nuo 2009 m. valdžios sektoriaus skolos ir BVP santykis nuolat didėjo. Skolinimosi poreikis ypatingai stipriai išaugo dėl labai didelio valdžios sektoriaus deficito, t. y. -9,4 %, smarkiai sumažėjusio realaus BVP, t. y. -14,8 % (žr. 8 pav.) bei ženkliai padidėjusių ilgalaikių palūkanų normų (žr. 8 pav.). Pernai, valstybės skola siekė 39,4 % BVP ir pirmą kartą nuo 2008 m. pastebėtas skolos mažėjimas – 0,9 %. Atitinkamai valdžios sektoriaus deficito ir BVP santykis taip pat mažėjo, tačiau išsilaikė gan aukštas: 2010 m. – 7,2 % BVP; 2011 m. – 5,5 % BVP; 2012 m. – 3,2 % BVP. 2013 metais jis atitiko Mastrichto kriterijų ir siekė –2,2 % BVP. Valdžios sektoriaus deficitas 2014 m. buvo gerokai mažesnis nei prieš metus, tačiau tai iš dalies lėmė vienkartiniai veiksniai. Keturių ketvirčių valdžios sektoriaus deficito ir BVP santykis sudarė 0,7 proc. ir buvo 1,9 proc. punkto mažesnis nei 2013 m. Deficitas daugiausia krito dėl pirmą kartą nuo duomenų skelbimo pradžios susidariusio centrinės valdžios pertekliaus, o jo susidarymą lėmė beveik dešimtadaliu per metus padidėjusios centrinės valdžios pajamos ir per metus iš esmės nepasikeitusios išlaidos.

Kaip matyti iš pateiktų duomenų (žr. 8 pav.), valdžios sektoriaus skola lyginant su BVP mažėjo tada, kai mažėdavo valdžios sektoriaus deficitas bei augdavo Lietuvos realusis BVP. Biudžeto padėtis labai svarbus veiksnys kalbant apie valstybės skolos valdymą. Lietuvoje, valdžios sektoriaus biudžetas nagrinėjamu laikotarpiu visada buvo deficitinis, tai reiškė, kad šalis kiekvienais metais pajamų surinkdavo mažiau nei patirdavo išlaidų. Tai ne tik didino valstybės skolą, bet ir skatino finansų nestabilumą, mažino užsienio investuotojų pasitikėjimą šalimi, stabdė ūkio augimą. Daugelyje šalių biudžeto deficitas pagrindinis faktorius lemiantis skolos augimą. Norint stabilizuoti skolos augimą, būtina pereiti iš deficito į perteklių, t.y. surinkti daugiau pajamų nei visos išlaidos.

2013 m. Europos parlamento užsakyto tyrimo dėl moterų ir lyčių nelygybės krizės sąlygomis, be kitų klausimų buvo teiraujamasi apie įdarbinimo atrankos kriterijus. Gauti rezultatai, parodė, kad „[..] kaip ir dauguma europiečių, lietuviai labiausiai susirūpinę tuo, kad dėl krizės žmonės sunkiau susiranda darbą.“ Nedarbo problemos aktualumas sumenko tiek Euro zonoje tiek Lietuvoje.

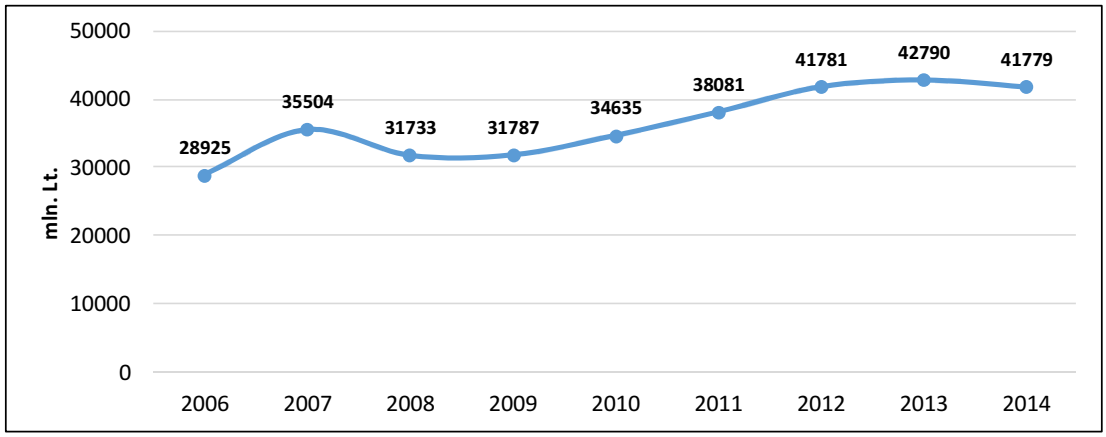


9 pav. Nedarbas ir infliacija, % **Šaltinis:** sudaryta pagal Eurostat duomenis

Analizuojant nedarbo lygį šalyje, pasitelkiama Filipso kreivė (*PC - Phillips Curve*). Tai priklausomybė tarp nedarbo ir infliacijos, kuri rodo, kad mažėjant nedarbui, didėja infliacija ir atvirkščiai. Remiantis „Eurostat“ pateiktais duomenimis galima pastebėti, jog neigiamas ryšis tarp infliacijos ir nedarbo tikrai egzistuoja (žr. 10 pav.). Iki pat 2007 m. Lietuvoje nedarbas sparčiai mažėjo, o 2007 m. pasiekė itin žemą lygį – 4,3 %. Tuo tarpu infliacijos lygis, atitinkamais metais kilo ir 2008 m., kai Lietuvoje bendrasis nedarbas buvo artimas natūraliam, infliacijos lygis buvo didžiausias per nagrinėjamą laikotarpį ir siekė 11,1 % pagal suderintą vartotojų kainų indeksą (toliau SVKI). Nuo 2008 m. iki 2009 m. jis padidėjo net 8 procentiniais punktais, kai tuo tarpu infliacija sumažėjo nuo 11,1 iki 4,2 %, t.y. daugiau nei pustrečio karto. 2010 metais nedarbo lygis Lietuvoje siekė net 17,8 %, o bendras kainų lygis pakilo tik 1,2 %. Jau nuo 2011 metų bendrasis nedarbo lygis nuosaikiai mažėja. 2013 metais Lietuvoje buvo fiksuojamas 11,8 % nedarbo lygis. Tiesa, infliacija nuo pat 2011 m. taip pat mažėja, kas pasireiškia didesne vartotojų perkamąja galia. 2014 m. išlieka abiejų rodiklių mažėjimo tendencija.

Remiantis AS – AD (*angl. aggregate suply – aggregate demand*) modeliu, kuomet šalies gamyba didėja, didėja užimtumas, mažėja nedarbas ir auga darbo užmokestis. Visiems rodikliams didėjant, auga darbo sąnaudos ir didėja bendrasis kainų lygis. Todėl didėjant gamybai – auga ir infliacija. Pagal tą patį AS – AD modelį, jei auga bendrasis kainų lygis, tuomet mažėja realioji pinigų pasiūla. Realiosios pinigų pasiūlos sumažėjimas lemia didesnes palūkanų normas, o šios mažina investicijų patrauklumą ir skatina taupyti. Todėl, pagal AS – AD modelį, bendrojo kainų lygio augimas lemia gamybos sumažėjimą. Nedarbas sukelia ne tik ekonomines, bet ir socialines problemas: gali didėti emigracijos srautai, atsirasti neigiami lūkesčiai bei didėti visuomenės susiskaldymas.

Visi aukščiau aptarti rodikliai yra labai svarbūs, kai kalbama apie šalies finansinio patrauklumo formavimą. Tačiau ypatingą vaidmenį vaidina tiesioginės užsienio investicijos (toliau TUI). Iki tam tikros datos sukauptos tiesioginės užsienio investicijos, rodo realią tiesioginių užsienio investicijų būklę laikotarpio pabaigoje. Didėjant šalyje tiesioginėms užsienio investicijoms, kuriama daugiau kvalifikuotų darbo vietų, didėja gamyba, mažėja nedarbas, auga darbo našumas.



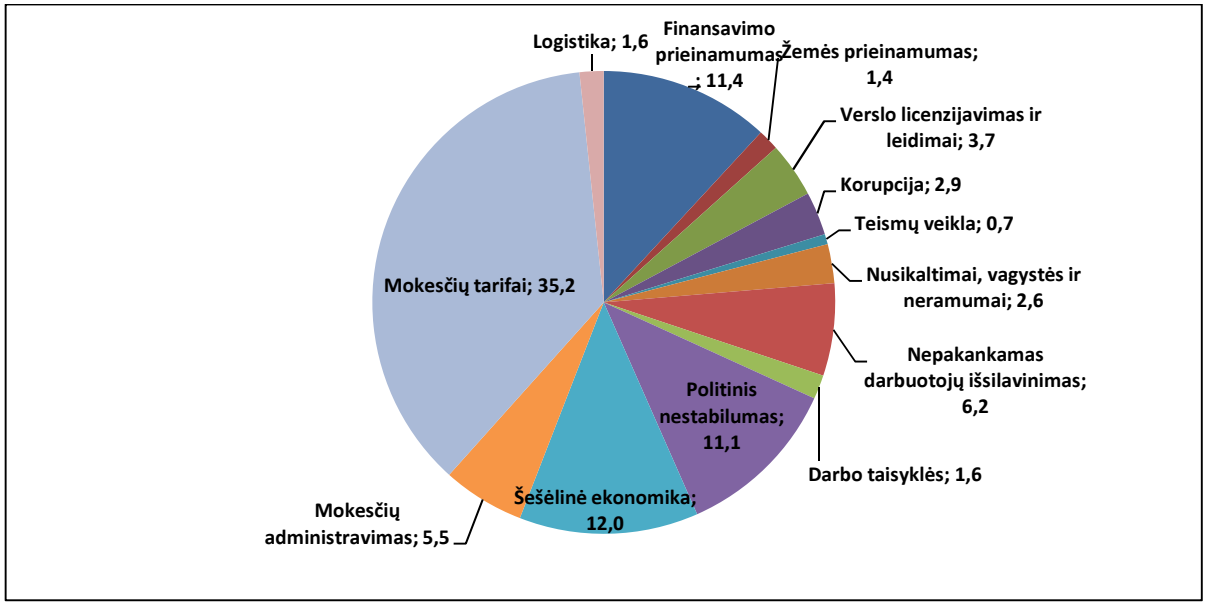
10 pav. Sukauptos tiesioginės užsienio investicijos **Šaltinis:** sudaryta pagal Eurostat duomenis

Analizuojamu laikotarpiu pastebima aiški TUI augimo tendencija, apart 2008 m. (žr. 11 pav.). Iki 2007 m. sukauptosios TUI gana sparčiai didėjo, o 2008 m. pradžioje siekė daugiau nei 35 mlrd. Tais pačiais metais buvo fiksuojamas sukauptųjų TUI kritimas – jos sumažėjo iki 31 733 mln. Lt nuo prieš tai buvusių 35504 mln., t. y. 10,62 %. 2009 metais sukauptosios TUI beveik nesikeitė – padidėjo vos 0,17 %. Vėliau jau pastebimas gana ženklus sukauptųjų TUI augimas: nuo 2009 m. iki 2012 m. jos padidėjo 31,44 % iki 41 781 mln. Lt. Paskutiniais nagrinėjamais metais, sukauptos TUI siekė net 42 790 mln. Sukauptos TUI atspindi šalies finansinį patrauklumą investuotojų požiūriu. Kuomet augo Lietuvos realusis BVP, gerėjo investicinė aplinka ir darbo rinkos padėtis (mažėjo nedarbas) – augo ir sukauptosios tiesioginės užsienio investicijos. Tokiais bruožais pasižymi laikotarpis iki 2008 m. ir nuo 2010 m. iki dabar. 2008 – 2010 m. Lietuva buvo ekonomikos nuosmukio stadijoje. Sumažėjęs Lietuvos finansinis stabilumas, išaugusi valstybės skola ir nuolatinis biudžeto deficitas, suformavo ne itin patrauklią terpę užsienio investicijoms. Vis dėl to, Lietuva jau nuo pat 2011 m. pradžios rodė aiškius atsigavimo signalus: sparčiai išaugo eksportas, didėjo gamybos apimtys (BVP), mažėjo nedarbo lygis. Staigus ekonomikos atsigavimas grąžino investuotojų pasitikėjimą šalimi ir sukauptos TUI vėl pradėjo augti. Tiesa, augimas nebebuvo toks ženklus ir greitas kaip iki 2007 m., tačiau Lietuvai pavyko pritraukti kasmet vis daugiau TUI ir išlaikyti rodiklio didėjimo tendenciją (žr. 11 pav.). Nereikėtų pamiršti ir nuosmukio metu ekonomikoje vyravusio didelio neapibrėžtumo dėl tuometinės vyriausybės veiksmų bei kryptingos taupymo politikos, kuri padėjo įveikti sunkmetį. Tiesioginės užsienio investicijos priklauso nuo daugelio faktorių, kurie formuoja bendrą šalies investicinį klimatą. Kaip vieną iš faktorių galima įvardinti šalies vyriausybės politiką ir bendrą teisinę – politinę aplinką.

4.1.2 Teisinės – politinės aplinkos vertinimas

Politinis stabilumas įvardijamas kaip vienas iš svarbiausių faktorių, lemiančių šalies ekonomikos tvarumą ir finansinį stabilumą. Cituojant LR Prezidentę, Dalią Grybauskaitę „politinis ir finansinis stabilumas – būtina sąlyga sėkmingai šalies raidai. Valdžių negebėjimas susitarti dėl svarbiausių darbų – prarastos šalies vystymosi galimybės. Todėl [..] svarbu priimti finansinės drausmės įsipareigojimus, išlaikyti politinį stabilumą ir tęsti strateginius projektus“. Verslo aplinkai tai ypatingai svarbu. Kaip teigia Misiūnas ir Gudeliauskaitė (2013) „net ir menkiausi nesusipratimai ar nesutarimai šalies viduje, kurie atrodo nereikšmingi, pasaulinėje rinkoje gali sukelti didelį ažiotažą ir užsienio investuotojai gali susiformuoti neigiamą nuomonę apie šalį.“ (p. 98). Akivaizdu, kad nuolat keičiami įstatymai ar valdančiųjų partijų priešingi įsitikinimai eksporto politikos ar verslo plėtros skatinimo klausimais, formuoja neapibrėžtumą tiek investuotojų, tiek ir verslininkų tarpe.

Analizuojant Lietuvos politinę – teisinę aplinką, pasitelkiama Pasaulio banko grupės atliktomis „Įmonių apklausų“ rezultatais. Interviu metu įmonių vadovų ar savininkų yra prašoma įvertinti šalies būklę šiais aspektais: finansavimo galimybės, kapitalo/darbo kaštai, darbo jėgos pasiskirstymas, korupcija, licencijavimas, prekyba, nusikalstamumas, konkurencingumas, žemės apmokestinimas, „šešėlis“, verslo ir vyriausybės santykiai, inovacijos ir technologijos. Joje dalyvauja 135 šalys (įskaitant ir Lietuvą bei kitas Baltijos šalis), atliekama apie 1200-1800 interviu su įmonių savininkais ir vadovais.

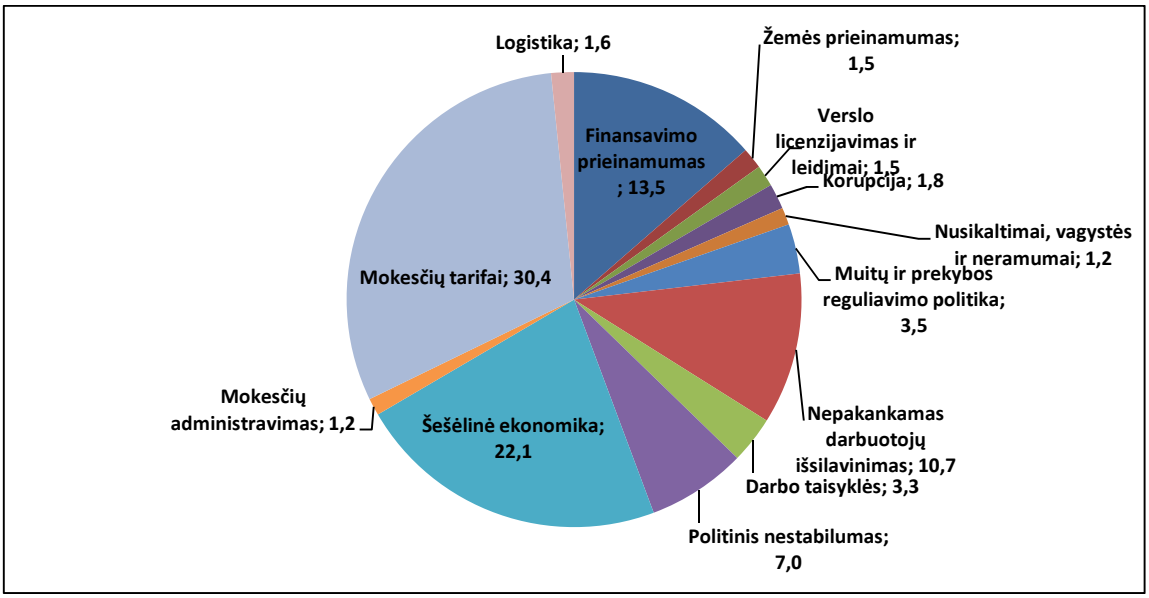


11 pav. Didžiausios kliūtys plėtojant privatų verslą 2009 m. Lietuvoje.

Šaltinis: sudaryta pagal *Enterprise surveys* duomenis

Aukščiau pateiktoje diagramoje pavaizduota respondentų nuomonė apie šalies politinius-teisinius veiksnius, labiausiai apsunkinančius verslą (žr. 11 pav.)

Remiantis *Enterprse Surveys* atlikta įmonių vadovų ir savininkų apklausos rezultatais 2009 m., matyti, kad didžiausios kliūtys plėtojant verslą yra mokesčių tarifai, šešėlinė ekonomika, finansavimo prieinamumas bei politinis stabilumas (žr. 13 pav.). Šių faktorių įtaka verslui bendrai sudaro 69,7 %. Mokesčių tarifai nurodomi kaip didžiausia kliūtis vystyti verslą – 35,2 %. Tokiam nuomonių pasiskirstymui reikšmingą smūgį sudavė 2008 m. gruodžio mėnesio pelno mokesčio pataisa, kuria mokesčio tarifas pakeltas iki 20 %. Šešėlinė ekonomika, finansavimo galimybės ir politinis stabilumas, respondentų nuomone, taip pat reikšmingai kliudo verslui, atitinkamai 12 %, 11,4 % ir 11,1%. Ekonominio nuosmukio metu, augantis nedarbas, mažėjančios gamybos apimtys, ekonominis nestabilumas daugelį žmonių, o taip pat ir įmonių paskatino pasitraukti į šešėlį. Stipriai išaugusios palūkanų normos mažino skolinimosi galimybes, o vyraujantis neapibrėžtumas vertė susilaikyti nuo investicijų. Be šių faktorių, respondentai taip pat nurodė, kad darbuotojų išsilavinimo trūkumas ir mokesčių administravimas taip pat yra pakankamai dideli trikdžiai verslui, atitinkamai 6,2 % ir 5,5 %. Kiti faktoriai, tokie kaip nusikaltimai ir vagystės, darbo taisyklės, teismų veikla, korupcija, verslo licencijavimas ir leidimai bei galimybė įsigyti žemės, respondentų nuomone, nėra esminiai faktoriai trukdantys plėtoti verslą. Visi kartu šie faktoriai sudaro tik 14,6 %.



12 pav. Didžiausios kliūtys plėtojant privatų verslą 2013 m. Lietuvoje.

Šaltinis: sudaryta pagal *Enterprise surveys* duomenis

2009 m. atlikta apklausa parodė, kad sunkmečiu labiausiai verslui trukdė mokesčių tarifai, šešėlinis verslas ir finansinių išteklių prieinamumas. Dėl nestabilios ekonominės padėties, negalima šių faktorių suabsoliutinti, todėl tikslinga palyginti aptartus apklausos rezultatus su 2013 m. duomenimis (žr. 12 pav.).

Lyginant 2009 ir 2013 metų apklausos rezultatus, visų pirma pastebimas šešėlio įtakos verslui padidėjimas – daugiau kaip 10 procentinių punktų. Valstybinės mokesčių inspekcijos (toliau VMI)

užsakymu jau atliktų tyrimų duomenimis, tarp mokesčių įstatymų pažeidimų labiausiai šalies versle paplitęs nepagrįstas apmokestinamojo pelno mažinimas, siekis išvengti pridėtinės vertės mokesčio (toliau PVM), nepagrįstai didinant PVM atskaitą ar taikant lengvatinius mokesčio tarifus, dalies gaunamų pajamų neapskaitymas, oficialiai neapskaityto darbo užmokesčio mokėjimas ir neteisėta prekyba akcizais apmokestinamomis prekėmis.

