

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS
FINANSŲ INSTITUTAS

JOLITA APYVALAITĖ

ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMO METODŲ
TAIKYMAS

Magistro baigiamasis darbas

Vadovė

Prof. Dr. Asta Vasiliauskaitė

VILNIUS, 2017

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

FINANSŲ INSTITUTAS

**ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMO METODŲ
TAIKYMAS**

Magistro baigiamasis darbas

Studijų programa (621N30005)

Vadovė

Prof. Dr. Asta Vasiliauskaitė

Recenzentas

Atliko

FVvomis 15-1 gr. studentė

J. Apyvalaitė

2017 04 18

VILNIUS, 2017

TURINYS

ĮVADAS	6
1. ĮMONĖS VERTĖS SAMPRATA IR VERTINIMAS.....	9
1.1 Įmonės vertės samprata ir svarba	10
1.2 Įmonės vertės nustatymo metodai	16
1.3 Įmonės veiklos tęstinumas	36
2. ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMO TYRIMO METODOLOGIJA	44
3. ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMAS.....	55
3.1. Pieno pramonės sektoriaus apžvalga.....	55
3.2. AB „Vilkyškių pieninė“ ir AB „Rokiškio sūris“ įmonių veiklos apžvalga.....	58
3.3. Pelningumo rodiklių analizė remiantis DU Pont metodu.....	60
3.4. Veiklos tęstinumo prognozavimo modelių taikymas	65
3.5. Įmonės vertės nustatymas.....	68
3.5.1. <i>Vertinimas pridėtinės ekonominės vertės metodu</i>	<i>68</i>
3.5.2. <i>Diskontuotų pinigų srautų metodas.....</i>	<i>73</i>
3.5.3. <i>Lyginamasis metodas</i>	<i>77</i>
3.5.4. <i>Porinė koreliacinė regresinė analizė</i>	<i>79</i>
IŠVADOS	83
LITERATŪRA IR ŠALTINIAI.....	87
ANOTACIJA	93
ANNOTATION	94
SANTRAUKA.....	95
SUMMARY.....	97
PRIEDAI.....	99

LENTELĖS

1 lentelė. Verslo vertinimo metodai.....	17
2 lentelė. Turto vertinimo požiūriai.	19
3 lentelė. Pelningumo rodikliai.	38
4 lentelė. Tradicinių įmonės vertės metodų nustatymo klasifikavimas..	52
5 lentelė. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris Du Pont rodikliai 2009 -2 015 m.	62
6 lentelė. AB Vilkyškių pieninė ekonominės pridėtinės vertės dinamika 2009 – 2015 m.	70
7 lentelė. AB Rokiškio sūris ekonominės pridėtinės vertės dinamika 2009 – 2015 m.....	71
8 lentelė. AB Vilkyškių pieninė 2016 – 2020 m. įmonės vertės skaičiavimas.....	75
9 lentelė. AB Rokiškio sūris 2016 – 2020 m. įmonės vertės skaičiavimas.	76

PAVEIKSLAI

1 pav. Vertės kūrimo veiksniai.	13
2 pav. Verslo vertinimo metodai.....	18
3 pav. Pridėtinės ekonominės vertės (EVA) metodo privalumai ir trūkumai.....	30
4 pav. Diskontuotų pinigų srautų metodo privalumai ir trūkumai.....	31
5 pav. Konceptinis tyrimo modelis	46
6 pav. Pelningumo rodiklių, remiantis DU Pont medotu, analizės procesas.	50
7 pav. Veiklos tęstinumo analizės procesas.....	50
8 pav. Ekonominės pridėtinės vertės (EVA) analizės procesas.....	51
9 pav. Diskontuotų pinigų srautų metodo analizės procesas.	52
10 pav. Porinės koreliacinės regresinės analizės procesas.	53
11 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris pelningumo rodikliai 2009–2015 m.....	60
12 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris nuosavo kapitalo pelningumo rodiklių dinamika 2009 – 2015 m.	63
13 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris bankroto prognozavimo modelių rezultatų dinamika 2009 – 2015 m.	66
14 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris grynojo pelno ir EVA rodiklio palyginimas 2009 – 2015 m.....	72
15 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris akcijų rinkos kainos 2009 – 2015 m.	78
16 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris akcijų rinkos kainos ryšys su EVA..	80
17 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris akcijų rinkos kainos ryšys su WACC	81