Nuo ankstesnės apklausos pasikeitė mokesčių tarifų įtakos verslui lyginamasis svoris – sumažėjo 4,8 proc. punkto. Taip pat sumažėjo politinio nestabilumo įtaka. 2013 m. jos lyginamasis svoris siekė jau tik 7 %. Respondentų nuomone, padidėjo darbuotojų, neturinčių pakankamo išsilavinimo. Pagal diagramoje pateiktus duomenis, šio veiksnio lyginamasis svoris išaugo iki 10,7 %. Nagrinėjant 2013 m. pastebimas ir naujo faktoriaus atsiradimas – muitų ir prekybos reguliavimo politika, lyginamasis svoris – 3,5 %. Didelį lyginamąjį svorį tarp visų verslo kliūčių išlaikė finansavimo galimybės. Jo lyginamasis svoris išaugo 2,1 proc. Punkto ir siekė jau 13,5 %. Tokį rodiklio pokyti vertinti gana sudėtinga, nes nagrinėjamu laikotarpiu vidutinės palūkanų normos išsilaikė žemame lygyje, o finansų įstaigų atsargumas sukaupė dideles finansinių išteklių atsargas.

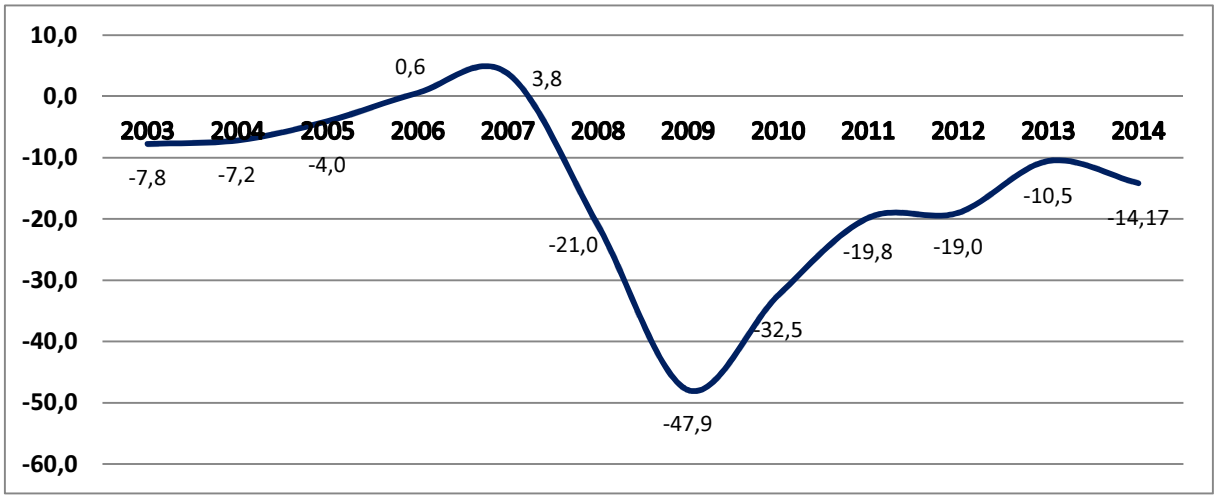
2012 m. pabaigoje vykusius parlamento rinkimus lydėjo dviprasmiški sprendimai. Rinkimus laimėjusios partijos – Lietuvos socialdemokratų partija (LSDP), Darbo partija (DP) ir partija Tvarka ir teisingumas (TT) – sudarė valdančiąją daugumą ir inicijavo vyriausybės formavimą, o buvusį ministrą A. Kubilų pakeitė LSDP pirmininkas A. Butkevičius. Daugiausiai diskusijų sukėlė užmojis didinti minimalią mėnesinę alga (toliau MMA) iki 1000 Lt. Anot SEB banko analitikų, padidinus MMA iki 1000 Lt, nekilo masinio darbuotojų atleidimo banga (kaip prognozavo įmonių atstovai), nors dalis įmonių mėgino prisitaikyti prie pakitusios situacijos mažindamos etatus, ilgindamos darbo valandas, intensyvumą ir t.t. Politinį stabilumą (iš dalies) ir politinės strategijos tęstinumą dar mažiausiai penkeriems metams užtikrino 2014 m. antrą kartą perrinkta LR Prezidentė D. Grybauskaitė. Stabilus ekonomikos augimas bei mažėjanti valstybės skola nesudaro preteksto didinti esamus tiesioginių mokesčių tarifus todėl tikėtina, kad pastarieji, artimiausiais metais išliks nepakitę.

4.1.3 Socialinės aplinkos vertinimas

Apžvelgiant Lietuvos socialinę aplinką analizuojami 2 rodikliai: *vartotojų lūkesčių indeksas* ir *gyventojų pasiskirstymas pagal amžių*.

Bendrai, vartotojų pasitenkinimo indeksas matuoja optimizmo lygį apie šalies ekonomikos vystymąsi. Paprastai vartotojų pasitenkinimas yra didelis, kai nedarbo lygis yra žemas, o BVP augimas yra aukštas. Vartotojų lūkesčių indeksas gali būti naudingas rodiklis, prognozuojant, vartotojų perkamumą. Vertinant

rodiklio reikšmę priimtinas kuo didesnė teigiama rodiklio reikšmė. Neigiama reikšmė rodo vartotojų nepasitenkinimą ekonomika ir mažesnį vartojimą.

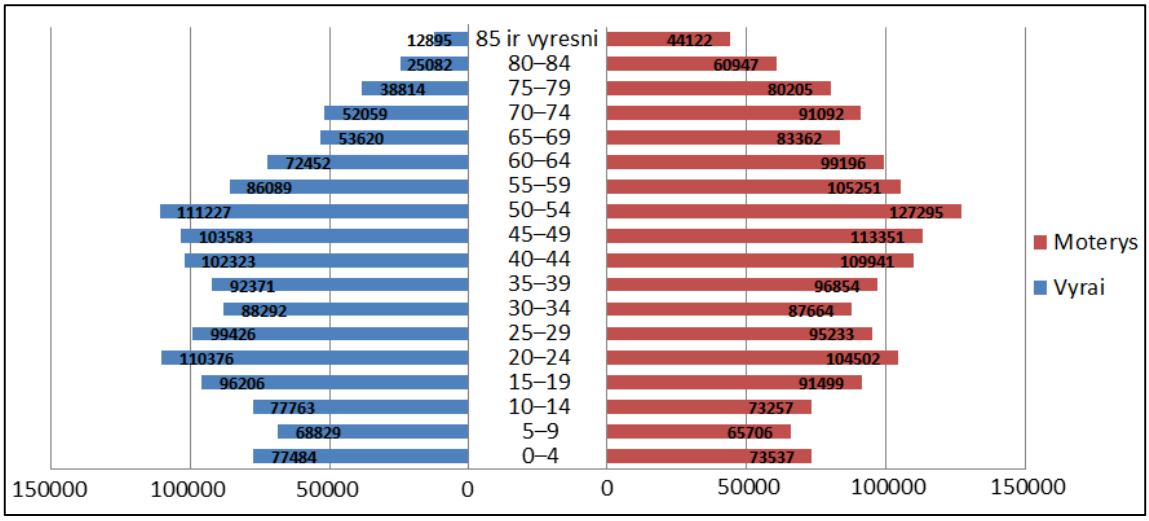


13 pav. Vartotojų lūkesčių indeksas
Šaltinis: sudaryta pagal *Trading economics* duomenis

Nagrinėjamu laikotarpiu pastebimas aukštas vartotojų pesimizmo lygis, t.y. vartotojų pasitenkinimo indeksas tik kelis kartus – 2006 ir 2007 m. buvo teigiamas, atitinkamai, 0,6 ir 3,8. Apskritai iki pat 2007 m. matoma nuosaiki rodiklio gerėjimo tendencija, tačiau jau 2008 m. rodiklio reikšmė krenta iki -21, o 2009 m. net iki -47,9. Tokia didelė neigiama rodiklio reikšmė paaiškinama sunkmečio metu išaugusiu nedarbu, brangstančiu prekių krepšeliu bei vyraujančia pesimistine nuotaika tiek pasaulyje, tiek ir Lietuvoje. Nuo 2010 m. iki dabar stebima rodiklio didėjimo tendencija. Per 3 metus indekso reikšmė išaugo daugiau nei keturis kartus ir svyravo apie 0. Tačiau užsitęsęs neapibrėžtumas Europos ir JAV rinkose, bei blankus ekonomikos atsigavimas šį rodiklį nukreipė neigiama linkme ir paskutiniais nagrinėjamais metais jis siekė 14,17.

Indekso reikšmės nereikėtų labai pervertinti, dėl faktinių duomenų trūkumo, nes indeksas paremtas tik vartotojų lūkesčiais. Tačiau taip pat negalima paneigti ir akivaizdžios jo teikiamos naudos. Ekonomistai teigia, kad vartotojų pasitenkinimo indeksas faktiškai atspindi BVP augimą, todėl neretai yra naudojamas investuotojų, darant investicinius sprendimus dar prieš oficialiai paskelbiant BVP rodiklį. Kaip jau minėta, didesnė šio rodiklio reikšmė, reiškia kad vartotojai linkę išlaidauti, o vartotojų išlaidos sąlygoja geresnius pardavimus ir kompanijų pelną, todėl vartotojų pasitikėjimo indeksui kylant, paprastai kyla ir kompanijų vertybinių popierių kaina.

Neatsiejama socialinės aplinkos analizės dalis yra gyventojų pasiskirstymas pagal amžių (žr. 16 pav.). Žvelgiant iš verslo pusės, gyventojai = vartotojai, o vartotojų amžiaus pasiskirstymas leidžia įvertinti potencialių sukuriamo produkto ar paslaugos pirkėjus.



14 pav. Gyventojų pasiskirstymas pagal lytį ir amžių

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamento 2014 m. duomenis

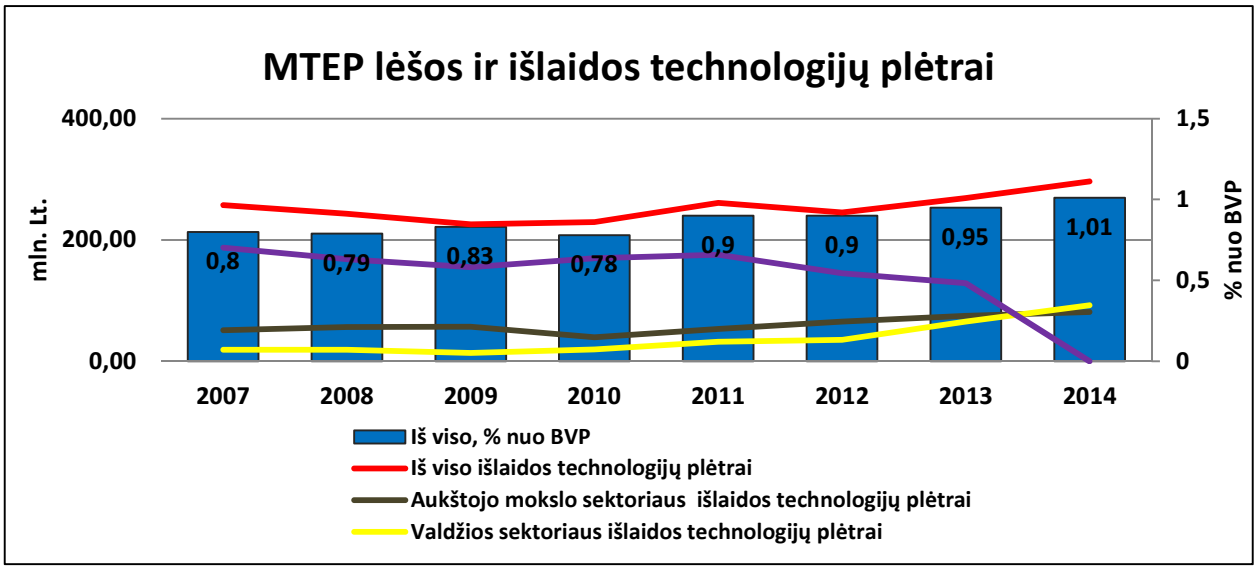
Kaip rašoma Europos komisijos oficialiame portale, „nors ilga gyvenimo trukmė yra svarbus Europos visuomenės pasiekimas, gyventojų senėjimas kelia ir nemažų sunkumų šalių ekonomikai ir socialinės rūpybos sistemoms.“ Remiantis Lietuvos statistikos departamento duomenimis 2014 m. Lietuvoje buvo beveik 300 tūkst. daugiau moterų negu vyrų. Santykinai didžiausią dali sudarė 50-54 metų amžiaus žmonės. Iš diagramoje pateiktų duomenų (žr. 14 pav.), galima pastebėti įdomių faktų. Pvz. vyrų visose amžiaus grupėse iki 35-39 m. buvo daugiau nei moterų, tačiau nuo pat 35-39 m. amžiaus grupės, moterų skaičius tolygiai didėjo. O tarp vyresnio amžiaus žmonių grupių moterys, savo skaičiumi, vyrus lenkia nuo 0,5 iki 3,5 karto. Tai galima paaiškinti aukštu vyrų mirtingumo lygiu šiose amžiaus grupėse. Didžiausia problema Lietuvoje – santykinai didelis kiekis vyresnio amžiaus žmonių, palyginus su jaunimu. Šį gyventojų senėjimą iš dalies paaiškina didėjantys emigracijos mąstai. Remiantis Lietuvos statistikos departamento duomenimis, daugiausia išvažiuoja 30–40 metų, t. y. darbingo amžiaus, žmonės. Kita senėjimo priežastis – gerėjanti medicininių paslaugų kokybė ir sveikatos paslaugų prieinamumas, ko iš esmės negalima priskirti prie neigiamų veiksnių.

Gyventojų senėjimas nėra reikšmingas veiksnys, vertinant įmonės finansinį patrauklumą. Tiesa, vertėtų painėti, kad bet kokią sukurtą prekę reikia nupirkti ir suvartoti arba panaudoti. Taip veikia ekonomika ir pagrindinis jos variklis yra vartojimas. Kuo daugiau žmonės vartos – tuo daugiau reikės pagaminti ir tuo daugiau įmonės gaus pajamų. Remiantis Sodros statistinių duomenų portalo duomenimis vidutinės senatvės pensija 2014 m. siekė vos 831,1 Lt, o tuo tarpu vidutinis mėnesinis atlyginimas - 1 820,32 Lt., t.y. daugiau nei dvigubai didesnis. Su sąlyga *ceteris paribus* galima daryti prielaidą, kad daugėja vartotojų su mažesnėmis pajamomis. Mažesnės pajamos lemia mažesnį vartojimą, kas savo ruožtu, gali lemti mažesnes įmonės pajamas.

4.1.4 Technologinės aplinkos vertinimas

Dėl brangstančios darbo jėgos įmonės vis dažniau priverstos investuoti į darbo sąnaudas taupančius įrengimus ir technologijas.. Vienas iš būdų didinti inovacijas yra naujų ir aukštos pridėtinės vertės produktų kūrimas, paprastai apibūdinamas kaip moksliniai tyrimai ir eksperimentinė plėtra (*angl.: Research and Experimental Development arba Research and Development, arba R&D, toliau MTEP*). Išlaidos MTEP apima tris veiklos sritis: *fundamentinius mokslinius tyrimus*, *taikomuosius mokslinius* tyrimus ir *eksperimentinę plėtrą*.

Pagrindinis koordinatorius vystant Lietuvos inovacijų politiką yra LR Ūkio ministerija, kuri formuoja mokslinių tyrimų ir inovacijų politiką, atsižvelgdama į nacionalines ir Europos masto aktualijas ir iššūkius. Šiuo metu Lietuvos inovacijų politika remiasi šiomis pagrindinėmis strategijomis: „Europa 2020“, strategija „Lietuva 2030“, Lietuvos inovacijų 2010 – 2020 metų strategija ir kt. Pagrindiniai ES inovacijų strategijų prioritetai numatyti „Europa 2020“ strategijoje yra *pažangus, tvarus* ir *integracinis* augimas. Atitinkamai Lietuvos inovacijų pagrindinis strateginis tikslas skamba taip: „didinti Lietuvos ūkio konkurencingumą kuriant efektyvią inovacijų sistemą, skatinančią ūkio inovatyvumą“.



15 pav. Išlaidos technologijų plėtrai 2007 - 2014 metais

Šaltinis: Sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis

„Europa 2020“ strategijoje planuojama, kad vidutinės ES išlaidos MTEP turėtų pasiekti 3 % nuo BVP. Analogiškas Lietuvos tikslas – 1,9 proc. BVP. Žemiau pateiktoje diagramoje matyti, kaip Lietuvai sekasi siekti pagrindinio MTEP tikslo (žr. 15 pav.).

Remiantis Lietuvos statistikos departamento duomenimis, 2007 m. Lietuvoje MTEP lėšos sudarė 0,8 % nuo BVP. Prisimenant „Europa 2020“ strategijos tikslą, Lietuva įsipareigoja iki 2020 metų išlaidų MTEP

santykį su BVP padidinti kone dvigubai iki 1,9 % nuo BVP. Nagrinėjamu laikotarpiu per 6 metus šį santykį pavyko padidinti tik 0,15 procentinio punkto, iki 0,95 %.

Daugiausiai lėšų technologijų plėtrai (toliau TP) skiria verslo įmonių sektorius, antroje vietoje aukštojo mokslo sektorius ir mažiausiai, tačiau stabilia didėjimo tendencija, valdžios sektorius. Bendroje tendencijoje iki 2010 metų išlaidos TP mažėjo, o 2009 metais šios išlaidos nukrito iki 229,2 mln. Lt. Šį kritimą labiausiai paveikė šalies ekonominis nestabilumas, tuo metu prasidėjusi ekonominė krizė. Nuo 2010 iki 2011 m. išlaidos TP padidėjo daugiau kaip 30 mln. Lt., o 2013 m. siekė net 269,2 mln. Lt. Analizuojant statistinius duomenis pastebėta, kad nuo 2011 m. verslo įmonių išlaidos TP mažėjo ir 2013 m. siekė vos 128,6 mln. Lt. Tiesa, bendros išlaidos TP augo, dėka padidėjusių valdžios ir aukštojo mokslo sektorių išlaidų. Verta paminėti, kad ne pelno institucijų sektorius TP lėšų iš viso neskiria.

Vertinant šalies ūkio raidos perspektyvas, pažymėtina, kad, nepaisant teigiamų pokyčių Lietuvos ekonomikoje, situacija išlieka nestabili: teigiami pokyčiai šalies ekonomikoje gali sulėtėti dėl nenumatytų aplinkybių vidaus ar išorės rinkose, o tai turėtų įtakos ir įmonių pardavimo pajamoms, bei pelnui. Kadangi vidaus vartojimo atsigavimas ir apimtys yra veikiamos rinkos dalyvių lūkesčių, artimiausioje ateityje svarbiais veiksniais išliks viešoji nuomonė, situacija tarptautinėse rinkose, politiniai sprendimai, Europos Sąjungos valstybių ir kaimyninių šalių ekonominė būklė bei kiti veiksniai. Remiantis didžiausių komercinių bankų Swedbank ir SEB ateinančių 2 metų prognozėmis, Lietuvos realusis BVP iki 2016 m. išlaikys augimo tendenciją. Tikėtina, kad 2012 m. susiklosčiusios palankios situacijos maisto ir baldų pramonėje išliks ir ateityje. Lietuvos baldų gamintojai gali pajausti aštresnę konkurenciją su Baltarusijos baldų gamintojais dėl IKEA užsakymų. Tokiu atveju šio sektoriaus eksporto plėtra būtų apribota.

4.2 Baldų gamybos sektoriaus vertinimas apdirbamosios pramonės šakos kontekste

Lietuvos baldų gamybos sektorius pastaruoju metu rodė ženklius augimo tempus ir buvo vienas pagrindinių veiksnių leidusių augti šalies apdirbamosios pramonės gamybai. Tačiau, kaip jau buvo minėta ankstesniuose skyriuose, praūžusi pasaulinė ekonominė krizė bei nacionalinės nekilnojamojo turto rinkos „burbulo sprogimas“ tiesiogiai paveikė šį sektorių. Minėtas sektorius yra glaudžiai susijęs su statybų ir nekilnojamojo turto sektoriumi. Todėl analizuojant baldų gamybos sektoriaus raidą ir perspektyvas, svarbu atsižvelgti tiek į pagrindinių eksporto rinkų padėtį, tiek į šalies ekonomikos vystymosi tendencijas. Analizuojant šalies baldų sektorių visos apdirbamosios pramonės kontekste, išryškėja baldų sektoriaus atsigavimo ir augimo perspektyvų svarba visai Lietuvos apdirbamajai pramonei, nes šis sektorius šalies ūkio struktūroje tradiciškai vaidino labai svarbų vaidmenį (žr. 7 lent.).

7 lentelė. Baldų gamybos produkcija pramonės produkcijos kontekste (be PVM ir akcizo) palyginamosiomis 2010 m. kainomis, tūkst. Lt

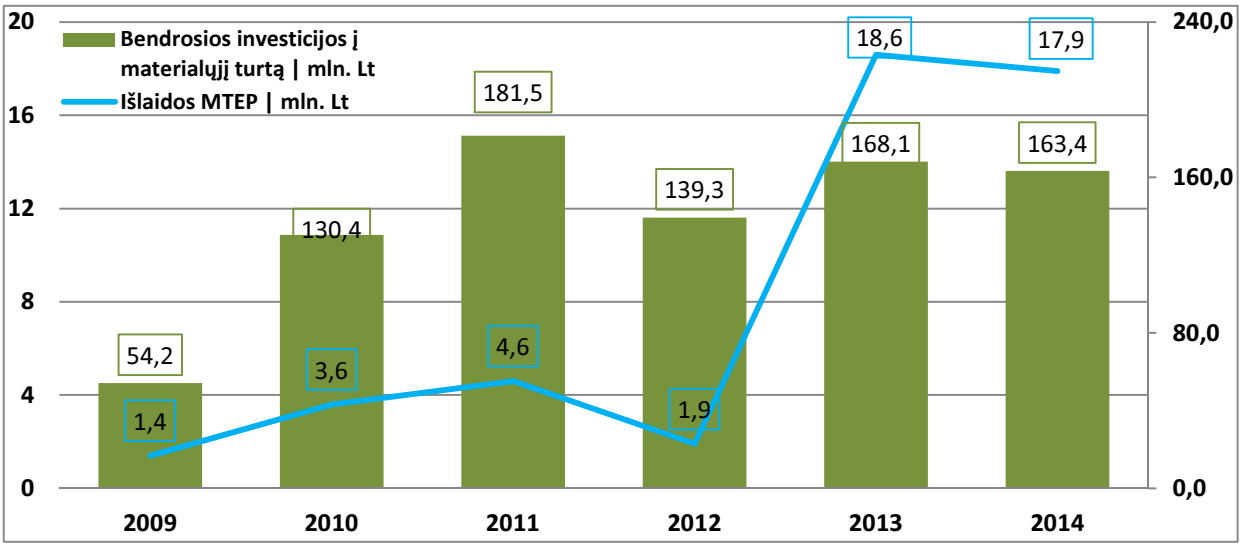
	Apdirbamoji gamyba	Baldų gamyba	Dalis visoje apdirbamojoje gamyboje
2006	46 310 862	2 008 251	**4.34**
2007	47 043 954	2 332 878	**4.96**
2008	50 010 808	2 464 584	**4.93**
2009	42 474 199	1 986 022	**4.68**
2010	45 663 591	2 190 658	**4.80**
2011	50 280 721	2 935 632	**5.84**
2012	52 794 356	3 541 659	**6.71**
2013	55 258 251	3 791 193	**6.86**
2014	55 660 389	4 405 745	**7.92**

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis

Vertinant baldų gamybos produkcijos apimtis visame apdirbamosios pramonės kontekste, stebimas aiškus šio sektoriaus įtakos augimas visu nagrinėjamu laikotarpiu (eliminavus 2008 – 2010 metų ekonominio nuosmukio laikotarpį). 2006 m. baldų gamybos produkcijos apimtys sudarė 4,34 % visos apdirbamosios pramonės produkcijos. Iki 2008 m. ši dalis išaugo beveik 1 procentiniu punktu ir siekė daugiau nei 2,4 mlrd. Lt. Palyginimui, visos apdirbamosios pramonės gamyba siekė šiek tiek daugiau nei 50 mlrd. Lt. Ekonominio sunkmečio metu, sumažėjus vartojimui smuko ir apdirbamosios pramonės gamyba. Nuo 2008 iki 2009 m. apdirbamosios pramonės gamyba susitraukė daugiau nei 15 %, o baldų gamybos produkcija krito net 19,4 proc. ir nesiekė net 2 mlrd. Lt. 2010 m. apdirbamoji pramonė rodė aiškius atsigavimo ženklus: gamyba, lyginant su 2009 m. išaugo daugiau nei 3,2 mlrd. Lt, o baldų gamybos sektorius sparčiai vijosi prieškrizinį lygį. Nuo 2011 iki 2013 m. apdirbamosios pramonės gamybos apimtys tolygiai didėjo, atitinkamai 5 % 2012 m. ir 4,67 % 2013 m. Didėjo ir baldų gamybos sektoriaus svarba. Minėto sektoriaus produkcijos gamybos dalis, lyginant su visa apdirbamąja pramone, išaugo iki 6,71 % 2012 m., o 2013 m. sudarė jau 6,86 %. 2014 m. baldų sektorius dar labiau sustiprėjo ir apdirbamosios pramonės kontekste sudarė net 7,92 %.

Lietuvoje tiesioginių užsienio investicijų suma smarkiausiai didėjo iki 2007 m., kol buvo privatizuojami valstybiniai objektai, o po to augimas nuslopo. Per pastaruosius metus bendra tiesioginių užsienio investicijų apimtis nepakito. Investicijų daugėjo finansų, nekilnojamojo turto operacijų, administracinių paslaugų, transporto ir saugojimo, baldų gamybos, statybos sektoriuose, o mažėjo – apdirbamojoje pramonėje ir energetikoje.

Taigi užsienio investuotojai Lietuvą pamažu ima labiau vertinti ne rankų darbo, bet sudėtingesnės gamybos ar paslaugų srityse, o taip pat įžvelgia vidaus rinkos augimo potencialą investuodami į nekilnojamojo turto objektus ar mažmeninę prekybą.



16 pav. Baldų gamybos sektoriaus įmonių išlaidos MTEP ir bendrosios investicijos į materialųjį turtą (pagal *EVRK C31 Baldų gamyba*)

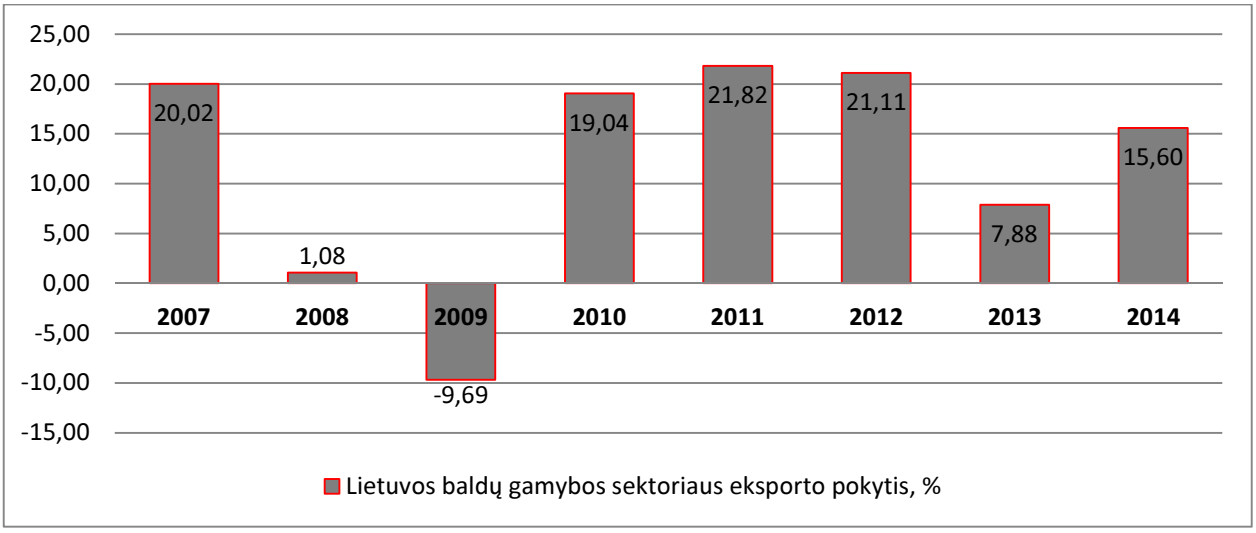
Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis

Materialiųjų investicijų vertė Lietuvos baldų gamybos sektoriuje ekonominio nuosmukio metais ženkliai sumažėjo, tačiau jau 2011-2012 metais pradėjo rodyti atsigavimo ženklus - nuo 2009 metų investicijos išaugo daugiau nei 4 kartus, tiesa, 2007 metų lygio dar nepasiekė. Lietuvos pramonės įmonių, tarp kurių ir baldų sektoriaus įmonės, pagrindinė investavimo kryptis prieš dešimtmetį buvo gamybinio pajėgumo plėtimas bei senų įrengimų pakeitimas. Ekonominio nuosmukio metais pramonės įmonės susilaikė nuo įrengimų keitimo, gamybos proceso mechanizavimo ar pajėgumų plėtimo ir daugiausiai investavo į kitas kryptis. 2011 metų duomenimis pagrindine investavimo kryptimi tapo senų įrengimų pakeitimas. Vėlesniais metais materialiųjų investicijų apimtis mažėjo, tačiau jau 2013 m. jos išaugo iki 168,1 mln. Lt.

Baldų sektoriaus įmonių investicijų augimas teigiamai veikia šakos investicinį patrauklumą, o greitas atsigavimas po ekonominio nuosmukio rodo baldų sektoriaus šakos patikimumą ir santykinai gerą atsparumą ekonominiams ciklams. Baldų pramonės produktai nėra pirmos būtinybės prekės, todėl baldžiams labai svarbi greita reakcija į pokyčius ekonomikoje bei gebėjimas surasti naujas rinkas.

Kaip jau minėta ankstesniuose skyriuose, Lietuva yra priskiriama atviros rinkos šalims, todėl eksportas ir jo plėtra bei santykiai su pagrindinėmis eksporto partnerėmis vaidina svarbų vaidmenį Lietuvos ekonominio stabilumo ir finansinio pajėgumo kontekste. Dėl tos pačios priežasties, didelė pagaminamos

produkcijos dalis yra eksportuojama, vietos rinka yra tiesiog per maža. Ne išimtis ir baldų sektorius. Žemiau pateiktoje diagramoje pavaizduotos Lietuviškos kilmės baldų eksporto pokytis (žr. 17 pav.).



17 pav. Lietuvos baldų gamybos sektoriaus eksporto pokytis, %

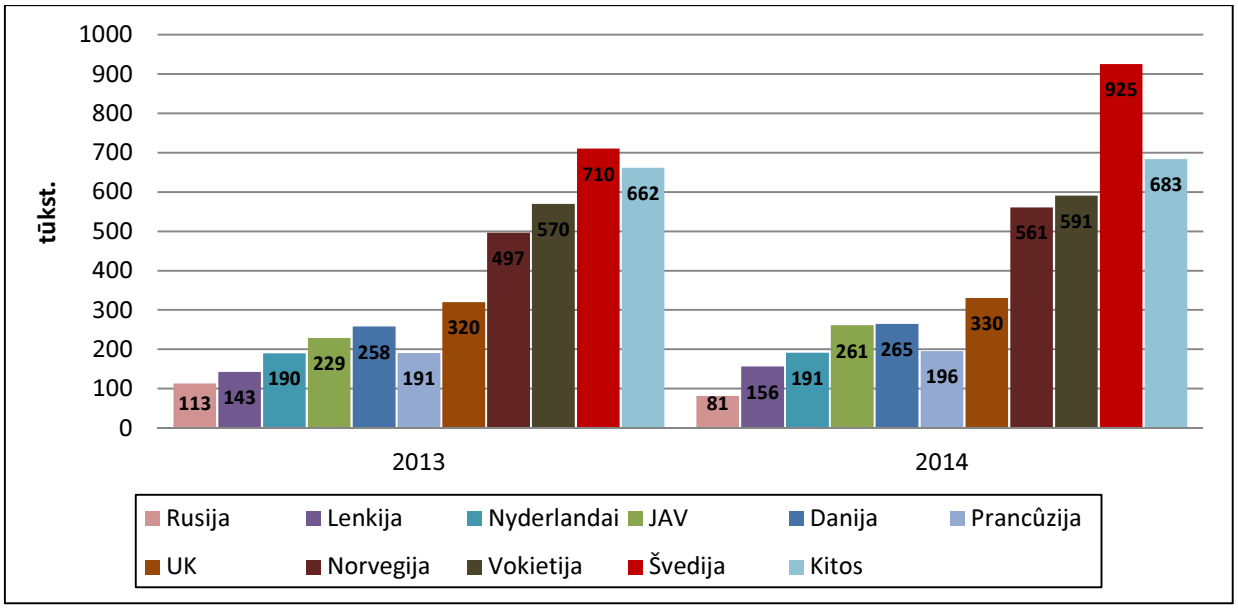
Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis

Nagrinėjamu laikotarpiu kiekvienais metais stebimas baldų eksporto augimas, išskyrus ekonominio sunkmečio metus (2009 m.) kai baldų eksportas smuko beveik 10 procentų. Eksporto augimo sulėtėjimas buvo pastebimas jau 2008 m., kai augimas susitraukė ik 1,08 %, lyginant su prieš tai buvusiu daugiau nei 20 % šuoliu. Tačiau jau 2010 m. pastebimas Lietuviškos kilmės baldų eksporto augimas – 19,04 Lietuviškos kilmės baldų sėkmė eksporto užsienio rinkose daugiausiai priklausė nuo švedų koncerno IKEA. Užsakymų iš minėtos tarptautinės kompanijos nestigo, todėl baldų eksporto šuolis buvo milžiniškas, juo labiau, kad prieš metus baldų pramonė patyrė skaudų smūgį dėl statybų sektoriaus nuopuolio. 2011 ir 2012 m. lietuviškos kilmės baldų eksportas ir toliau sparčiai augo: 2011 m. augimas siekė net 21,82 %, o 2012 m. 21,11 %. 2013 m. bendras lietuviškos kilmės baldų eksporto augimas sulėtėjo, tačiau vis tiek išliko teigiamas ir siekė 7,88 %. 2014 m. kai bendras Lietuvos eksporto pokytis buvo neigiamas, rodiklį į priekį tempė sparčiai augęs baldų eksportas, kurio augimas siekė net 15,60 %.

Žemiau pateiktoje diagramoje pavaizduotos pagrindinės lietuviškos kilmės baldų eksporto šalys-partnerės, į kurias eksportuojama daugiau kaip 80 % visos lietuviškos kilmės baldų produkcijos (žr. 18 pav.).

Didžiausios lietuviškų baldų eksporto apimtys 2013 m. teko Švedijai ir Vokietijai, į kurias eksportuota net 33,2 % visų lietuviškos kilmės baldų. Vienai iš didžiausių Lietuvos baldų gamybos įmonei „Vilniaus baldai“ kaip ir kitoms stambiausioms šalies baldų įmonėms, didinti eksporto apimtis padėjo pagrindinis užsakovas – Skandinavijos koncernas IKEA. Apskritai, Švedija yra didžiausia lietuviškų baldų supirkėja:

2013 m. į Švediją eksportuota 16, 98 %, t.y. už daugiau kaip 710 tūkst. Lt, o 2014 m. net 19,30 % - už 925 tūkst. Lt, visų lietuviškos kilmės baldų. Svarbu paminėti tai, kad lietuviškų baldų eksportas į Rusiją 2013 m. siekė tik kiek daugiau nei 100 tūkst. Lt, o 2014 m. ženkliai smuko, t.y. iki 81 tūkst. Lt. Santykinai maža dalis lietuviškos kilmės baldų eksporto tenka ir Lenkijai, Nyderlandams, JAV Danijai bei Prancūzijai. Bendrai į šias šalis 2013 m. buvo eksportuota lietuviškų baldų už kiek daugiau nei 1054 tūkst. Lt.



18 pav. Lietuviškos kilmės prekių eksporto apimtys pagal šalis (pagal *EVRK C31 Baldų gamyba*)

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis

2013 – 2014 m. lietuviškos kilmės baldų eksportas į visas anksčiau minėtas šalis augo, išskyrus Rusiją. Tačiau šis smukimas neturėjo reikšmingos įtakos bendram lietuviškos kilmės baldų eksportui, kuris 2014 m. augo 15,60 % (žr. 17 pav.).

Kadangi toliau darbe bus analizuojamas konkrečios įmonės – „Vilniaus baldai“ finansinis patrauklumas, tikslinga apžvelgti įmonės padėtį visame baldų sektoriuje. Žemiau pateiktoje lentelėje pavaizduotos pagrindinės Lietuvos baldų įmonės pagal produkcijos apimtis (žr. 8 lent.).

Pagal Lietuvos medienos asociacijos pateiktus duomenis, 2013 ir 2014 m. didžiausia Lietuvos baldų pramonės įmonė pagal produkciją buvo AB „Freda“. Bendrovė 2013 m. pardavė produkcijos už daugiau kaip 240 tūkst. Lt, o 2014 m. pardavimai padidėjo iki 258 tūkst. Lt, tai leido išsaugoti lyderės poziciją Lietuvos baldų pramonėje. 2013 m. AB „Freda“ eksportavo daugiau nei 90 % pagamintos produkcijos, o 2014 m. eksportas sudarė 99,35 % pagamintos produkcijos. Kaip teigia bendrovės generalinis direktorius A. Ėmužis, vienintelis bendrovės užsakovas – IKEA, kuriam iki 2017 m. ruošiamasi pagaminti produkcijos už beveik milijardą litų. Antra pagal pardavimo apimtis rikiuojasi AB “Vilniaus baldai”.

Apibendrintai galima teigti, kad baldų sektorius yra vienas iš pagrindinių apdirbamosios pramonės variklių. Nuo 2006 m. baldų sektoriaus pagaminamos produkcijos dalis, apdirbamosios pramonės kontekste, išaugo beveik dvigubai. Nepaisant 2009 m. nuosmukio, baldų sektorius išlaiko aukštus augimo tempus, o sektoriui priklausančių įmonių grynojo pelno metinis augimas siekė daugiau nei po 20 %. Didžiulę reikšmę šio sektoriaus veiklai turi Skandinavijos milžinas IKEA, kuris neoficialiais skaičiavimais superka nuo 90 iki 98% lietuviškų baldų eksporto ir iki 2020 m. planuoja išsiplėsti dvigubai. Kas su sąlyga *ceteris paribus* reiškia, kad pagrindinių Lietuvos baldininkų apimtys taip pat turėtų išaugti du kartus.

4.3 Akcinių bendrovių „Freda“, „Vilniaus baldai“, „Klaipėdos baldai“ ir „Klaipėdos mediena“ finansinio patrauklumo vertinimas

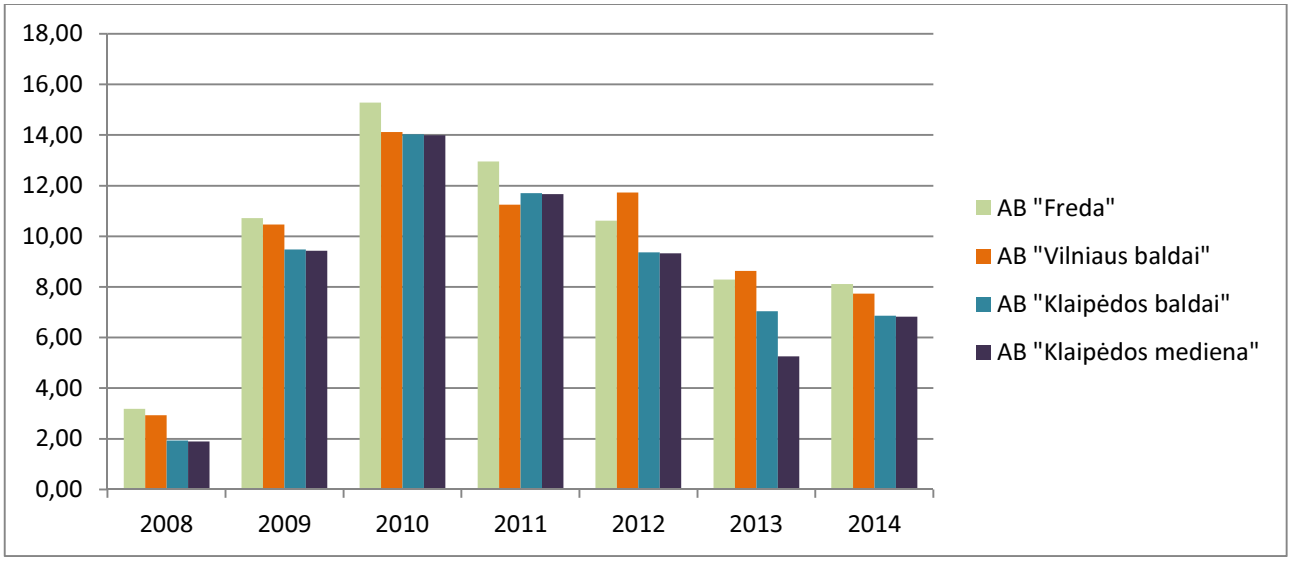
Kaip jau buvo minėta ankstesniame skyriuje AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“ ir AB „Klaipėdos mediena“ šiai studijai buvo pasirinktos ne atsitiktinai. Visos šios bendrovės pagal pagaminamą produkciją yra didžiausios baldų gamintojos Lietuvoje. Kaip ir kitos šio sektoriaus įmonės, bendrovės didžiausią produkcijos dalį eksportuoja Švedijos koncernui IKEA.