IVADAS

Verslas yra tas veiksnys, kuris ne tik patenkina pagrindinius žmonių poreikius, bet ir lemia apsirūpinimą materialiais bei nematerialiais dalykais, kurie formuoja patogų, kokybišką ir modernų gyvenimą. Žmonių poreikiai keičiasi vertinant ilgalaikes ir trumpalaikes perspektyvas, todėl pasaulinės konkurencinės rinkos sąlygomis verslas turi sugebėti operatyviai reaguoti į pokyčius. Vykstant globalizacijos procesams bei augant investicijoms į verslą, verslo vertinimo reikšmė tampa ypač aktuali. Verslas sukuria darbo vietas, leidžia žmonėms užsidirbti pragyvenimui ir mokesčiais papildo kiekvienos valstybės biudžetą, kas yra paskata valstybėms tobulinti verslo aplinką.

Tyrimo aktualumas. Strateginio augimo laikotarpiu, kuris prasidėjo praėjusio amžiaus paskutiniu dešimtmečiu, tapo ypač aktuali įmonės vertės didinimo koncepcija. JAV finansų analitikas T. Copelandas teigė, kad šalys turi būti orientuotos į įmonės vertės didinimą, nes priešingu atveju jos pamažu ims jausti kapitalo nepriteklių. Lietuvoje verslo vertinimo praktika pradėjo formotis vykstant valstybinio turto privatizavimo procesams. Mūsų šalyje, kaip ir daugumoje kitų, verslas vertinamas dėl įvairių priežasčių – jis gali būti reikalingas verslo pirkėjams bei pardavėjams, kreditoriams, teismams, draudimo įmonėms ir pan. Verslo vertinimas nuo 2001 m. vis dar susiduria su konfidencialios informacijos problema, nes iki šiol požiūris šiuo klausimu vis dar sunkiai keičiasi.

Žodžiai „vertė“ ir „kaina“ įmonių vertinimo kontekste įgyja vis didesnę reikšmę – reikalaujama, kad įmonė būtų vertinama pagal tai, kokią vertę sukuria investuotojams. Finansų teorija teigia, kad pagrindinis įmonės tikslas yra akcininkų nuosavybės vertės didinimas, tačiau šis teiginys nuolat buvo ignoruojamas arba ne taip suprantamas. Jeigu lygintume Europos, Lietuvos ir amerikietišką požiūrį į verslą, galėtume teigti, kad pagrindinis skirtumas yra mąstymas, jog pinigai versle yra padaromi – pelnas išmokamas dividendų pavidalu. Galima teigti, kad tai pasenęs modelis, nes pažangus mąstymas yra tas, kuris teigia, kad svarbiausia yra ne generuoti pelną, bet didinti įmonės vertę. Globaliai mąstantys verslai pradiniam augimo etape turi netgi vengti pelno, nes tai reiškia, kad įmonė vystosi lėčiau nei galėtų, jeigu tą pelną investuotų. Daugelis didžiųjų pasaulio kompanijų išsitus dešimtmečius skyrė dėmesį gamybos modernizavimo procesams, organizacinio darbo tobulinimui, rinkodaros sprendimams, manant, kad taip kuriama papildoma nauda akcininkams. Šiai dienai viena iš modernių vadybos koncepcijų yra kurti ir didinti įmonės vertę, paraleliai didinant akcininkų naudą. Perspektyvias ir pelningai veikiančias įmones dažnai sužlugdo ne klaidingi verslo sprendimai ar tinkamų bei laiku atliktų sprendimų nebuvimas, o skirtingi akcininkų ir vadovų tikslai. Skirtingą lūkesčių suvokimą sąlygoja ir skirtingai suvokiama vertė bei jos reikšmė.

Įmonių ir jų akcijų vertei nustatyti sukurta gana daug vertinimo metodų – pritaikyti tinkamą yra sudėtingas uždavinys, nes jie skiriasi ne tik teoriniu pagrindimu, bet ir naudojamomis prielaidomis,

kas sąlygoja skirtingus rezultatus. Būtina gilintis į modelių vertinimo esmę, prigimtį bei jo naudą konkrečios įmonės aspektu, nes nei vienas vertinimo modelis nėra visapusiškai pranašesnis už kitus. Nuolatiniai pasikeitimai finansų rinkose reikalauja naujo mąstymo ir naujų rodiklių, reikalingų tikslesnei įmonės analizei. Ypač svarbu, kad įmonės veikla būtų įvertinta įvairiapusiškai, t. y. ne tik iš finansinių rodiklių, tačiau ir nagrinėjant vidaus procesus, perspektyvas.