Siekiant įvertinti šių įmonių finansinį patrauklumą, pagal pasirinktą modelį buvo atliktos bendrovių santykinių rodiklių analizės. Tačiau, autoriaus nuomone, santykinių rodiklių analizė, neatspindi tikrosios įmonės vertės, generuojamo pinigų srauto ir ekonomiškai pagrįsto veiklos tęstinumo, todėl papildomam ir pagrindiniam finansinio patrauklumo vertinimui buvo taikomas EVA metodas.

4.3.1 Santykinių rodiklių analizė

Atliekant minėtų bendrovių finansines analizes, buvo paskaičiuoti 2008 – 2014 m. bendrovės santykiniai pelningumo rodikliai (žr. 19 pav.). Kaip teigia Valentinavičius (2010) iš jų gali būti sprendžiama, kokią realią naudą turės akcininkai ir investuotojai, rizikuodami investuoti savo kapitalą.

Kaip matyti iš 19 paveikslo, 2008 m. visų įmonių nagrinėjamų rodiklių koeficientai buvo mažiausi per visą nagrinėjamą laikotarpį ir siekė kiek daugiau nei 2. Svarbu sugretinti šį rodiklį su tuo metu ekonomikoje vyravusiu nuosmukiu tiek Lietuvos tiek pasauliniu mastu. Tad teigiama rodiklio reikšmė sunkmečio laikotarpiu rodo, kad bendrovės geba priimti teisingus sprendimus ir nukreipti gamybą į pelningus sektorius. Grįžtant prie rodiklio dinamikos, jau 2009-2010 m. laikotarpiu stebimas ženklus grynojo pelningumo šuolis. Didžiausią grynąjį pelningumą pasiekė AB „Freda“, kurios rodiklis 2009 m siekė 10,72 koef. ir 15,28 koef. 2010 m.



19 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ grynojo pelningumo rodiklių dinamika

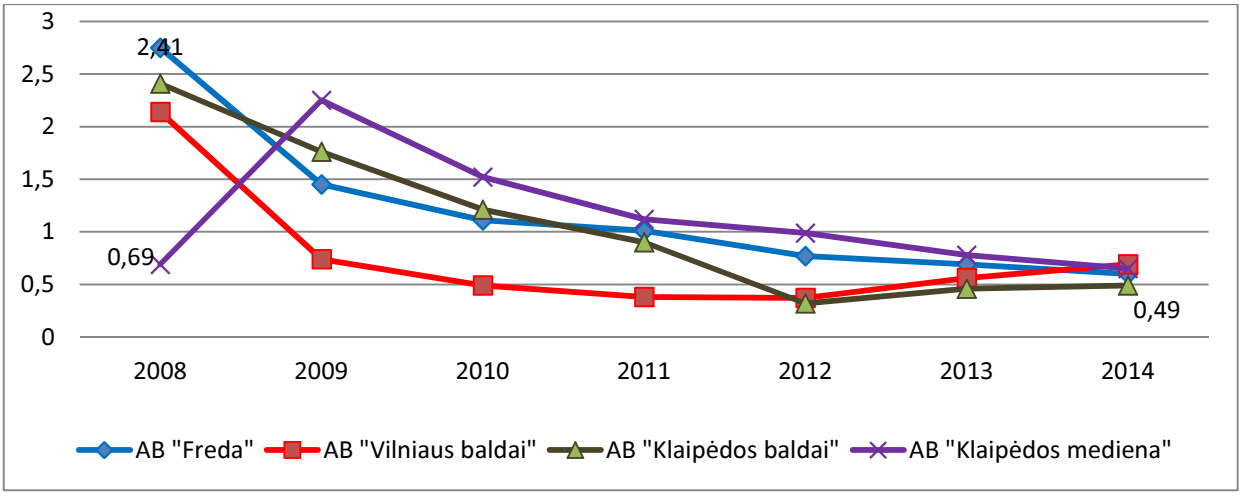
Šaltinis: sudaryta pagal bendrovių finansinių ataskaitų duomenis

Kaip jau minėta teorinėje darbo dalyje, pelningumo rodikliai vertinami vienareikšmiškai: kuo didesnė rodiklio reikšmė tuo įmonės vykdoma veikla pelningesnė ir atvirkščiai. Nuo 2008 iki 2010 metų įmonių pelningumo rodikliai ženkliai kilo ir 2010 m. dauguma jų, lyginant su 2008 m. buvo dvigubai ar net trigubai didesni. Pvz. AB „Klaipėdos baldai“ pelningumo rodiklis 2010 m. buvo daugiau nei 7 kartus didesnis nei 2008 m. Lemtingas faktorius, ekonomikos nuosmukiu neleidęs Lietuvos baldų pramonei patirti milžiniškų nuostolių buvo tai, jog daugiau kaip 90 % pagamintos produkcijos įmonės eksportavo į užsienio rinkas. Pagrindinė eksporto partnerė – IKEA, beveik nenukentėjusi nuo ekonominės krizės, leido nagrinėjamoms bendrovėms ne tik nepatirti nuostolių, bet ir pasiekti iki tol rekordines pardavimų ir veiklos pelningumo aukštumas. 2011 m. pelningumo rodikliai šiek tiek susitraukė, tačiau nepaisant to, išliko rekordinėse aukštumose: grynojo pelningumo rodiklio koeficientas visų nagrinėjamų bendrovių buvo aukštesnis nei 11. 2012 m. bendrovių grynojo pelningumo rodikliai toliau mažėjo ir tik AB „Freda“ ir AB „Vilniaus baldai“ įmonių rodikliai buvo didesni nei 10 %.

2013 m. daugelis nagrinėjamų įmonių vykdė įvairius investicinius projektus: produktyvumo ir darbo našumo didinimui, gaminamos produkcijos diversifikavimui į naujus produktus bei gamybos proceso esminiam pakeitimui skirtą ilgalaikį materialųjį turtą. Investicijos šiems projektams siekė milijonus litų. Anot vienos nagrinėjamų bendrovių, nauji gaminiai bus sudėtingesni ir „kuriantys didesnę pridėtinę vertę“, o tai leis baldų pramonės įmonėms padidinti savo finansinį patrauklumą. Dėl minėtų pokyčių ir pertvarkymų gamyboje bei produkcijoje, nagrinėjami pelningumo rodikliai 2013 m. buvo mažesni, tačiau jau 2014 m.,

pasirodė pirmieji investicijų vaisiai ir rodikliai išliko 2013 m. lygyje, o pvz. AB „Klaipėdos mediena“ pelningumo rodiklis viršijo 2013 m. rodiklį beveiki 2 proc. punktais.

Nagrinėjant įmonių finansinio sverto rodiklius pastebėtas vienas bendras bruožas: nagrinėjamo laikotarpio pradžioje visų įmonių finansinio sverto rodikliai buvo gana aukšti apie 2 – 3 koef., išskyrus AB “Klaipėdos mediena” kurios finansinio sverto rodiklio koef. buvo 0,69 . (žr. 20 pav.).

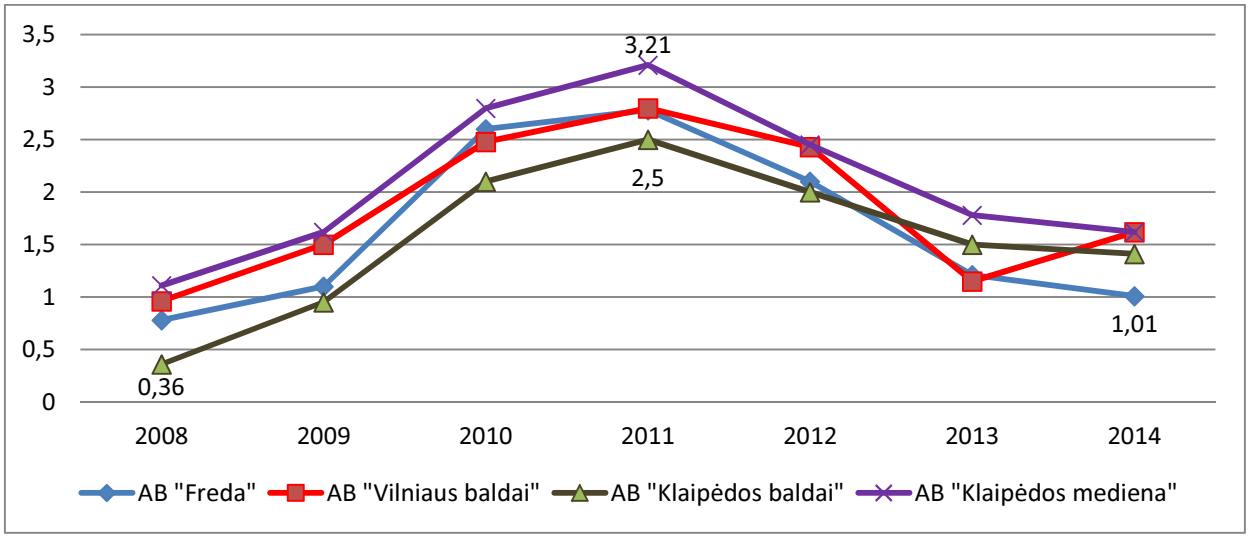


20 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ finansinio sverto rodiklių dinamika

Šaltinis: sudaryta pagal įmonių finansinių ataskaitų duomenis

2008 – 2009 m. po ekonominio nuosmukio, daugelis įmonių ieškojo finansavimo šaltinių, todėl šiuo laikotarpiu skolos – nuosavybės koeficientas buvo neproporcingai aukštas. Rodiklio reikšmė rodo kiek bendrovės turto finansuota skolintomis lėšomis. Pagal Nasdaq OMX santykinių rodiklių skaičiavimo metodiką, priimtina, kai rodiklio reikšmė svyruoja nuo 0,4 iki 0,6. Pvz. AB „Vilniaus baldai“ atveju rodiklis yra kiek didesnis, kas sąlygoja finansinės rizikos padidėjimą, tačiau jau per ateinančius 2 metus, rodiklio reikšmė sumažėjo 0,4 punkto ir 2009 m. buvo tik 0,74. Dar ryškesnis skolos valdymas atsispindi skolos ir nuosavybės koeficiento dinamikoje. 2009 m. AB „Klaipėdos mediena“ rodiklio reikšmė buvo net 2,25. Tokia rodiklio reikšmė byloja apie aukštą bendrovės finansinį svertą ir didesnę tikimybę nesusidoroti su palūkanų mokėjimais ir skolos grąžinimo našta ateityje. Tačiau jau 2010 m. minėto rodiklio reikšmė sumažėjo iki 1,52, o 2014 m. koeficientas buvo mažesnis nei 1 – 0,65. Nuo 2009 iki 2012 metų, finansinio sverto rodiklių reikšmė kryptingai mažėjo. Dėl jau anksčiau minėtų pertvarkymų gamyboje ir investicijų į naujus produktus, 2013 – 2014 m. pastebimas nežymus finansinio sverto rodiklių didėjimas tačiau rodiklio reikšmė tik labai nežymiai viršijo rekomenduotinos 0,6 rodiklio žymą. Tai byloja, kad investicijoms bendrovės naudojo pagrindinai nuosavą kapitalą.

Analizuojant likvidumo rodiklių dinamiką, išryškėjo, kad 2008 – 2009 m. laikotarpiu bendrovių rodikliai buvo nepavydėtinai žemi, kas galėjo lemti laikiną nemokumą trumpuoju laikotarpiu, tačiau vėlesniais metais situacija ženkliai pagerėjo, o analizuojant 2011 m. rodiklius užfiksuotas einamojo likvidumo rodiklių maksimalūs koeficientai nagrinėjamu laikotarpiu (žr. 21 pav.).



21 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ likvidumo rodiklių dinamika

Šaltinis: sudaryta pagal finansinių ataskaitų duomenis

Kaip pavaizduota 21 paveiksle 2008 – 2009 m. laikotarpiu įmonių likvidumo rodikliai buvo žemiausi per visą nagrinėjamą laikotarpį ir kai kurių bendrovių nesiekė net 0,5. Įmonėms susidūrus su likvidumo problemomis, nemažai jų pasekė AB „Vilniaus baldai“ pavyzdžiu. Pastaroji nemažą dalį paskolos sutarčių 2007-2008 m. pakeitė, nurodant, kad paskolų grąžinio terminas yra 2011 m. Kaip paskolų grąžinimo užstatą bendrovė įkeitė savo pastatus ir įrenginius, kurių vertė 2008 m. buvo daugiau kaip 48,5 mln. Lt, taip pat apyvartoje esančias prekių atsargas ir dabartines bei ateities pinigų įplaukas į bendrovės sąskaitas banke. 2010 – 2011 metais, nagrinėjamų bendrovių likvidumo rodikliai ženkliai pagerėjo. Pvz. AB „Klaipėdos baldai“ kuri 2008 m. turėjo bene didžiausių likvidumo problemų, puikiai susitvarkė ir jau 2011 m. likvidumo rodiklis buvo pakankamai aukštas – 2,5, kad išlaikytų aukštą mokumo lygį. Didelės rodiklių reikšmės galėtų byloti apie neišnaudotą įmonės potencialą, tačiau tokia versija, autoriaus nuomone, nėra teisinga. Visų pirma, įmonės stengėsi išlaikyti saugesnę likvidumo ribą atsižvelgiant į ekonomikoje vyravusį neapibrėžtumą. Taip pat, įvertinus, kad analizuojamu laikotarpiu, daugiau nei 95 % produkcijos buvo tiekiama vienam pirkėjui - IKEA, kurio atsiskaitymai galėjo reikšmingai paveikti minėtų rodiklių reikšmes. Nuo 2011 iki 2013 metų įmonės likvidumo rodikliai sumažėjo iki 2009 – 2008 m. lygio ir buvo artimi vienetui. Tai galima paaiškinti 48 % sumažėjusiu trumpalaikiu turtu dėl 2013 m. diegiamų inovacijų į produkcijos gamybos procesą bei persiorientavimu į naujų produktų gamybą. 2014 m. įmonių likvidumo

rodikliai neženkliai pakito nuo 2013 m rodiklių, o jų reikšmės nenutolo nuo teorijoje rekomenduotinų normų.

Finansinis patrauklumas yra neatsiejamas nuo bendrovės investicinio patrauklumo. Bendrovių, kurių akcijomis yra prekiaujama vertybinių popierių biržose, skaičiuojami rinkos vertės rodikliai. Pastarųjų rodiklių dinamika atspindi, kaip bendrovė atrodo rinkos požiūriu, t.y. kaip kito bendrovės kapitalizacija, kainos ir akcijos pelno bei kapitalizacijos ir EBITDA santykiai. Baltijos vertybinių popierių biržoje šiuo metu kotiruojamos tik vienos iš nagrinėjamų akcinių bendrovių AB „Vilniaus baldai“ akcijos, todėl kapitalizacijos rodiklių apžvalga susidės tik iš minėtos bendrovės apskaičiuotų rodiklių (žr. 9 lent.).

8 lentelė AB „Vilniaus baldai“ rinkos vertės rodiklių dinamika

	2008	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Kapitalizacija (tūkst. Lt)	46635	34976	127470	138196	190544	187862	205311
Akcijos kaina (Lt)	12	9	32.8	35.56	49.03	48.34	52.83
Kainos ir akcijos pelno santykis (P/E)	6.2	2.2	4.6	5.2	7.1	13.1	12.5
Kapitalizacijos ir EBITDA santykis	5.43	0.83	3.18	3.59	5.32	8.90	8.31

Šaltinis: sudaryta pagal AB „Vilniaus baldai“ finansinių ataskaitų duomenis

Nagrinėjamu laikotarpiu, 2008 – 2014 m. bendrovė nekeitė savo įstatinio kapitalo. Jį sudarė 3886267 paprastosios akcijos kurių nominali vertė – 4 Lt. 9 lentelėje matyti, kaip nagrinėjamu laikotarpiu kito bendrovės rinkos vertė, t.y. kapitalizacija. Rodiklis apskaičiuojamas akcijų skaičių dauginant iš akcijos rinkos kainos (dažniausiai pasirenkama akcijos *uždarymo kaina*). Analizuojant bendrovės kapitalizacijos rodiklio dinamiką, svarbu įvertinti tai, kad nagrinėjamu laikotarpiu akcijų skaičius nesikeitė, todėl pokyčiai tiesiogiai atspindi bendrovės akcijų kainos pasikeitimus. 2008 metais bendrovės kapitalizacija buvo 46,6 mln. Lt. Tai atspindi ženklų akcijų kainos smukimą 45,5 %. Taip pat, dagiau nei 6,5 karto sumažėjusi P/E reikšmė rodo, ekonomikos nuosmukio įtaką investuotojų požiūriui į įmonės akcijas. 2009 m. visi nagrinėjami rinkos rodikliai nukrito rekordiškai žemai. Tai byloja slogias investuotojų nuotaikas ir skeptiškas prognozes apie įmonės perspektyvas. Tačiau jau 2010 m. AB „Vilniaus baldai“ parodžius stulbinančius veiklos rezultatus, bendrovės akcijos kaina šoktelėjo iki 32,8 Lt, P/E santykis išaugo dvigubai, o kapitalizacijos ir EBITDA rodiklis padidėjo daugiau nei 3 kartus. Iki 2012 m. bendrovės akcijų kaina išaugo 122,8 % ir siekė net 49,03 Lt už akciją, kas iškėlė AB „Vilniaus baldai“ rinkos vertę iki 190 mln. Lt. P/E reikšmė buvo optimali ir siekė 7,1. Atitinkamai kapitalizacijos ir EBITDA santykis padidėjo iki 5.32. 2013 m. akcijos kaina smuko 1,4 %, o bendrovės kapitalizacija sumažėjo iki 187 mln. Lt. 84 % padidėjęs P/E santykis ir 3,48 punktais išaugęs kapitalizacijos ir EBITDA santykis byloja apie augančią įmonės

akcijos vertę. 2014 m. įmonės akcijų kaina išaugo, kas sąlygojo kapitalizacijos padidėjimą, tačiau kiti rodikliai neženkliai sumažėjo.

Apibendrinus visus nagrinėtus santykinius įmonių rodiklius galima teigti, kad 2008 – 2009 m. laikotarpiu visi nagrinėjami rodikliai rodė komplikuotą didžiausių Lietuvos baldų pramonės įmonių būklę. Žemi pelningumo rodikliai atspindėjo vangų bendrovių veiklos rezultatyvumą, o aukšti įsiskolinimo rodikliai bylojo apie išaugusį piniginių išteklių poreikį. Tai dar aiškiau rodė labai žemi likvidumo rodikliai. 2009 m. nagrinėjamų bendrovių padėtis buvo kur kas geresnė nei daugelio kitų Lietuvos įmonių, kurios dar kentėjo nuo ekonominio nuosmukio. Tuo tarpu investuotojų reakcija buvo atsargi, o rinkos rodikliai sparčiai šoktelėjo tik 2010 m. (AB „Vilniaus baldai“ atveju). Bendrovės akcijos kaina išaugo beveik 4 kartus, lyginant su 2009 m., kas parodo, kad tuo metu įmonės finansinis patrauklumas buvo gerokai didesnis, nei iki tol. Iki 2012 m. visi santykinai rodikliai rodė gerėjančias įmonių finansines padėtis. 2013 m. dėl persiorientavimo į naujus produktus, bei gamybos proceso tobulinimo nagrinėjami santykiniai rodikliai nežymiai sumažėjo, tačiau išliko aukštame lygyje. Analizuojant santykinių rodiklių dinamiką ir pokyčius lėmusius veiksnius, pastebėta, kad 2010 -2011 m. Lietuvos baldų pramonės įmonių finansinį stabilumą didžiąja dalimi lėmė gausūs koncerno IKEA užsakymai, kadangi visos nagrinėjamos įmonės daugiau kaip 90 % savo produkcijos eksportuoja būtent šiam užsakovui. Autoriaus nuomone tokia įmonių padėtis yra rizikinga, kadangi atsiranda stipriai koncentruota pavienė rizika netekti IKEA užsakymų ir taip prarasti 90 % pajamų. Todėl susiklosčius tokioms aplinkybėms labai svarbu tinkamai valdyti informaciją ir stebėti minėto koncerno veiklą.

Įmonių finansinio patrauklumo vertinimas naudojant vien tik santykinių rodiklių analizę, autoriaus nuomone, neatspindi tikrosios įmonių vertės, generuojamo pinigų srauto ir ekonomiškai pagrįsto veiklos tęstinumo. Siekiant kuo tiksliau įvertinti pasirinktų įmonių finansinį patrauklumą, buvo pasitelktas EVA metodas išskiriant bendrovių sukuriamą pridėtinę vertę.

4.3.2 Akcinių bendrovių „Freda“, „Vilniaus baldai“, „Klaipėdos baldai“ ir „Klaipėdos mediena“ finansinio patrauklumo vertinimas EVA metodu

Ekonominė pridėtinė vertė *EVA* atspindi skirtumą tarp įmonės veiklos pelno po mokesčių, bet prieš palūkanas *NOPAT* ir investuoto kapitalo kainos. Iš esmės, EVA skaičiavimą galima suskirstyti į tris dalis:

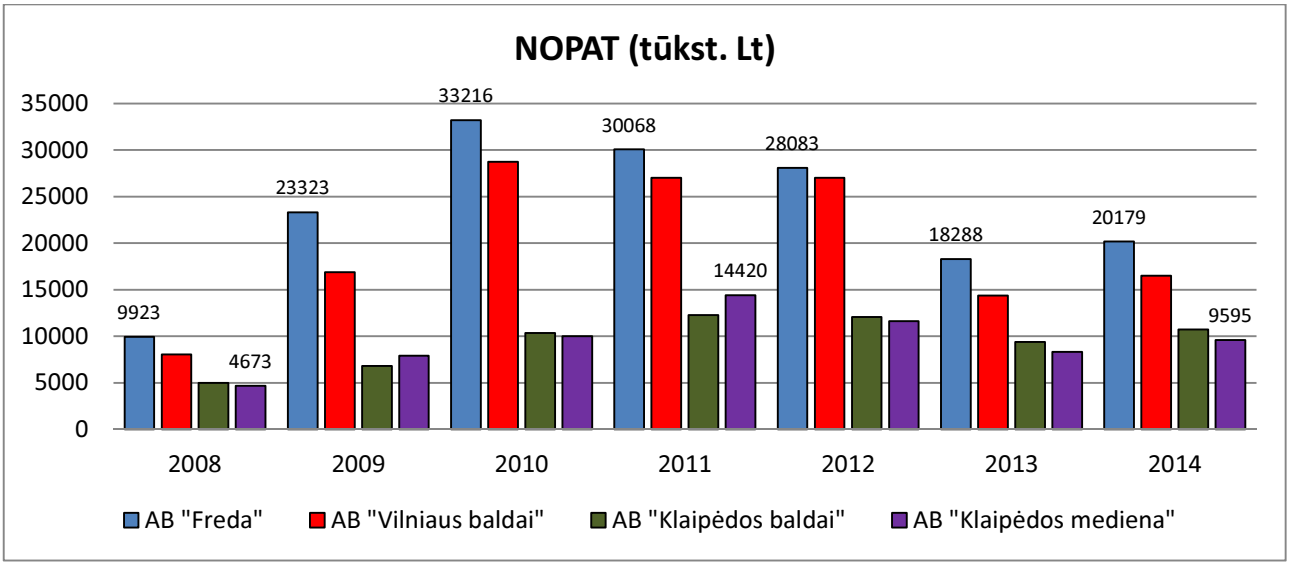
1. NOPAT apskaičiavimas;
2. investuoto kapitalo apskaičiavimas;
3. vidutinės svertinės kapitalo kainos WACC apskaičiavimas.

Skaičiuojant AB „Vilniaus baldai“ NOPAT, pirmiausia apskaičiuojamas pelnas prieš palūkanas ir mokesčius EBIT (angl. earnings before interest and taxes):

(8)

Grynasis pelnas (nuostoliai) + palūkanų sąnaudos + pelno mokestis

Pagal internetiniuose tinklalapiuose pateiktas nagrinėjamų akcinių bendrovių finansines ataskaitas iš apskaičiuotos EBIT reikšmės buvo atimtas pelno mokestis, bei mokesčių efektas (angl. tax shield) palūkanų sąnaudoms (žr. priedus). Apskaičiuota NOPAT reikšmė pavaizduota 22 paveiksle.



22 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ veiklos pelno po mokesčių, bet prieš palūkanas (NOPAT) dinamika

Šaltinis: sudaryta remiantis finansinių ataskaitų duomenimis

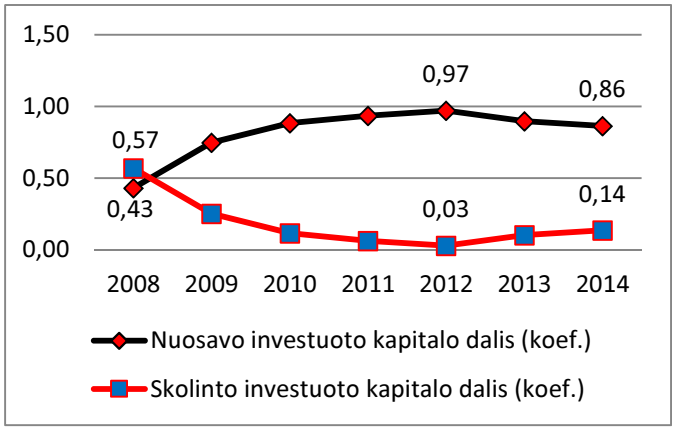
Pagal diagramoje pateiktus duomenis (žr. 22 pav.) matyti, kad nuo 2008 iki 2010 m. (imtinai) visų analizuojamų akcinių bendrovių NOPAT reikšmė didėjo ir 2010 m. AB „Freda“ veiklos pelnas po mokesčių, bet prieš palūkanas siekė net 32,22 mln. Lt. Pateiktoje lentelėje aiškiai išsiskiria 2 bendrovės – AB „Freda“ ir AB „Vilniaus baldai“. Šių įmonių NOPAT nagrinėjamu laikotarpiu buvo didžiausias. Autoriaus nuomone, reikėtų atkreipti dėmesį į 2013 m. rodiklius, kurie rodo, kad nagrinėjamų įmonių rezultatai artėja vienas prie kito. Tai didžiąja dalimi lėmė 2012 – 2013 m. vykęs baldų pramonės įmonių produkcijos atnaujinimas, gamybos technologijos tobulinimas ir naujų technologijų diegimas. To pareikalavo didėjantys koncerno IKEA užsakymai, tad visos minėtos įmonės suskubo didinti apyvartą. Iki 2013 m. tai paprasčiau sekėsi vykdyti didžiausioms baldų gamintojoms. Didžiausi NOPAT augimai pastebėti 2008 – 2009 m. ir 2009 – 2010 m. laikotarpiais, siekę atitinkamai 155 % ir 109 %. AB „Klaipėdos baldai“ ir AB „Klaipėdos mediena“ NOPAT visu nagrinėjamu laikotarpiu neviršijo 15 mln. Lt. Didžiausia reikšmė užfiksuota 2011 m. AB „Klaipėdos mediena“ - 14,42 mln. Lt. Iki 2012 m. NOPAT reikšmė nereikšmingai sumažėjo, o 2013 m. pastebimas staigus reikšmės kritimas. Didžiausia NOPAT reikšmė 2013 m. siekė tik kiek daugiau nei 18 mln. Lt, kas sudarė tik 53,2 % 2012 m. NOPAT.

Apskaičiavus bendrovių NOPAT reikšmes, buvo pereita prie investuoto arba „įdarbinto“ kapitalo skaičiavimo. Tradicinėse finansinėse ataskaitose pateikiama tik apskaitinio kapitalo reikšmė, todėl reikalingi šios reikšmės koregavimai taip suteikiant jam ekonominę prasmę. Atliekant investuoto kapitalo skaičiavimus buvo koreguojami akcinių bendrovių 2008 m. ir 2014 m. finansinių ataskaitų duomenys (žr. priedus).

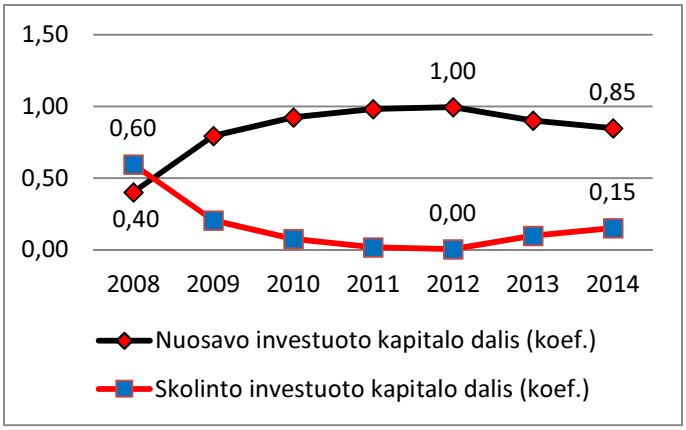
Nuosavas investuotas kapitalas buvo koreguojamas prie apskaitinio nuosavo kapitalo reikšmės pridedant ilgalaikius beprocenčius įsipareigojimus. Skolintas investuotas kapitalas buvo koreguojamas iš apskaitinių ilgalaikių ir trumpalaikių įsipareigojimų pašalinant trumpalaikius beprocenčius įsipareigojimus, kadangi tai nėra skolintas kapitalas, t.y. kaštai lygūs 0. Atliekant koregavimus iš visų įsipareigojimų buvo atimti tokie įsipareigojimai:

- *atidėtieji mokesčiai*, *prekybos skolos*, *gauti išankstiniai apmokėjimai*, *mokėtinas pelno mokestis*, *su darbo santykiais susiję įsipareigojimai*, bei *kitos mokėtinos sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai.*

Atlikus visus minėtus koregavimus buvo apskaičiuotas nuosavas ir skolintas investuotas kapitalas, kurio dinamika pateikta 23 ir 24 paveiksluose.



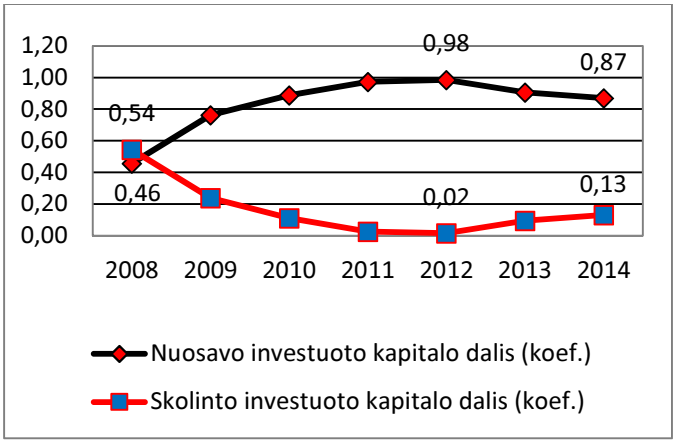
24 pav. AB „Freda“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika



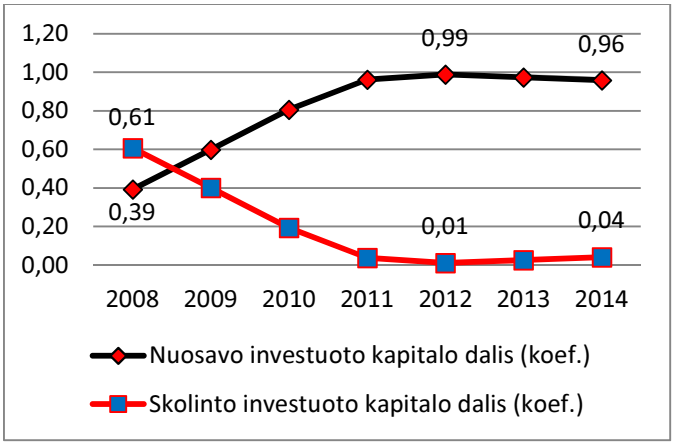
23 pav. AB Vilniaus baldai“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika

Šaltinis: sudaryta remiantis AB „Freda“ ir AB „Vilniaus baldai“ finansinių ataskaitų duomenimis

Pirmaisiais analizuojamo laikotarpio metais visos vertinamos akcinės bendrovės pelnui uždirbti naudojo santykinai daugiau skolinto kapitalo. 2008 m. visame „įdarbintame“ kapitale jis sudarė daugiau kaip 50 %, o didžiausia dalis buvo fiksuota AB „Klaipėdos mediena“ ir AB „Vilniaus baldai“, atitinkamai 61 ir 60 proc.. Iki pat 2012 m. ši dalis tolygiai mažėjo ir pagal atliktus finansinių ataskaitų koregavimus matyti, jog 2012 m. bendrovės savo veiklą finansavo vien nuosavu kapitalu (žr. 23, 24 pav.).



26 pav. AB „Klaipėdos baldai“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika



25 pav. AB „Klaipėdos mediena“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika

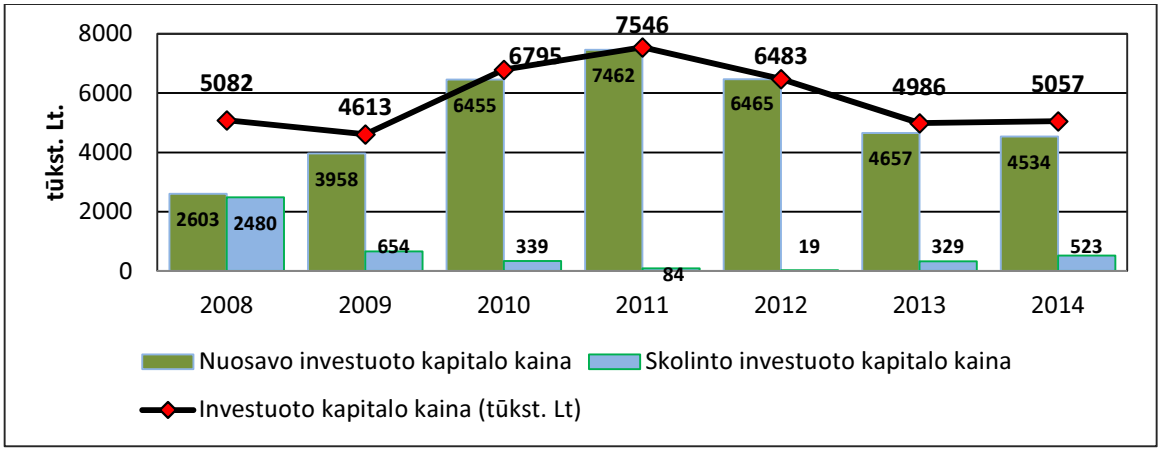
Šaltinis: sudaryta remiantis AB „Klaipėdos baldai“ ir AB „Klaipėdos mediena“ finansinių ataskaitų duomenimis

Nagrinėjant bendrovių santykinius rodiklius, buvo paminėta, kad 2013 m. dėl gausėjančių koncerno IKEA užsakymų, daugelis Lietuvos baldų gamintojų modernizavo gamybos procesus ir atnaujino produktų asortimentą. Iš paveikslų matyti, kad šiems pokyčiams įmonės vis dėl to buvo priverstos ieškoti išteklių kapitalo rinkose. 2013 m. nuosavo investuoto kapitalo dalis sumažėjo ir sudarė tik kiek daugiau nei 90 % viso investuoto kapitalo.

Tačiau vien nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika neatskleidžia ar pasirinktas veiklos finansavimo būdas yra ekonomiškiausias. Kokiais pinigais naudingiau finansuoti įmonės veiklą, galima spręsti įvertinus vidutinius nuosavo ir skolinto kapitalo kaštus – *WACC*. Pagal metodikoje aprašytas procentines nuosavo ir skolinto kapitalų kaštų reikšmes buvo apskaičiuotos pasirinktų akcinių bendrovių investuoto kapitalo kainos dinamika. Gautos reikšmės pavaizduotos 25 paveiksle.

Kaip jau buvo minėta, AB „Vilniaus baldai“ ir kitos vertinamos akcinės bendrovės iki 2009 m., savo veiklą finansavo santykinai didesne skolino kapitalo dalimi. Iš diagramos matyti, kad 2008 m. skolinto ir nuosavo kapitalo kaina buvo panaši – apie 2,5 mln. Lt.. Atitinkamai skirtumas siekė apie 120 tūkst. Lt.

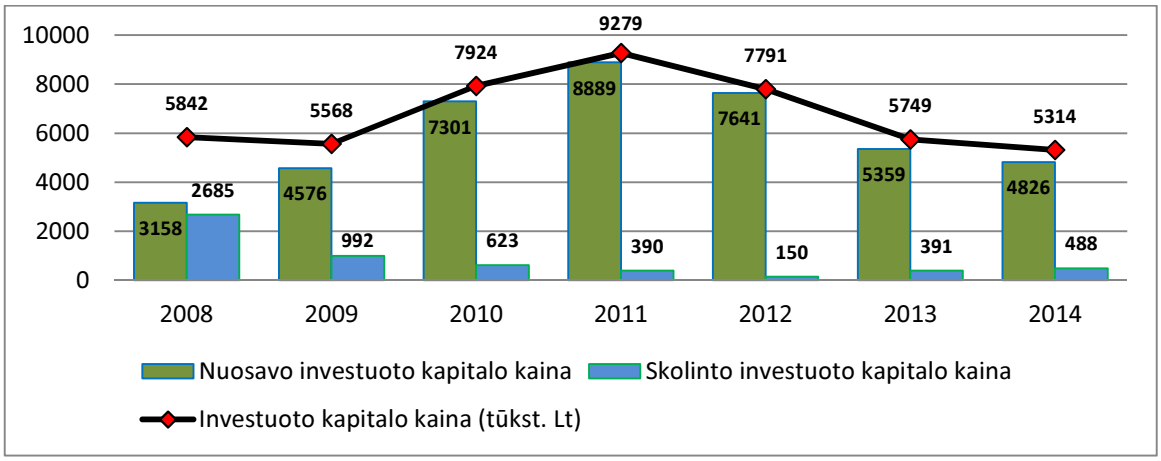
Iki 2009 m. nuosavo kapitalo kiekis padidėjo iki 80 % viso investuoto kapitalo (žr. 23 pav.), o jo kaina padidėjo iki 3,95 mln. Lt. Tačiau apskritai WACC 2008 – 2009 m. krito, o 2009 m. buvo mažiausia per visą nagrinėjamą laikotarpį – 4,6 mln. Lt. 2010 – 2012 m. laikotarpiu, AB „Vilniaus baldai“ investuoto skolinto kapitalo dalis nesudarė net 10 %, o 2012 m. ši dalis buvo artima 0. Dėl šios priežasties beveik visą investuoto kapitalo kainą sudarė nuosavo „įdarbinto“ kapitalo kaina.



27 pav. A B „Vilniaus baldai“ investuoto kapitalo kainos dinamika

Šaltinis: sudaryta pagal AB „Vilniaus baldai“ finansinių ataskaitų duomenis

Nuo 2011 iki 2013 m. investuoto kapitalo kaina ženkliai sumažėjo ir 2013 m. buvo artima 2009 m. reikšmei. Kapitalo kainos mažėjimą sąlygojo minėtu laikotarpiu mažėjančios ilgalaikių palūkanų normos (žr. 7 pav.) bei rekordiškai maža LR skolinimosi kaina, kuri pagal oficialius Lietuvos banko vertybinių popierių aukcionų duomenis 2011 m. siekė 5,45 %, 2012 m. 4,52 %, o 2013 m. sumažėjo net iki 3,89 % metinių palūkanų (pateiktas vidutinis ilgalaikių LR obligacijų (> 5 m.) pelningumas). 2014 m. AB „Vilniaus baldai“ investuoto kapitalo kaina siekė 5,05 mln. Lt, iš kurių 4,53 mln. nuosavo investuoto kapitalo kaina ir 0,52 mln. Lt – skolinto.