Mokslinis iširtumas: Įmonės vertės teorinius, praktinius klausimus bei problemas nagrinėjo daugelis užsienio mokslininkų - G. Moscaro (2013), T. Koller ir J. Murrin (2000), T. Copeland (2000), R. Schmitdt (2012), L. Schiefner (2008). Lietuvoje įmonės vertės tyrimo klausimais aktualūs A. Nekrošiaus (2004), A. Džikevičiaus (2006) V. Vaškelaičio (2010), J. Žaptoriaus (2006) darbai. Verslo vertės nustatymo diskontuotų pinigų srautų metodu klausimus nagrinėjo T. Alfonsi (2014), P. Pratt (2008), A. Damodaran (2012), P. J. Grossman (2009), S. V. Begovišč (2013). Ekonominės pridėtinės vertės metodui nemažai dėmesio užsienio darbuose skyrė S. I. Ivanov (2014), B. Vasile (2013), I. Gianpaolo, D. Laise ir G. Migliano (2014), A.K. Sharma (2008) ir S. Kumar (2010) ir kt. Įmonės vertės klausimus ir jos nustatymą nagrinėjo Lietuvos mokslininkai D. Cibulskienė ir A. Padgureckienė (2011), G. Kancerevyčius (2009), D. Burkštaitienė (2009), A. Aleknavičienė (2009) ir kt. R. Tamošiūnienė ir J. Paškevičienė (2016) nustatinėjo finansinių rodiklių ryšį su listinguojamos įmonės akcijų kaina ir įtaką įmonės vertei. Mokslininkų darbuose pateikiami įvairūs įmonės vertės nustatymo metodai, jų privalumai ir trūkumai, įvairūs analizės aspektai. Tačiau praktikoje verslo vertinimas – sudėtingas ir specifinis procesas, kurio metu formuojamas sprendimas įsigyti/parduoti verslą. Sprendimas turi būti pelningas ir pagrįstas, todėl prieš pradėdant verslo įsigijimo/pardavimo sandorį tikslinga sužinoti įmonės vertę, dėl kurios deramasi. Šiuolaikinės ekonomikos sąlygomis kokybišką verslo vertės nustatymą lemia ne vienas, o grupė rodiklių, kurių pasirinkimas priklauso nuo informacijos, žinių apie verslo turto prigimtį, vertę kuriančius veiksnius, nes žinių tik apie įmonės pelningą arba nuostolingą veiklą nepakanka.

Darbo tikslas: Šio magistro darbo tikslas išanalizuoti pasirinktų įmonių AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris, veikiančių pieno šakos sektoriuje, veiklą ir nustatyti šių įmonių vertę bei vertės kūrimo galimybes. Norint pasiekti šį tikslą autorė išskėlė šiuos darbo uždavinius:

Darbo uždaviniai:

1. Naudojantis moksline literatūra apžvelgti įmonės vertės sampratą, išskiriant pagrindinius įmonės vertės nustatymo metodus, bei jų klasifikavimą;
2. Remiantis teorinėje ir metodologinėje dalyje aptartais metodais, sudaryti įmonės vertės nustatymo vertinimo modelį;
3. Remiantis sudarytu įmonės vertės nustatymo modeliu, atlikti pritaikomumo tyrimą, apskaičiuoti įmonės vertę bei įvertinti jos kūrimo galimybes.

Tyrimo problema: verslo vertinimo metodų pasirinkimas, įvertinant jų privalumus ir trūkumus.

Tyrimo objektas: AB „Vilkyškių pieninė“ ir AB „Rokiškio sūris“ įmonės vertė ir jos kūrimo įtaka įmonės vertei.

Hipotezė Nr. 1: akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainą reikšmingai įtakoja ekonominės pridėtinės vertės kūrimas įmonės akcininkams.

Hipotezė Nr. 2: akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainą reikšmingai įtakoja vidutinė svertinė kapitalo kaina.