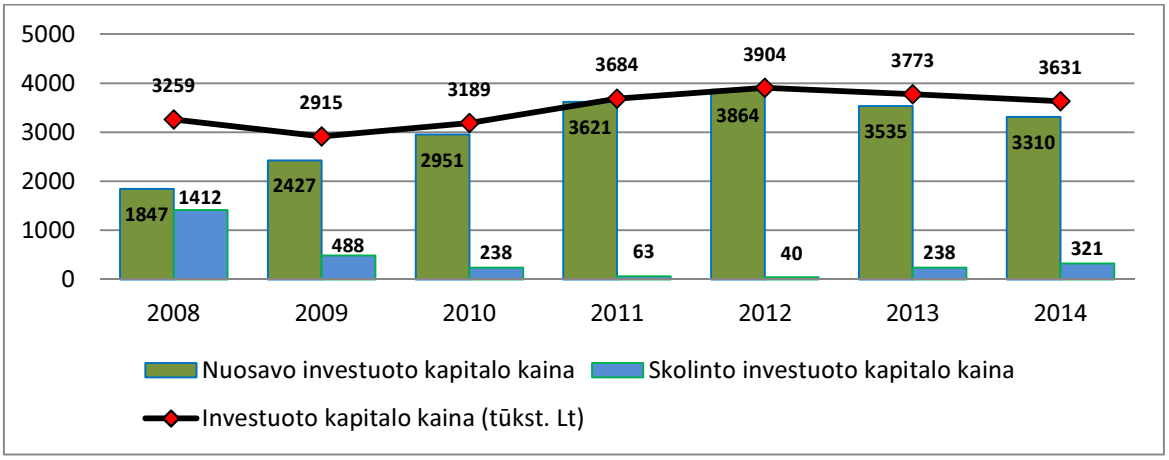


28 pav. AB „Freda“ investuoto kapitalo kainos dinamika

Šaltinis: sudaryta pagal AB „Freda“ finansinių ataskaitų duomenis

AB „Freda“ kaip ir prieš tai vertinta AB „Vilniaus baldai“ iki 2008 m. savo veiklą finansavo santykinai didesne skolinto kapitalo dalimi. Pirmais analizuojamais metais bendrovės investuoto kapitalo kaina siekė kiek daugiau nei 5,8 mln. Lt. O 2009 –siais ji sumažėjo iki 5,5 mln. Lt. Visu analizuojamu laikotarpiu pastebėta, kad nuosavo investuoto kapitalo kaina su sudarė didžiąją dalį visoje WACC, o 2011 ir 2012 m.

daugiau kaip 95%. Tai galima paaiškinti konservatyvia ir saugesne įmonės veiklos finansavimo politika po didžiosios ekonominės krizės. Sprogus paskolų ir nekilnojamo turto burbului įmonės labai atsakingai ėmė paskolas ir veikla noriau finansavo iš nuosavų lėšų. Įvertintus pasirinktas įmones galima daryti prielaidą, kad tokia atsargi veiklos finansavimo politika baldų pramonės įmonėse buvo vykdoma iki pat 2013 m. Paskutiniais analizuojamais metais pastebėta, kad AB "Freda" pradeda naudoti santykinai vis daugiau skolinot kapitalo. Autoriaus nuomone tai racioanalus žingsnis, nes 2014 m. palūkanų normos buvo rekordiškai žemos, o skolinto kapitalo kaina atpigo.

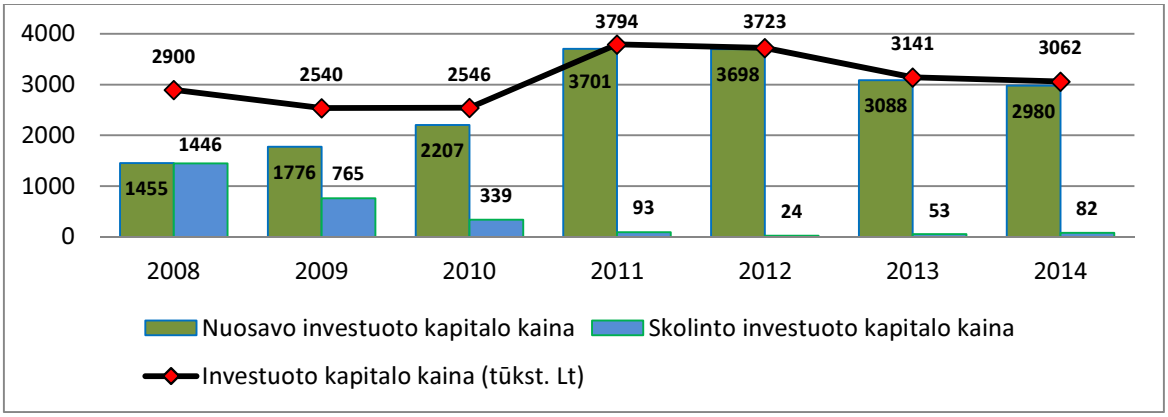


29 pav. AB „Klaipėdos baldai" investuoto kapitalo kainos dinamika

Šaltinis: sudaryta pagal AB „Klaipėdos baldai" finansinių ataskaitų duomenis

Prieš tai vertintų AB „Freda ir AB „Vilniaus baldai" WACC visu nagrinėjamu laikotarpiu buvo kiek didesnė nei 5 mln. Lt. Tuo tarpu AB „Klaipėdos baldai" investuoto kapitalo kaina visu nagrinėjamu laikotarpiu nebuvo didesnė kaip 4 mln. Lt, o 2009 m. buvo tik 2,9 mln. Lt. Analizuojant įmonės finansines ataskaitas buvo pastebėtos tos pačios tendencijos kaip ir prieš ta vertintose bendrovėse: iki 2008 m. įmonė naudojo santykinai daugiau skolinto kapitalo savo veiklai finansuoti, o jau 2009 m. skolinto investuoto kapitalo dalis bendroje investuoto kapitalo kainoje sumažėjo 66 % ir sudarė tik 16,4 %. Iki pat 2012 m. stebimas WACC didėjimas, kurios didžiąją dalį sudaro nuosavo investuoto kapitalo kaina.

Dėl praeitame skyrelyje išvardintų priežasčių baldų pramonės įmonės minėtu laikotarpiu veiklai finansuoti pasirinko atsargią ir konservatyvią politiką, kuomet daugiau kaip 90 % veiklos yra finansuojama nuosavu kapitalu. Skirtingai nei AB „Vilniaus baldai", paskutiniais analizuojamais metais AB „Klaipėdos baldai" investuoto kapitalo kaina sumažėjo 4 % ir buvo artima 2011 m. lygiui.



30 pav. AB „Klaipėdos mediena“ investuoto kapitalo kainos dinamika

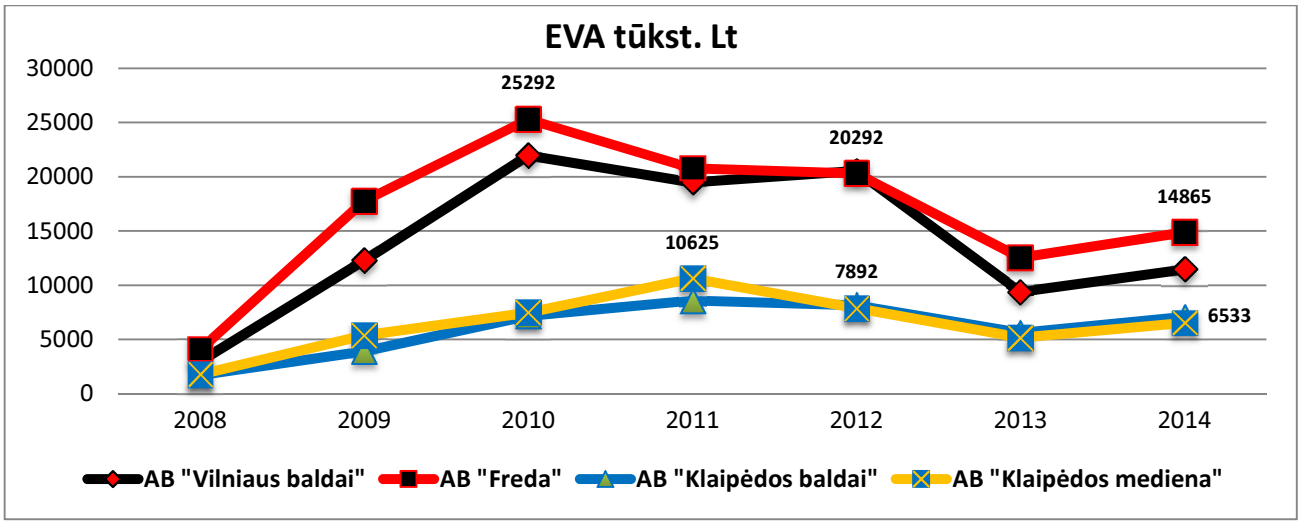
Šaltinis: sudaryta pagal AB „Klaipėdos mediena“ finansinių ataskaitų duomenis

Paskutinė vertinta įmonė – AB „Klaipėdos mediena“ priklauso įmonių grupės koncernui SBA, kurio nare taip pat yra ir prieš tai vertinta AB „Klaipėdos baldai“. Pertvarkius bendrovės finansines ataskaitas ir įvertinus WACC pastebėta, kad AB „Klaipėdos mediena“ 2008 – 2010 m. laikotarpiu nuosaikiai mažino skolinto investuoto kapitalo dalį, kas leido įmonei dar ir 2010 m. išlaikyti santykinai žemą investuoto kapitalo kainą – 2009 m. ir 2010 m. ji vyravo ties 2,5 mln. Lt riba, kai tuo tarpu ankstesnėse vertintose bendrovės 2010 m. WACC išaugo 40 % ir daugiau. Tačiau jau 2011 m. stebimas ryškus investuoto kapitalo kainos augimas +49 %. Tiesa, minėtais metais investuoto kapitalo kaina buvo didžiausia visu analizuojamu laikotarpiu ir vėlesniais metais tik mažėjo. Nuo 2011 m. didžiąją dalį – daugiau kaip 99 % WACC sudarė nuosavo kapitalo kaina.

Atlikus visus reikalingus koregavimus finansinėse ataskaitose ir apskaičiavus tarpinius rodiklius – NOPAT ir WACC, pagal 4 formulę buvo apskaičiuota 2008 – 2014 m. vertinamų akcinių bendrovių sukurta ekonominė pridėtinė vertė, kaip bendrovės pelno po mokesčių, bet prieš palūkanas ir investuoto kapitalo kainos skirtumas. Gauti duomenys pavaizduoti 30 paveiksle.

Pagal diagramoje pateiktus duomenis matyti, kad visu nagrinėjamu laikotarpiu vertinamų akcinių bendrovių EVA buvo teigiamas. Tai reiškia, kad bendrovės, įvertinus visus kapitalo kaštus, didino akcininkų vertę. Nuo 2008 iki 2010 m. pastebimas EVA reikšmės didėjimas. Minėtu laikotarpiu (imtinai) EVA reikšmė didžiausiose vertinamose bendrovėse AB „Freda“ ir AB „Vilniaus baldai“ išaugo daugiau nei 7 kartus ir 2010 m. siekė atitinkamai 25,29 mln. Lt ir 21,96 mln. Lt. Kaip teigiama AB „Vilniaus baldai“ bendrovės finansinių ataskaitų aiškinamajame rašte, prasidėjus sunkmečiui bendrovė mažino darbuotojų skaičių, o siekiant įvykdyti pagrindinio pirkėjo IKEA užsakymus, pagrindinis dėmesys ir investicijos buvo nukreiptos į gamybos ir darbuotojų efektyvumo didinimą. Tai leido sumažinti veiklos sąnaudas ir didinti produkcijos apimtis. Taip pat, santykinai maži finansiniai įsipareigojimai leido bendrovei išlikti finansiškai stabilioje pozicijoje, kas leido visus išteklius panaudoti gamybos apimčių didinimui. 2009 metais Lietuvos

gamyba smuko 14,8 % (žr. 7 pav.), nedarbo lygis pakilo iki 13,8 %, o iškeltų bankroto bylų skaičius pasiekė net 1844, iš kurių net 50 baldų gamybos sektoriuje.



31 pav. AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ sukuriamos pridėtinės vertės dinamika

Šaltinis: sudaryta pagal akcinių bendrovių finansinių ataskaitų duomenis

Vertinamų akcinių bendrovių stabili padėtis ir augantis pridėtinės vertės rodiklis, ypatingai ekonominio sunkmečio metu, rodo aukštą įmonių finansinio patrauklumo lygį. Tai atspindi 2010 m. 3,64 karto, lyginant su 2009 m. išaugusi bendrovės akcijos kaina. Paprasčiau tariant, jei 2009 m. būtume investavę 9000 Lt į AB „Vilniaus baldai“ akcijas, tai jau kitais metais būtume uždirbę 23800 Lt! AB „Freda“ ir AB „Vilniaus baldai“ sukuriama ekonominė pridėtinė vertė 2010 – 2012 m. laikotarpiu svyravo arti 20 mln. Lt ribos, o 2012 m. abiejų bendrovių EVA rodiklis buvo labai panašus – 20,29 mln. Lt. Iš finansinio patrauklumo aspekto, tai neigiamai veikė AB „Freda“ finansinį patrauklumą, kadangi bendrovė neišnaudojo turimo kapitalo ir pajėgumų kuriant pridėtinę vertę. Kaip jau minėta ankstesniuose skyreliuose, dėl 2013 m. įvykusių pertvarkymų, bendrovių EVA reikšmė sumažėjo kone dvigubai, lyginant su 2012 m., tačiau nepaisant didelių investicijų ir gamybos apimčių sumažėjimo išliko teigiama, kas jau yra didelis pasiekimas, nes kompanijos uždirbo daugiau pajamų, nei sunaudojo išteklių tam pelnui uždirbti.

Kiek mažesnės – AB „Klaipėdos baldai“ ir AB „Klaipėdos mediena“ analizuojamu laikotarpiu taip pat rodė puikius pridėtinės vertės rodiklius. Apskaičiavus EVA reikšmes jau pirmais nagrinėjamais metais pastebėtas įdomus reiškinys. Ekonominio nuosmukio metu iš visų vertinamų akcinių bendrovių nė viena įmonė nesukūrė pridėtinės vertės už daugiau kaip 5 mln. Lt. 2008 m. mažiausiai pridėtinės vertės sukūrė AB „Klaipėdos baldai“ – 1,72 mln. Lt, o daugiausiai AB „Freda“ – 4,08 mln. Lt. Įdomu tai, kad AB „Freda“ sukūrė tik 2,3 karto didesnę pridėtinę vertę negu AB „Klaipėdos baldai“, kai tuo tarpu gamybiniai pajėgumai

skiriasi daugiau kaip 4-5 kartus. Tai rodo, kad ekonominio nuosmukio metu, geriau verčiasi mažesnės bendrovės, kadangi joms lengviau kontroliuoti įmonėje vykstančius procesus, o persiorientavimas į pelningesnes rinkas gali vykti operatyviau. Tuo tarpu didelės bendrovės, tokios kaip AB „Freda“ ar AB „Vilniaus baldai“ nepasižymi dideliu lankstumu bei gebėjimu kardinaliai greitai pertvarkyti produkciją ar persiorientuoti į kitas rinkas. Tačiau didelės įmonės dažniausiai geba surinkti daugiau kapitalo ir teisingai jį investavus, vėlesniais metais pastebimas pridėtinės vertės atotrūkis siekiantis 4 ar net 5 kartus. Mažesnių bendrovių pridėtinės vertės dinamika daugiau ar mažiau yra tolygi (žr. 30 pav.).

Įvertinus pasirinktas įmones AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“, AB „Klaipėdos mediena“ „Vilniaus baldai“ ekonominės pridėtinės vertės EVA metodu, galima teigti, kad nagrinėjamu laikotarpiu nuo 2008 iki 2010 m. bendrovių sukuriama pridėtinė vertė didėjo. 2010 – 2012 m. EVA reikšmė svyravo 7,1 – 25,29 mln. Lt ribose. Tai rodo aukštą bendrovių finansinio patrauklumo lygį. 2013 m. dėl išaugusių investicijų į naujų produktų kūrimą ir gamybos efektyvumo didinimą, EVA reikšmė sumažėjo, tačiau išliko teigiama ir siekė 5 mln. Lt. Minėtų investicijų įtaka tūrėtų atsispindi 2014 m. EVA reikšmėje, kuri yra didesnė nei 2013 m. ir duoda impulsą naujai EVA augimo tendencijai baldų pramonės įmonėse.

IŠVADOS

1. Finansinis įmonės patrauklumas suprantamas, kaip *objektyvių faktorių, savybių ir galimybių visuma, dėl kurių įmonė gali sudaryti paklausą subjektui, kurio tikslas – maksimali nauda iš įmonės vertės padidėjimo, ekonominio efekto (akcijų pajamingumo) ar veiklos tęstinumas, esant minimaliai rizikai.* Laiku ir teisingai įvertintas įmonės finansinis patrauklumas gali ne tik išgelbėti akcininkus ir investuotojus nuo netikėtų praradimų, bet ir atnešti ekonominės naudos.

2. „*Iš viršaus žemyn*“ yra pats išsamiausias fundamentinės analizės metodas. Jis pradedamas bendra šalies makroekonomine analize, po kurios seka pramonės šakos ir pačios įmonės analizė. Makroekonominei šalies aplinkai vertinti pasitelkiamas *PEST* metodas. Pramonės šakos analizėje, vertinami bendri, šakoje veikiančių ūkio subjektų veiklos rezultatai, produkcijos apimtys ir bendros vystymosi tendencijos. Vidinių veiksnių analizei naudojama konkrečios įmonės finansinė ir veiklos analizės. Tradicinis įmonės santykinių finansinių rodiklių skaičiavimas nesuteikia visos reikalingos informacijos, o rodiklių vertinimas ir jų interpretavimas dažnai susijęs su įvairiais subjektyviais veiksniais. Pastaruoju metu, populiarėja kompleksinės įmonių veiklos vertinimo sistemos, padedančios objektyviau nustatyti įmonės finansinę būklę.

3. EVA metodas yra pranašesnis už daugelį apskaitinių rodiklių, nes įvertina kapitalo kainą. Finansinį EVA modelį patartina naudoti kai ieškoma naujų rinkų, įsigyjamas ilgalaikis turtas ar priimami kiti valdymo sprendimai. DFC analizė yra vienas iš įrankių vertinant prognozuojamus pinigų srautus, tačiau dėl skaičiavimo sudėtingumo, patogiau yra naudoti EVA, tiesiog diskontuojant tikėtinus EVA pinigų srautus. Burkšaitienė ir Juozapavičienė atlikusios tyrimą patvirtino, kad diskontuotas kelių periodų EVA yra lygus diskontuotiems, tų pačių periodų pinigų srautams.

4. 2006 – 2007 m. laikotarpiu gerėjo visi nagrinėjami Lietuvos makroekonominiai rodikliai: BVP augimas išsilaikė virš 7 procentų ribos, valstybės biudžeto deficitas svyravo 0,4 – 1,0 % ribose, nedarbas sparčiai mažėjo, o 2006 – 2008 m. Lietuvos skola susitraukė 2,4 % ir 2008 m. siekė mažiausią lygį per analizuojamą laikotarpį – 15,5 % BVP. Geri ekonominiai rodikliai bylojo apie aukštą šalies investicinio patrauklumo lygį. Tai atspindi iki 2007 m. sparčiai didėjančios sukauptosios TUI, kurios 2008 m. pradžioje siekė daugiau nei 35 mlrd. 2009 m. Lietuvos ekonomiką ištiko ekonominė krizė. BVP kritimas buvo vienas iš didžiausių visoje Europos Sąjungoje. Nuo 2011 m. pradžios, sparčiai išaugo eksportas, didėjo gamybos apimtys (BVP), mažėjo nedarbo lygis. Staigus ekonomikos atsigavimas grąžino investuotojų pasitikėjimą šalimi ir sukauptos TUI vėl pradėjo augti.

5. Lietuvos politinės – teisinės aplinkos analizė parodė, kad 2009 m., didžiausios kliūtys plėtojant verslą buvo mokesčių tarifai, šešėlinė ekonomika, finansavimo prieinamumas bei politinis stabilumas, kurių

įtaka verslui bendrai sudarė 69,7 %. 2013 m. pastebėtas šešėlinės ekonomikos įtakos legaliam verslui padidėjimas, sumažėjusi politinio nestabilumo įtaka bei muitų ir prekybos reguliavimo politikos įtakos padidėjimas. 2013 m. iki 1000 Lt padidinta MMA sulaukė pasipiktinimų iš verslininkų pusės, tačiau tai neleido išbalansuoti Lietuvos politinės-teisinės aplinkos. Stabilus ekonomikos augimas bei mažėjanti valstybės skola nesudaro preteksto didinti esamus tiesioginių mokesčių tarifus, todėl tikėtina, kad pastarieji išliks nepakitę.