Darbo struktūra. Pirmojoje darbo dalyje pateikiami teoriniai įmonės vertinimo aspektai: analizuojama mokslinė literatūra, išskiriama vertės koncepcija, apžvelgiami įmonės vertės nustatymo metodai, atskleidžiama jų samprata ir ypatumai. Pateikiama pelningumo rodiklių teorinė apžvalga, įmonės veiklos tęstinumo vertinimo modeliai. Antroje darbo dalyje aprašoma tyrimo metodologija, pateikiama pelningumo rodiklių analizės esmė, remiantis Du Pont modeliu. Pateikiama tiesinės diskriminantinės analizės bankroto prognozavimo modelių - A. Altman, Taffer ir Tisshaw, Springate, Lis bei logistinės regresijos analizės bankroto prognozavimo modelių - Zavgren ir Chesser apžvalga, porinės koreliacinės regresinės analizės teorinis aprašymas. Trečioji darbo dalis skirta nagrinėjamų įmonių veiklos apžvalgai, finansinių rodiklių skaičiavimui, atliekami įmonių vertės bei jos kūrimo galimybių teoriniai skaičiavimai. Remiantis porine koreliacine regresine analize nustatomas pasirinktų rodiklių ryšys su akcijų rinkos kaina.

Darbo metodai: užsienio bei Lietuvos autorių mokslinės literatūros sisteminė ir lyginamoji analizė, lyginamoji statistinių duomenų analizė, grafinis duomenų vaizdavimas, informacijos grupavimas ir lyginimas bei apibendrinimas. Du Pont santykinių finansinių rodiklių analizė bei bankroto tikimybės analizė. Įmonės vertė nustatoma remiantis diskontuotų pinigų srautų vertinimo, ekonominės pridėtinės vertės, lyginimo metodais. Duomenų analizė atliekama remiantis porine koreliacine regresine analize. Nagrinėjant pasirinktos įmonės finansines ataskaitas taikomi indukcijos, dedukcijos, duomenų lyginimo, grupavimo, loginio abstrahavimo, detalizavimo grafiniai ir apibendrinimo metodai.

1. ĮMONĖS VERTĖS SAMPRATA IR VERTINIMAS

Pasaulyje intensyvėjant globalizacijai ir integracijai, didelę reikšmę įgyja ekonominės organizacijos, jos veiklos, ekonominės politikos klausimai. Šie procesai svarbūs tuo, kad skatina nuolatinę rinkų plėtrą, didina įmonių konkurencingumą. Nuolat kintančioje verslo aplinkoje įmonės išsilaiko, jei suderina priimamų sprendimų sudėtingumą ir veiksmus su išorės aplinkos dinamika. Norint išlikti, įmonės turi operatyviai priimti sprendimus, kurie neturi nutolti nuo įmonės išsikeltų pagrindinių tikslų. Pastaruoju metu akcininkai tampa aktyviais dalyviais įmonių veikloje, nes paskirti aukščiausio lygio vadovai ne visada užtikrina sėkmingą įmonės gyvavimą, neteisingai iškelia bei suvokia įmonės strateginius tikslus.

Bendras rinkoje egzistuojančių įmonių elgsenos bruožas remiasi prielaida, kad savininkai turi rūpintis pelno siekimu ir jo maksimizavimu, optimaliu nuosavo kapitalo panaudojimu, o vadovams artimesni klausimai, susiję su žmogiškaisiais siekiais, įmonės augimu ir plėtra. Negalima atmesti ir intelektualinio kapitalo koncepcijos įtakos įmonėms, nes pasak A. Ramanauskaitė ir L. Rūtytė (2016) intelektualinis kapitalas svarbus įmonėms, „siekiančioms pagerinti įmonės veiklos rezultatus ir padidinti įmonės vertę“. Galima teigti, kad įmonių vadovai ne visada tinkamai suvokia akcininkams svarbiausią ir esminį veiklos tikslą. Vieni jų pabrėžia pelno siekimą, finansinių tikslų įvykdymą, kiti apyvartos augimą, vartotojų poreikių patenkinimą, tretį – tarptautinę plėtrą ar lyderystę tam tikroje srityje. Akcininkai turi nustatyti veiklos tikslus, o vadovai pasirinkti priemones tiems tikslams pasiekti, juos įgyvendinti. Šie tikslai deklaruojami įmonių metiniuose pranešimuose, reklaminiuose tekstuose. Akcininkai dažnai teigia, kad įmonių vadovai niekada nesieks maksimizuoti akcininkų nuosavybės vertės. Paradoksalu, anot G. Moscary (2013) vadovų sprendimai teikia pirmenybę ne akcininkų, o suinteresuotų subjektų lūkesčiams patenkinti.

Perspektyvias ir pelningai veikiančias įmones dažnai sužlugdo ne klaidingi verslo sprendimai ar tinkamų bei laiku atliktų sprendimų nebuvimas, o netinkamas vadovų pasirinkimas ir kontrolės nebuvimas. Skirtingą lūkesčių suvokimą sąlygoja ir skirtingai suvokiama vertė bei jos reikšmė. Pasak V. Vortingtono (2000), D. Janušo (2001) ir D. Ulio (2007), ekonomikos teorija nurodo, kad pagrindinis įmonės tikslas yra didinti akcininkų nuosavybės vertę, tačiau šis teiginys nuolat buvo ignoruojamas arba ne taip suprantamas. Kaip teigia E. Makelainen (1998) šis tikslas turi būti suprantamas kaip natūralus procesas, nes įmonės akcininkai į savo įmonę žiūri kaip potencialūs investuotojai, kurie tikisi gauti ilgalaikę naudą iš savo investicijų. Kaip teigia G. Mocsary (2013) įmonių vadovų sprendimai sudaro palankias sąlygas ne akcininkų, o suinteresuotų šalių naudai akcininkų sąskaita. Pasak A. K. Agrawal (2012) „akcininko pridėtinė vertė yra terminas, naudojamas skirtumui akcininkų turimo turto metų pradžioje ir pabaigoje apibūdinti“. Vilniaus vertybinių popierių

biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekse pateiktose pagrindinėse nuostatose nurodomas principas „pagrindinis bendrovės tikslas turėtų būti visų akcininkų interesų tenkinimas, užtikrinant nuolatinį akcininkų nuosavybės vertės didinimą“ (Nasdaq OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas, 2006). Remiantis šio principo nuostatomis aiškinama, kad įmonė turi viešai skelbti plėtros strategiją, aiškiai deklaruodama, kokias būdais ji planuoja atstovauti akcininkų interesams, didinant akcininkų nuosavybės vertę.

1.1 Įmonės vertės samprata ir svarba

Įmonės vertės klausimas yra populiarus šiuolaikinės ekonomikos teorijoje – mokslinėje bei metodinėje literatūroje vartojamos įvairios vertės klausimo sampratos. Lietuvių kalbos žodyne pateikiamos žodžio vertės reikšmės: „vertė – daikto savybė, kuri daro jį naudingą; naudingumas“, „vertė – teigiama bet ko ypatybė“. Mokslinėje literatūroje „vertė“ apibūdinama kaip rodiklis, kuris geriausiai atspindi įmonės veiklos rezultata. Tačiau dalis teoretikų tam prieštarauja aiškindami, kad „vertė“ yra universali sąvoka, kas sąlygoja jos nustatymo sudėtingumą. Ekonomikos terminų žodyne R. Vainienė terminą „vertė“ apibūdina kaip „svarbą, kurią individas teikia ekonominei gėrybei“. „vertė“, kaip reiškinys, aiškinamas iš subjektyvaus ir objektyvaus požiūrių perspektyvos, išskiriant apčiuopiamumo ir neapčiuopiamumo elementus. Subjektyviosios vertės požiūris aiškinamas ne vertės egzistavimu tam tikrame daikte, o vertintojo sąmonėje. Objektyvioji vertė grindžiama daikto savybių, jo naudingumo, utilitarizmo pagrindu. Objektyviosios vertės samprata dažnai susiduria su vadinamuoju vertės paradoksu, kai naudingesnis daiktas yra mažiau vertas rinkoje.

Terminas „vertė“ siejamas su terminu „grožis“, nes yra daug priežasčių, kodėl tam tikras verslo interesas suvokiamas skirtingų verčių požiūriu skirtingoms šalims. Verslo vertinimo teorija terminą „vertė“ sieja su vertės rūšimi dėl priklausomybės nuo terminą vartojančio subjekto požiūrio į vertinimą. Tarp vertinimo veiksnių gali būti reikšmingi skirtumai dėl tinkamos reikšmės, asignuotos tam tikram nustatytam veiksmui. Nuomonių skirtumai ryškėja dėl lūkesčių, kuriuos lemia skirtingas žinojimo lygis, optimistinis ar pesimistinis požiūris į ekonomiką, pramonę, įmonės galimybes konkuruoti. Vertė gali teikti sinergetinę vertę pirkėjui, kurios ji nesuteikia kitam pirkėjui. Pasak B. Berman (2008) „visuomet galima ginčytis, kad „vertė“ yra subjektyvus ir dviprasmiškas terminas“.