6. Socialinės aplinkos analizės metu pastebėtas aukštas vartotojų pesimizmo lygis. Vartotojų pasitenkinimo indeksas tik 2006 ir 2007 m. buvo teigiamas. 2008 m. rodiklio reikšmė krito iki -21, o 2009 m. net iki -47,9. Maža rodiklio reikšmė, reiškia kad vartotojai nelinkę išlaidauti, kas sąlygoja mažesnius pardavimus ir mažesnį kompanijų pelną. Nuo 2010 m. iki dabar stebima rodiklio didėjimo tendencija. Gyventojų amžiaus pasiskirstymas, atskleidė gyventojų senėjimo problemą. Vertinant įmonės finansinį patrauklumą, galima daryti prielaidą, kad daugėja vartotojų su mažesnėmis pajamomis. Mažesnės pajamos lemia mažesnį vartojimą, kas savo ruožtu, gali lemti mažesnes įmonės pajamas.

7. Vertinant šalies ūkio raidos perspektyvas, situacija išlieka nestabili. Teigiami pokyčiai šalies ekonomikoje gali sulėtėti dėl nenumatytų aplinkybių vidaus ar išorės rinkose, o tai turėtų įtakos ir įmonių veiklos rezultatams. Kadangi vidaus vartojimas ir apimtys yra veikiamos rinkos dalyvių lūkesčių, artimiausioje ateityje svarbiais veiksniais išliks viešoji nuomonė, situacija tarptautinėse rinkose, politiniai sprendimai, Europos Sąjungos valstybių ir kaimyninių šalių ekonominė būklė bei kiti veiksniai.

8. Baldų sektorius yra vienas iš pagrindinių apdirbamosios pramonės variklių. Nuo 2006 m. baldų sektoriaus pagaminamos produkcijos dalis, apdirbamosios pramonės kontekste, išaugo 1,58 karto. Nepaisant 2009 m. nuosmukio, baldų sektorius išlaikė aukštus augimo tempus, o sektoriui priklausančių įmonių grynojo pelno metinis augimas siekė daugiau nei po 20 %. Didžiulę reikšmę šio sektoriaus veiklai turi IKEA, kuri neoficialiais skaičiavimais superka nuo 90 iki 98% lietuviškų baldų eksporto ir iki 2020 m. planuoja išsiplėsti dvigubai, dėl ko galima aštresnė konkurencija su Baltarusijos baldų gamintojais dėl IKEA užsakymų. Tokiu atveju šio sektoriaus eksporto plėtra būtų apribota.

9. 2008 – 2014 m. laikotarpiu visi santykiniai analizuojamų bendrovių rodikliai rodė komplikuotą įmonių būklę. Žemi pelningumo rodikliai atspindėjo vangų bendrovių veiklos rezultatyvumą, o aukšti įsiskolinimo rodikliai bylojo apie išaugusį piniginių išteklių poreikį. 2009 m. analizuojamų įmonių padėtis buvo kur kas geresnė nei daugelio kitų Lietuvos įmonių. Tačiau investuotojų reakcija buvo atsargi, o rinkos rodikliai sparčiai išaugo tik 2010 m. AB „Vilniaus baldai“ akcijos kaina pakilo beveik 4 kartus, lyginant su 2009 m. Tai rodė aukštą įmonės finansinio patrauklumo lygį. 2009 – 2012 m. visi santykinai rodikliai rodė gerėjančią įmonių finansinę padėtį. 2013 m. dėl persiorientavimo į naujus produktus, bei gamybos proceso tobulinimo, nagrinėjami santykiniai rodikliai nežymiai sumažėjo, tačiau išliko aukštame lygyje.

10. Retrospektyvinė EVA analizė parodė, kad nuo 2008 iki 2010 m. akcinių bendrovių vertė didėjo. 2010 – 2012 m. EVA reikšmė svyravo 7,1 – 25,29 mln. Lt ribose. Tai rodo aukštą bendrovių finansinio patrauklumo lygį. 2013 m. dėl išaugusių investicijų į naujų produktų kūrimą ir gamybos efektyvumo didinimą, EVA reikšmė sumažėjo, tačiau išliko teigiama. 2014 m. EVA rodiklis jau atspindi 2013 m. investicijų rezultatus, bendrovių vertė vėl pradeda augti.

11. Pagrindinis faktorius veikiantis Lietuvos baldų pramonės įmonių veiklos rezultatus yra Skandinavijos koncernas IKEA, kuris superka nuo 90 iki 98 % Lietuvoje pagaminamos produkcijos. Dėl šios priežasties, IKEA, kuri šiuo metu veikia 38 šalyse, iš kurių apie 290 parduotuvių 26 – iose šalyse priklauso IKEA Group, vertinama kaip esminis faktorius lėmęs spartų analizuojamų įmonių finansinio patrauklumo augimą. Autoriaus nuomone, artimiausiu laikotarpiu Lietuvos baldų pramonės įmonių finansinio patrauklumo lygis ir toliau išlieka neatsiejamas nuo IKEA veiklos efektyvumo ir strateginių veiklos planų. IKEA taip pat įvardijamas kaip didžiausias rizikos faktorius.

LITERATŪRA

1. AB „Vilniaus baldai“ finansinių ataskaitų rinkinys 2014. Vilniaus baldai internetinis tinklalapis. [interaktyvus], prieiga per internetą: http://www.vilniausbaldai.lt/wp-content/uploads/2015/03/AB-Vilniaus-baldai-audituotos-konsoliduotos-ir-bendrov--s-2014-met---finansin--s-ataskaitos.pdf [žiūrėta 2015 11 20].
2. Aleknavičienė V. Įmonės finansų valdymas: vadovėlis, - Kaunas: „Spalvų kraitė“, 2011. – 430 p. – ISBN 978-9955-921-04-2
3. An interview with Joel Stern, Stern, Stewart, and Co. Corporate governance, EVA and shareholder value // Journal of Applied Corporate Finance.– 2004, Vol. 16 (2-3), – p. 91-99. – ISSN 1078-1196 URL: http://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=13&sid=d1bd0ebd-470c-4d19-87d3-2677b56a2b32%40sessionmgr112&hid=110&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=bth&AN=14845375 [žiūrėta 2015 11 20].
4. Baldų gamybos sektoriaus įmonių eksporto plėtros galimybių studija NVS šalims. Lietuvos verslo konfederacija. Rengėjas: „Advanced Advice“. 2014 m. [interaktyvus], prieiga per internetą: http://www.lvk.lt/uploads/File/Asistentas1GS/06Baldai_NVS.pdf [žiūrėta 2016 03 02]
5. Baldų gamybos sektoriaus įmonių eksporto plėtros galimybių studija Skandinavijos šalims. Lietuvos verslo konfederacija. Rengėjas: „Advanced Advice“. 2014 m. [interaktyvus], prieiga per internetą: http://www.lvk.lt/uploads/File/Asistentas1GS/07Baldai_Skandinavija.pdf [žiūrėta 2016 03 01]
6. Bendrosios investicijos į materialųjį turtą. Oficialiosios statistikos portalas. Požymiai: administracinė teritorija, metai, ekonominė veiklos rūšis (EVRK 1.1 red., 2 ženklų lygiu). [interaktyvus], prieiga per internetą: http://osp.stat.gov.lt/statistiniu-rodikliu-analize?id=4501&status=A [žiūrėta 2016 02 15]
7. Boguslauskas V., Jagelavičius G. Įmonės veiklos finansinis vertinimas: monografija, – Kaunas: Technologija, 2002. – 149 p. – ISBN 9955-09-074-X.
8. Brazauskas M. Daugiakriterinių sprendimų priėmimo metodo taikymas formuojant vertės investicinį portfelį // Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos, – 2013, Nr. 1 (33), – p. 72-81. – ISSN 1648-9098.
9. Burda M., Wyplosz C. Macroeconomics a European text / 6th ed. – UK, Oxford university press, 2013. – p. 5. – ISBN 978-0-19-960-864-5.
10. Burkšaitienė D. Measurement of value creation: economic value added and net present value // Ekonomika ir vadyba: straipsnis, Kaunas, 2009, Nr. 14, – p. 709-714. – ISSN 1822-6515.
11. Burkšaitienė D., Juozapavičienė A. Įmonės vertės kūrimą ir jos valdymą atspindintys vertės matai // Ekonomika ir vadyba: straipsnis, – Kaunas, 2008, Nr. 12 (2), – p. 110 – 121. – ISSN 1822-6515.
12. Chmieliauskaitė M. Ekonominės pridėtinės vertės modelis ir jo nauda SVV / M.Chmieliauskaitė. - Santr. angl. - Bibliogr.: 7 pavad // Smulkaus ir vidutinio verslo plėtros perspektyvos integracijos į Europos Sąjungą kontekste. – 2006. – p. 21-23 http://www.elibrary.lt/resursai/Mokslai/Kolegijos/Kolpingo_kolegija/konferencija2006/04.pdf [žiūrėta 2015 11 25].
13. Chong J., Phillips G. M. Mlasuring risk for cost of capital: the downside beta approach // Source: Journal of Corporate Treasury Managemen, – 2012, Vol. 4 (4), – p. 344–352. – ISSN 1753-2574 URL:

http://www.macrorisk.com/wp-content/uploads/2012/03/Chong-Phillips-JCTM-2012-Measuring-risk-for-cost-of-capital.pdf [žiūrėta 2015 11 14].

14. Cibulskienė D., Padgureckienė A. Prekybinės įmonės kapitalo struktūros, pagrįstos EVA maksimizavimu, formavimo sprendimai // Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos, - 2011. 2 (22), – p. 80–92. – ISSN 1648-9098.
15. Černius G. Įmonės finansų valdymo pagrindai: vadovėlis, - Vilnius: Mykolo Romerio universiteto leidykla, 2014. - 347 p. – ISBN 978-9955-19-640-2
16. Economy and finansce: National accounts, government statistics, interest rates http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database [žiūrėta 2016 02 26]
17. Endovickij D. A. Анализ инвестиционной привлекательности компании-цели M&A [interaktyvus], prieiga per internetą: http://www.cfin.ru/investor/m_and_a/motive.shtml#. [žiūrėta 2015 11 12].
18. Fernández P. Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories // Source: Managerial Finance, – conceptual paper, 2007, Vol. 33 (11), – p. 853–876. – ISSN: 0307-4358 URL: http://www.emeraldinsight.com/doi/full/10.1108/03074350710823827 [žiūrėta 2015 11 16].
19. Fisher J. D., Martin R. S. Income property valuation/3th ed. – Chicago: Dearborn, 2008. – 48-56 p. – ISBN 9781419596230.
20. French N. The discounted cash flow model for property valuations: quarterly cash flows // Source: Journal of property investment & finance, – conceptual paper. – 2013 Vol. 31 (2), – p. 208–212. – ISSN: 1463-578X URL: http://dx.doi.org/10.1108/14635781311302618 [žiūrėta 2015 11 16].
21. Garalienė R., Belazarienė G. Regiono investicinio klimato formavimas // Regionų plėtra – 2001 : tarptautinės mokslinės konferencijos pranešimų medžiaga, – Kaunas: Technologija, 2001. – p. 127-130. URL: http://www.lrti.lt/veikla/gar_region.doc [žiūrėta 2015 12 02].
22. Griciūtė R., ir kt. Vertybinių popierių portfelių formavimas fundamentaliosios analizės pagrindu // Jaunųjų mokslininkų darbai, – straipsnis. – 2007, Nr. 3 (14), p. 141-150. – URL: http://etalpykla.lituanistikadb.lt/fedora/objects/LT-LDB-0001:J.04~2007~1367184078766/datastreams/DS.002.0.01.ARTIC/content [žiūrėta 2015 11 20].
23. Grimm R. C. Fundamental analysis as a traditional austrian approach to common stock selection // Source: The Quarterly Journal of Austrian Economics, 2012, Vol.15 (2), p. 221-236. – ISSN 1098-3708 – URL: http://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=4&sid=b6044b65-cfed-48a1-bb8968cbf28df955%40sessionmgr111&hid=105&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=bth&AN=78303503 [žiūrėta 2015 11 16].
24. Hada T., Mărginean R. Diagnosis of financial position by balance sheet analysis – case study// Source: Annals of the University of Oradea, Economic Science Series, 2013,. Iss. 2, p. 530-539. – ISSN 1582-5450 – URL: http://web.b.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=19&sid=3ab06f6181c8438c-ae14-4baf95381298%40sessionmgr113&hid=115 [žiūrėta 2015 11 16].
25. Hewlett R. A practitioner's guide to estimating weighted average cost of capital and determining capital structure // Journal of Corporate Treasury Management, – 2008, Vol. 1 (3), p. – 229–237. – ISSN 1753-2574 URL: http://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=19&sid=d1bd0ebd-470c-4d19-

87d32677b56a2b32%40sessionmgr112&hid=110&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=bth&AN=31724247 [žiūrėta 2015 11 04].

26. Įmonių finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika // Vilnius, 2010, – p.96. – ISBN 978-609-95195-0-0.
27. James A. Abate et. al. The EVA style of investing // Source: Journal of Portfolio Management – article / Boston. – 2004, Vol. 30 (4), p. 61-72. – ISSN 0095-4918 URL: http://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=6&sid=b6044b65-cfed-48a1-bb89-68cbf28df955%40sessionmgr111&hid=105&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=bth&AN=14072093[žiūrėta 2015 11 04].
28. Juozaitienė L. Įmonės finansai: analizė ir valdymas: vadovėlis, - Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, 2007. – 415 p. – ISBN 978-9986-38-792-3.
29. Kancerevyčius G. Finansai ir investicijos: vadovėlis. – Kaunas: Smaltijos leidykla, 2004. – 880 p. – ISBN 978-89955-707-64-6
30. Kardelis K. Mokslinių tyrimų metodologija ir metodai/ 4-asis leidimas. – Šiauliai: Lucilijus, 2007. – 398 p. – ISBN 9955-655-35-6.
31. Leigh T. Industrial lifecycle investing and income maximizer strategies // Source: Asset Management, – presentation, 2014, (2), – 45 p. URL: https://www.google.lt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CB8QFjAA&url=https%3A%2F%2Fwww.creditsuisse.com%2Fmedia%2Fam%2Fdocs%2Fassetmanagement%2Fevents%2F2014%2Ffits2014program%2F46leighrimaequities.pdf&ei=OFqHVLukK5XvavmNgbgD&usg=AFQjCNH24xifwUzAGsJFGgdgKxx3qQag&sig2=9eayO0k6RPcJKLduBqajg&bvm=bv.81449611,d.ZWU [žiūrėta 2015 11 20].
32. Lietuviškos kilmės prekių eksportas. Požymiai: administracinė teritorija, metai, ekonominė veiklos rūšis (EVRK 1.1 red., 2 ženklų lygiu). Oficialiosios statistikos portalas. [interaktyvus], prieiga per internetą: http://osp.stat.gov.lt/statistiniu-rodikliu-analize?id=2122&status=A [žiūrėta 2016 01 25].
33. Lietuvos medienos asociacija. Įmonių pardavimo rodikliai. http://www.lietuvosmediena.lt/rodikliai2013.pdf [žiūrėta 2016 01 25].
34. Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2014 m. [interaktyvus], prieiga per internetą: https://finmin.lrv.lt/uploads/finmin/documents/files/2014.pdf [žiūrėta 2016 03 14]
35. Mackevičius J. Finansinių santykinių rodiklių skaičiavimas ir grupavimas // Ekonomika: straipsnis, – Kaunas, 2006, Nr. 12 (75), – p. 20-33. – ISSN 1392–1258.
36. Mackevičius J. Įmonių veiklos analizė (informacijos rinkimas, sisteminimas ir vertinimas): monografija / 2-asis patais. ir papild. leid. – Vilnius: TEV leidykla, 2007. – 510 p. – ISBN 978-9955-680-73-4.
37. Maksimovic V., Phillips G. The industry life cycle, acquisitions and investment: does firm organization matter? // Source: Journal of Finance, - working paper. – Cambridge, 2008, Vol. 63 (2), – p. 673-708. – ISSN 0022-1082 URL: http://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=15&sid=d1bd0ebd-470c-4d19-87d32677b56a2b32%40sessionmgr112&hid=110&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=bth&AN=32039056 [žiūrėta 2015 12 22].

38. Mărginean R., Hada T. Diagnosis of financial position by balance sheet analysis // Source: Annals of the University of Oradea, Economic Science Series, - case study. – 2013, Vol. 22 (2), – p. 530-539. – ISSN 1582-5450 URL: http://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=11&sid=d1bd0ebd-470c-4d19-87d32677b56a2b32%40sessionmgr112&hid=110&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=bth&AN=95035233 [žiūrėta 2015 12 20].
39. McClatchey C., Clinebell J. Using EVA as a decision metric in capital budgeting // Journal of Applied Business Research, – conceptual paper. – 2004, Vol. 20 (4), – p.73-93. – ISSN 0421-1287.
40. Metiniai verslo struktūros rodikliai. Požymiai: administracinė teritorija, metai ekonominė veiklos rūšis (EVRK 1.1 red., 2 ženklų lygiu) http://osp.stat.gov.lt/statistiniu-rodikliu-analize?id=4541&status=N, [žiūrėta 2016 02 25]
41. Misiūnas A., Gudeliauskaitė D. Baltijos šalių investicinio klimato charakteristikos // Lietuvos statistikos darbai, – 2013, t. 52, Nr. 1, – p. 94–101. URL: http://www.statisticsjournal.lt/index.php/statisticsjournal/article/viewFile/110/pdf [žiūrėta 2016 02 22].
42. Mokslo tiriamoji veikla 2014 m. Informacinis pranešimas. Lietuvos statistikos departamentas. [interaktyvus], prieiga per internetą: https://osp.stat.gov.lt/documents/10180/1465315/MTEP_151009.pdf [žiūrėta 2016 03 05].
43. Morard B., Balu F. O. Developing a practical model for calculating the economic value added // Source: Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research/United States, 2009, Vol. 43 (3), p. 1-16. – ISSN 0424-267X – URL: http://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=13&sid=be6f51bb7a4f46a58dba482b52faf247%40sessionmgr113&hid=124&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=bth&AN=43803297 [žiūrėta 2016 03 05].
44. Norvaišienė R. Įmonės investicijų valdymas: monografija, - Kaunas: Technologija, 2006. – 206 p. – ISBN 9955-551-93-3-2.
45. Pasaulio banko organizuojama verslo apklausa. http://www.enterprisesurveys.org/CustomQuery/lithuania#hReprtpreview [žiūrėta 2016 03 01].
46. Petravičius T. Projekto veiklos efektyvumo matavimas vertės metodais // Verslas: Teorija ir praktika. – Vilnius, 2008, Nr. 9(4), – p. 295–305. – ISSN 1822-4202.
47. Pramonės produkcija. Požymiai: administracinė teritorija, metai, ekonominė veiklos rūšis (EVRK 1.1 red., 2 ženklų lygiu) http://osp.stat.gov.lt/statistiniu-rodikliu-analize?id=3442&status=A, [žiūrėta 2015 11 25]
48. Razmaitė I. „Baldininkai tapo lietuviškos kilmės prekių eksporto garvežiu.“ Straipsnis Verslo žinių internetiniame portale. [interaktyvus], prieiga per internetą: http://vz.lt/archive/article/2014/9/4/baldininkai-tapo-lietuviskos-kilmes-prekiu-eksporto-garveziu
49. SBA koncerno įmonės / baldų gamyba. SBA koncerno internetinis tinklalapis. [interaktyvus], prieiga per internetą: http://www.sba.lt/#/baldai/ [žiūrėta 2015 11 20].
50. Stern Stewart & Co. Research. Eva & Strategy [interaktyvus], prieiga per internetą: www.sternstewart.com.br/publicacoes/pdfs/EVA_and_strategy.pdf [žiūrėta 2016 02 22]

51. Straipsnis: Lietuvos užsienio prekyba mediena ir medienos gaminiais 2014 m. Baltijos agroverslo institutas internetinė svetainė; [interaktyvus], prieiga per internetą: http://www.bavi.lt/lietuvos-uzsienio-prekyba-mediena-ir-medienos-gaminiais-2014-m/ [žiūrėta 2016 03 12]
52. Stubelj I., et. al. Estimating WACC for regulated industries on developing financial markets and in times of market uncertainty //Source: International research journal, – article, 2014, Vol. 12 (1), – p. 55-77. – ISSN 1581-6311 URL: http://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=9&sid=d1bd0ebd-470c4d1987d32677b56a2b32%40sessionmgr112&hid=110&bdata=JnNpdGU9ZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=a9h&AN=98513325 [žiūrėta 2016 02 16].
53. Šakienė H., Puleikienė K. Finansinių santykinių rodiklių taikymas lr akcinių bendrovių finansinės – ūkinės veiklos analizėje // Vadyba: Journal of management, – Klaipėda, 2009, Vol. 14 (2), – p. 33-41. – ISSN 1648-7974.
54. Valentinavičius S. Investicijų valdymas (teoriniai ir praktiniai aspektai): monografija, - Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 2010. – 303 p. – ISBN 978-9955-33578-8.
55. Vartotojų pasitenkinimo indeksas.http://www.tradingeconomics.com/lithuania/consumer-confidence [žiūrėta 2015 12 13].
56. Waters D., Rinsler P. Global logistics new directions in supply chain management / 6th ed. – UK, by Kogan Page Limited, 2010. – p. 141. ISBN 978-0-7494-7134-7 URL: https://books.google.lt/books?id=xqdbBAAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=lt#v=onepage&q&f=false [žiūrėta 2016 01 25].
57. Zaiceva N. Как оценить инвестиционную привлекательность? [interaktyvus], prieiga per internetą: www.cfin.ru/finanalysis/invest/investment_appeal.shtml. [žiūrėta 2016 02 12].
58. Zykienė I., Snieška V. Fizinės infrastruktūros įtaka regioniniam patrauklumui // Ekonomika ir vadyba. – Kaunas, 2011, Nr. 16, – p. 465-471. – ISSN 1822-6515.
59. Žaptorius J., Garbanovas G. Finansavimo politikos įtaka nustatant įmonės vertę // Straipsnis leidinyje: Tiltai, – 2006, Nr. 2(35), – p. 1-18. – ISSN 1392-3137 URL: http://vddb.library.lt/obj/LT-eLABa-0001:J.04~2006~ISSN_1392-3137.N_2_35.PG_1-18 [žiūrėta 2015 11 20].
60. Žilinskij G., Rutkauskas A. V. Akcijų investiciniu patrauklumu paremtas investicinio portfelio sudarymo modelis // Verslas: Teorija ir praktika. – Vilnius, 2012, Nr. 13(3), – p. 242–252. – ISSN 1822-4202.