Sąvoka „vertė“ bendrinės kalbos teorijoje vartojama nusakant bendrinį vertinimą, tačiau ekonomikoje jai suteikiama specifika reikšmė, kurios pagalba išskiriamos giminingos sąvokos. Vertintojai pataria atskirti „kainos“, „rinkos“, „išlaidų“ ir „vertės“ terminus (Grubbe *et al.*, 2008). Pasak E. Bagdono (2008) vertės sampratą apibūdinti nėra paprasta: tai ne tik ekonomistų ar finansininkų tyrimų, bet ir sociologų bei filosofų ginčų objektas. Verslo sąvoka įmonės vertės

kontekste apibūdinama kaip tam tikra veikla, per kurią siekiama gauti pelno, kuris materialiai išreiškiamas per akcijas.

James R. Hitcher (2006), apibūdindamas vertę, siūlo tam tikrus vertės nustatymo standartus: grynoji rinkos vertė (angl. – *fair market value*), investicinė vertė (angl. – *investment value*), esamoji vertė (angl. – *intrinsic value*), tikroji vertė/valstybės teisės sistemoje (angl. – *fair value/state rights*) ir tikroji vertė/finansinėse ataskaitose (angl. – *fair value/financial report*). Autorius teigia, kad „analitikai, prieš bandydami vertinti verslą, turi pilnai suprasti, kuris vertės standartas turi būti taikomas“ (Hitcher, 2006). Tarptautinėje verslo vertinimo praktikoje daugelis šių sąvokų interpretuojamos savitai, tačiau išskiriamos dvi vyraujančios sąvokos. Pirmoji teigia, kad rinkos vertė yra orientuota į vidutinę rinkos kainą, ja vadovaujasi daugelis Europos Sąjungos šalių. Didžioji Britanija ir JAV remiasi rinkos sąvoka, kuri yra orientuota į efektyviausią turto naudojimą.

Lloyd W. Condra (1995) į vertę pateikia požiūrį, kuris teigia, kad „tas, kas moka už darbą, yra tas, kuris gauna naudą“. Įmonės vertė lengviausiai aiškinama naudojant naudos sąvoką. T. Koller *et al.* (2005) teigia, kad vertė pateikiama kaip įmonės siekis maksimizuoti vertę, visą dėmesį sutelkiant į tam tikrus procesus, kurie „veikia vertę ir taip didina savininkų gaunamą naudą“ (Koller et al., 2005). Vertė šiuo atveju pateikiama kaip naudos galimybė, dėl kurios įmonė vykdo savo veiklą. Įmonės naudos rezultatas - pelnas, parodo, kiek įmonė uždirba, tačiau nedetalizuoja ar uždarbis yra kokybiškas. Vertė pateikiama kaip rinkos sąvoka, jos vertę lemia pinigų srautas, kuriuo išmatuojama uždarbio kokybė. Šiuo atveju vertė tampa aiškiai apibrėžtu objektu, jį galima pamatuoti pinigais, kuriuos savininkai gaus už turtą. Pasak G. Rūškio (2001), įmonės vertė leidžia motyvuotai pagrįsti įmonės akcijų vertę.

Įmonės vertė, kaip nurodo E. Valakevičius (2002), „yra lygi jos gaunamų pajamų srauto diskontuotai vertei (dabartinei vertei)“. Autoriaus teigimu, vertinant bendrinį atvejį grynosios pajamos (pelnas) yra tapačios pajamoms, po išlaidų ir mokesčių atskaitymo. Tačiau reikia įvertinti papildomus atskaitymus – tokius kaip nusidėvėjimas, palūkanos, papildomi mokesčiai, dėl ko „galutinis pelnas gali turėti labai nedidelį ryšį su pinigų srautu, kurį galima gauti iš firmos jos vertei nustatyti“ (Valakevičius, 2002). Pasak autoriaus, įmonės vertės sąvoka, ją traktuojant kaip tam tikrą finansų vertinimo rodiklį, negali būti vertinama tik pelno sąvokos kontekste, nes įmonės vertė patampa platesne sąvoka, kurios vertinimui reikia naudoti ne vieną rodiklį. Kaip teigia K. Jurevičienė ir L. Pilelienė (2010), „įmonės vertės sąvoka apima gerus veiklos pelno ir pinigų srautų rezultatus bei akcijų kainą“.