Višinskas G. Baldų pramonės įmonių finansinio patrauklumo vertinimas / Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovas Doc. Dr. L. Giriūnas. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, Finansų ir mokesčių katedra 2016. – 87 p.

ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe išanalizuota ir įvertinta išorinių ir vidinių veiksnių įtaka didžiausioms pagal sukuriamą apyvartą baldų pramonės įmonių finansiniam patrauklumui, iškelta įmonės finansinio patrauklumo vertinimo problema, naudojant vien tik santykinių rodiklių analizę, kuri neatspindi tikrosios įmonės vertės, generuojamo pinigų srauto ir ekonomiškai pagrįsto veiklos tęstinumo bei pasiūlyta kompleksinė išorinių ir vidinių veiksnių vertinimo metodika. Pirmoje darbo dalyje teoriniu požiūriu tiriamas įmonės finansinio patrauklumo vertinimo turinys, apibrėžiama finansinio patrauklumo samprata ir jos svarba priimant investicinius sprendimus. Antroje dalyje nagrinėjama fundamentaliosios analizės samprata, analizės tikslai, apžvelgiamos bei vertinamos išorinių ir vidinių įmonės veiksnių analizės metodikos, jų praktinis pritaikomumas ir informatyvumas, atsakoma į klausimą, kodėl finansinio patrauklumo vertinimui atlikti reikalinga daugelio rodiklių, tame tarpe išorinių ir vidinių, kompleksinė analizė, pasitelkiant išsamiausius tyrimo metodus. Trečioje dalyje pateikiama keturių didžiausių pagal apyvartą Lietuvos baldų pramonės įmonių finansinio patrauklumo vertinimo metodika, išskaidyta į tris dalis: Lietuvos makroaplinkos analizę PEST metodu, baldų gamybos sektoriaus apdirbamosios pramonės kontekste analizę bei AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“ ir AB „Klaipėdos mediena“ finansinio patrauklumo vertinimą EVA metodu bei santykinių rodiklių analize. Ketvirtoje dalyje nagrinėjama Lietuvos ekonominė, politinė-teisinė, technologinė bei socialinė aplinka, baldų gamybos sektoriuje veikiančių įmonių veiklos rezultatai bei eksporto apimtys pagal pagrindines eksporto šalis-partneres apdirbamosios pramonės kontekste ir minėtų bendrovių finansinis patrauklumas, ekonominės pridėtinės vertės EVA ir santykinių rodiklių analizės metodais.

Pagrindiniai žodžiai: finansinio patrauklumo vertinimas, finansinė analizė, investicinis patrauklumas, EVA, fundamentalioji analizė.

Višinskas G. Assessment of furniture industry financial attractiveness / Financial management Master thesis. Supervisor Doc. Dr. L. Giriūnas – Vilnius: Mykolas Romeris University, Faculty of economics and financial management, Finance and tax department 2016. – 87 p.

ANOTATION

The master thesis analyzes and assesses the external and internal factors that have influence on furniture industry financial attractiveness while also raising a problem about the companies in this industry financial attractiveness assessment. The company real value, the cash flow it generates and economically proven business continuity, are not proven while using the comparative analysis of the relative indicators, thus the thesis suggests a complex internal and external factors assessment methodology. The first part of thesis covers assessment of a company's financial attractiveness theoretically defining the concept of financial attractiveness and its importance while taking on investment decisions. The second part examines the concept of fundamental analysis, its goals also providing an overview and assessment of external and internal company factors analysis methodology their informativeness and practical applicability. A question is answered why financial attractiveness assessment needs analysis of many indicators which includes the following: a complex external and internal analysis through comprehensive study methods. The assessment methodology of furniture industry financial attractiveness is decomposed into three parts: Lithuanian macro environment analysis while using the PEST method, furniture manufacturing sector analysis and AB "Vilniaus baldai", AB "Freda", AB "Klaipėdos mediena" and AB "Klaipėdos baldai" financial evaluation attractiveness using the EVA method and the relative indicators analysis are given in part three. The fourth part examines Lithuanian economic, political-legal, technological and social setting. The companies that are working in furniture manufacturing sector their performance and the magnitude of export according to the main export partner countries in manufacturing industry context. Furniture industry financial attractiveness are analyzed by the economic value added (EVA) and the relative indicator analytical methods.

Key words: assessment of financial attractiveness, financial analysis, investment attractiveness, EVA, fundamental analysis.

Višinskas G. Baldų pramonės įmonių finansinio patrauklumo vertinimas / Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovas Doc. Dr. L. Giriūnas. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, Finansų ir mokesčių katedra 2016 – 87 p.

SANTRAUKA

Neapibrėžtumas ir rizika nuolatos supa verslininkus ir investuotojus. Todėl išsamus įmonės finansinio patrauklumo vertinimas, bei greita reakcija ir lankstumas galimi tik tada, kai sprendimai pagrįsti laiku gauta bei adekvačia informacija, apie išorinę organizacijos aplinką bei vidines galimybes. Finansinio patrauklumo vertinimas svarbus tiek patiems įmonių vadovams, tiek investuotojams, akcininkam ar bet kuriam kitam suinteresuotam subjektui, kurio tikslas maksimali nauda iš įmonės vertės padidėjimo, ekonominio efekto (akcijų pajamingumo) ar veiklos tęstinumas, esant minimaliai rizikai.

Magistro baigiamojo ***darbo tikslas*** – Sudaryti finansinio patrauklumo vertinimo modelį ir nustatyti išorinių ir vidinių veiksnių įtaką baldų pramonės šakos įmonių finansiniam patrauklumui.

Šiam tikslui pasiekti išsikelti tokie ***uždaviniai***: mokslinės literatūros analizės metu, aptarti įmonės finansinio patrauklumo vertinimo teorinius aspektus; įvardinti įmonės finansinės analizės būdus bei išskirti jų privalumus ir trūkumus; atlikti retrospektyvinę Lietuvos makroaplinkos ir baldų pramonės sektoriaus analizę išskiriant poveikį įmonės finansiniam patrauklumui; įvertinti didžiausių pagal metinę apyvartą baldų pramonės šakos įmonių finansinį patrauklumą remiantis santykinių rodiklių analize ir EVA metodu.

Darbo tikslui pasiekti bei iškeltiems uždaviniams atlikti buvo pasitelkti tokie ***tyrimo metodai***: mokslinės literatūros analizė ir apibendrinimas, palyginimas, finansinių ataskaitų duomenų grupavimas ir analizė, santykinių rodiklių analizė, retrospektyvinė ekonominės pridėtinės vertės EVA analizė, PEST analizė, pirminių ir antrinių duomenų sisteminimas.

Išanalizavus Lietuvos makroekonominę padėtį ir pasirinktų įmonių finansinių ataskaitų duomenis santykinių rodiklių ir ekonominės pridėtinės vertės EVA metodu pastebėta, jog nagrinėjamu laikotarpiu bendrovių *finansinis patrauklumas* nuolatos augo. Didžiausias *finansinio patrauklumo* šuolis pastebėtas 2008 – 2009 m. laikotarpiu, kuomet Lietuvos BVP smuko 14,8 %, o nedarbas siekė net 13,8 %. 2010 – 2012 m. bendrovių sukuriama pridėtinė ekonominė vertė svyravo 7,1 – 25,29 mln. Lt ribose. Tai rodo efektyvų kapitalo panaudojimą ir racionalų investicijų paskirstymą. Baldų pramonės įmonių *finansinio patrauklumo* augimą galima sieti su išaugusiais Skandinavijos koncerno IKEA užsakymais. Supirkdama daugiau nei 95 % Lietuviškos kilmės baldų produkcijos, IKEA įvardijama kaip pagrindinis faktorius veikiantis Lietuvos baldų pramonės įmonių *finansinį patrauklumą*.

Višinskas G. Assessment of furniture industry financial attractiveness / Financial management Master thesis. Supervisor Doc. Dr. L. Giriūnas – Vilnius: Mykolas Romeris University, Faculty of economics and financial management, Finance and tax department 2016. – 87 p.

SUMMARY

Risk and uncertainty constantly surrounds businessmen and investors, who make vital decisions. That's why detailed financial attractiveness assessment, quick reactions and flexibility can only be achieved when decision are being taken with timely received information, about the company's external and internal setting. Financial attractiveness assessment is relevant as much to the head of the company as to investors, share-holders or any concerned subjects, who aim to maximize benefit from the increase value of the set-up, stock yield or business continuity with minimal risk.

Aim of thesis: To determine external and internal factor influence on furniture industry financial attractiveness, while using publicly available information and financial statements of the company.

To reach the aim these objectives were raised: While analyzing scientific literature, determine theoretical aspects of financial attractiveness assessment; review internal and external factors affecting furniture industry financial attractiveness; to name the ways financial analysis can be done, distinguish their advantages/disadvantages; to perform retrospective analysis of Lithuanian macro environment and furniture sector, while singling out impact on the company's financial attractiveness; to assess the financial attractiveness on the basis of relative indicator analysis and EVA method.

To fulfill the aim and objectives these research methods were used: Analysis and summary of scientific literature; reported financial data grouping and analysis; analysis of the relative indicators; retrospective EVA analysis; PEST analysis; systematization of primary and secondary data. Numeric information and data processing was completed using MS Excel software.

After analyzing Lithuanian macroeconomic situation and chosen companies financial account data, using the relative indicators and economic added value EVA method it was noticed that during the period when the company was under review its *financial attractiveness* was constantly rising. The rise peaked during 2008 – 2009, when Lithuanians GDP dropped 14,8% and unemployment reached 13.8%. During 2010 – 2012 company's economic added value ranged between 7,1 – 25,29 mln. Lt. That points to effective use of capital and rational distribution of investments. The growth of furniture industry *financial attractiveness* can be connected to the increase of orders made by Scandinavian concern IKEA. While buying more than 95% of company's production, IKEA is being considered as one of the major factor influencing furniture industry *financial attractiveness*.

AB „Vilniaus baldai“ EVA rodiklio skaičiavimas

PRIEDAS Nr.1

		2008	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
1	Grynasis pelnas (nuostoliai)	4024	15587	27848	26823	26985	14339	16440
2	Palūkanų sąnaudos	3509	1125	785	188	23	34	69
3	Pelno mokestis	925	3655	4894	4119	2819	1349	1479
4	EBIT (1+2+3)	8458	20367	33527	31130	29827	15722	17988
5	Pelno mokestis nuo palūkanų	526	169	118	28	3	5	10
6	NOPAT (4-(3-5))	**8059**	**16881**	**28751**	**27039**	**27011**	**14378**	**16519**
7	Nuosavas investuotas kapitalas	29644	45083	73524	84992	73629	53037	51645
8	Nuosavo investuoto kapitalo dalis (koef.)	0.40	0.80	0.92	0.98	1.00	0.90	0.85
9	Nuosavo investuoto kapitalo kainos (koef.)	0.035	0.070	0.081	0.086	0.087	0.079	9265
10	Nuosavo investuoto kapitalo kaina	2603	3958	6455	7462	6465	4657	4534
11	Skolintas investuotas kapitalas	43933	11593	6009	1487	333	5827	523
12	Skolinto investuoto kapitalo dalis (koef.)	0.60	0.20	0.08	0.02	0.00	0.10	0.074
14	Skolinto investuoto kapitalo kainos (koef.)	0.034	0.012	0.004	0.001	0.000	0.006	0.009
13	Skolinto investuoto kapitalo kaina	2480	654	339	84	19	329	0.15
15	Investuotas kapitalas iš viso	73577	56676	79533	86479	73962	58864	60910
16	WACC	0.069075	0.081385	0.085431	0.087261	0.087659	0.084696	0.08303
17	Investuoto kapitalo kaina (tūkst. Lt)	5082	4613	6795	7546	6483	4986	5057
18	EVA (tūkst. Lt)	**2977**	**12268**	**21956**	**19493**	**20528**	**9393**	**11462**

r_d – 0.0664
R_f – 0.0396
R_{erp} – 0.0679
β – 0.0071
R_e – 0.0878

AB „Freda“ EVA rodiklio skaičiavimas

PRIEDAS Nr.2

		2008	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
1	Grynasis pelnas (nuostoliai)	5021	21601	32369	29546	28012	18236	20123
2	Palūkanų sąnaudos	4301	1521	691	421	65	49	52
3	Pelno mokestis	986	4752	5745	4521	3023	1956	2022
4	EBIT (1+2+3)	10308	27874	38805	34488	31100	20241	22197
5	Pelno mokestis nuo palūkanų	601	201	156	101	6	3	4
6	NOPAT (4-(3-5))	**9923**	**23323**	**33216**	**30068**	**28083**	**18288**	**20179**
7	Nuosavas investuotas kapitalas	35964	52123	83158	101236	87032	61035	54961
8	Nuosavo investuoto kapitalo dalis (koef.)	0.43	0.75	0.88	0.94	0.97	0.90	0.86
9	Skolintasinvestuotas kapitalas	47569	17569	11031	6910	2651	6921	8654
10	Nuosavo investuoto kapitalo kaina	3158	4576	7301	8889	7641	5359	4826
11	Skolinto investuoto kapitalo kaina	2685	992	623	390	150	391	488
12	Nuosavo investuoto kapitalo kaina (koef.)	0.038	0.066	0.078	0.082	0.085	0.079	0.076
13	Skolinto investuoto kapitalo kaina (koef.)	0.032	0.014	0.007	0.004	0.002	0.006	0.008
14	Skolinto investuoto kapitalo dalis (koef.)	0.57	0.25	0.12	0.06	0.03	0.10	0.14
15	Investuotas kapitalas iš viso	83533	69692	94189	108146	89683	67956	63615
16	WACC	0.06994	0.07989	0.08413	0.08580	0.08687	0.08461	0.08353
17	Investuoto kapitalo kaina (tūkst. Lt)	5842	5568	7924	9279	7791	5749	5314
15	EVA (tūkst. Lt)	**4081**	**17755**	**25292**	**20789**	**20292**	**12539**	**14865**

r_d – 0.0664
R_f – 0.0396
R_{erp} – 0.0679
β – 0.0071
R_e – 0.0878

AB „Klaipėdos baldai“ EVA rodiklio skaičiavimas

PRIEDAS Nr.3

		2008	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
1	Grynasis pelnas (nuostoliai)	3129	5698	9451	12036	12011	9364	10642
2	Palūkanų sąnaudos	1612	965	785	201	51	29	78
3	Pelno mokestis	601	753	1001	1351	1331	989	1103
4	EBIT (1+2+3)	5342	7416	11237	13588	13393	10382	11823
5	Pelno mokestis nuo palūkanų	242	145	118	30	8	4	12
6	NOPAT (4-(3-5))	**4983**	**6808**	**10354**	**12267**	**12070**	**9397**	**10732**
7	Nuosavas investuotas kapitalas	21036	27646	33615	41236	44012	40266	37695
8	Nuosavo investuoto kapitalo dalis (koef.)	0.46	0.76	0.89	0.97	0.98	0.91	0.87
9	Skolintasinvestuotas kapitalas	25013	8642	4215	1125	701	4213	5693
10	Nuosavo investuoto kapitalo kaina	1847	2427	2951	3621	3864	3535	3310
11	Skolinto investuoto kapitalo kaina	1412	488	238	63	40	238	321
12	Nuosavo investuoto kapitalo kaina (koef.)	0.040	0.067	0.078	0.085	0.086	0.079	0.076
13	Skolinto investuoto kapitalo kaina (koef.)	0.031	0.013	0.006	0.001	0.001	0.005	0.007
14	Skolinto investuoto kapitalo dalis (koef.)	0.54	0.24	0.11	0.03	0.02	0.09	0.13
15	Investuotas kapitalas iš viso	46049	36288	37830	42361	44713	44479	43388
16	WACC	0.070766	0.080332	0.084306	0.086967	0.087308	0.084830	0.083685
17	Investuoto kapitalo kaina (tūkst. Lt)	3259	2915	3189	3684	3904	3773	3631
18	EVA (tūkst. Lt)	**1724**	**3893**	**7164**	**8583**	**8166**	**5624**	**7101**

r_d – 0.0664
R_f – 0.0396
R_{erp} – 0.0679
β – 0.0071
R_e – 0.0878

AB „Klaipėdos mediena“ EVA rodiklio skaičiavimas **PRIEDAS Nr.4**

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	Grynasis pelnas (nuostoliai)	2654	6845	9426	14216	11546	8194	9416
2	Palūkanų sąnaudos	1756	921	516	177	60	99	156
3	Pelno mokestis	521	798	901	2012	2316	861	899
4	EBIT (1+2+3)	4931	8564	10843	16405	13922	9154	10471
5	Pelno mokestis nuo palūkanų	263	138	77	27	9	15	23
6	NOPAT (4-(3-5))	**4673**	**7904**	**10019**	**14420**	**11615**	**8308**	**9595**
7	Nuosavas investuotas kapitalas	16569	20225	25133	42156	42123	35166	33946
8	Nuosavo investuoto kapitalo dalis (koef.)	0.39	0.60	0.81	0.96	0.99	0.97	0.96
9	Skolintasinvestuotas kapitalas	25612	13546	6009	1645	431	945	1445
10	Nuosavo investuoto kapitalo kaina	1455	1776	2207	3701	3698	3088	2980
11	Skolinto investuoto kapitalo kaina	1446	765	339	93	24	53	82
12	Nuosavo investuoto kapitalo kaina (koef.)	0.034	0.053	0.071	0.085	0.087	0.086	0.084
13	Skolinto investuoto kapitalo kaina (koef.)	0.034	0.023	0.011	0.002	0.001	0.001	0.002
14	Skolinto investuoto kapitalo dalis (koef.)	0.61	0.40	0.19	0.04	0.01	0.03	0.04
15	Investuotas kapitalas iš viso	42181	33771	31142	43801	42554	36111	35391
16	WACC	0.068758	0.075221	0.081749	0.086622	0.087482	0.086979	0.086520
17	Investuoto kapitalo kaina (tūkst. Lt)	2900	2540	2546	3794	3723	3141	3062
18	EVA (tūkst. Lt)	**1773**	**5364**	**7474**	**10625**	**7892**	**5167**	**6533**

r_d – 0.0664
R_f – 0.0396
R_{erp} – 0.0679
β – 0.0071
R_e – 0.0878