P. Čepulis ir kt., (2011) įmonės vertę apibūdina kaip tam tikrą, apskaičiuotą pinigų sumą, kurioje nenumatytos sumos nusidėvėjimui bei amortizacijai. Autoriai teigia, kad įmonės vertė yra ta suma, *už kurią galėtų būti iškeistas verslas vertinimo dieną, sudarius tiesioginį komercinį sandorį tarp norinčio parduoti pardavėjo ir norinčio pirkti pirkėjo po šio turto tinkamo pateikimo į rinką, jeigu abi sandorio šalys veiktų dalykiškai, be prievartos ir nevaržomos kitų sandorių ir interesų* (Čepulis ir kt., 2011).

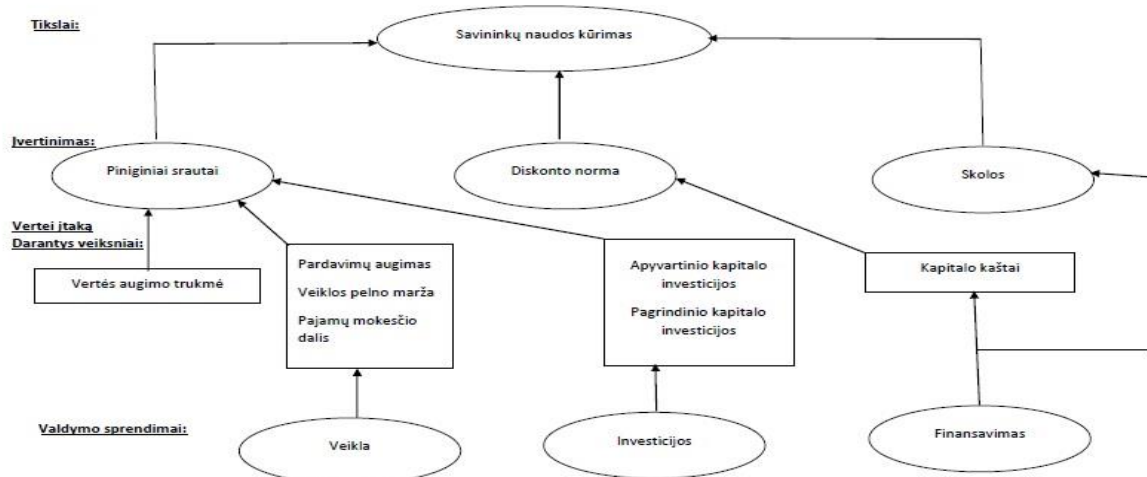
Kainos sampratą reikia atskirti nuo vertės sampratos, nes vertės ekonominė koncepcija susijusi su naudingumo rodikliu. Kaina yra reliatyvus vertės patvirtinimas – tai pinigų suma, kuri sudaro praktines galimybes mainams ir vadinama daikto vertės pinigine išraiška. Mokslinėje literatūroje formuojama samprata, kad daikto vertė yra nustatoma visada - o kaina ne, todėl vertinimas pradedamas nuo vertės, kuri transformuojama į kainą. Priešinga nuomone remiasi A. Damodoran (2002), kuris teigia, kad nustatant vertę, visų pirma yra nustatoma kaina, po kurios nustatoma vertė. Praktikoje įmonės vertė, pasak P. Fernandez (2007) „painiojama su rinkos kaina“, kadangi įmonės vertė ir kaina dažnai skiriasi. Skirtumą lemia skirtingas įmonės perspektyvų vertinimas pirkėjų ir pardavėjų požiūriu.

Apskaičiuota vertė labai dažnai skiriasi nuo kainos, nes kainą lemia daug papildomų faktorių – atsižvelgiama į įvykusius panašių sandorių rezultatus, analizuojami įmonių akcijų kursai ir kt., tačiau būtina atkreipti dėmesį į tai, kad ankstesni vertinimai ir kitų verslo įmonių vertinimo rezultatai negali būti taikomi tiesiogiai esamai situacijai. Verslo vertę lemia daugelis veiksnių, tačiau vieni svarbiausių yra verslo finansiniai rodikliai, kuriais remiantis galima svarstyti gaunamos naudos kainą. „Pagal tradicinę ekonomikos teoriją, kiekvienas žmogus siekia maksimizuoti naudą (laimę, pasitenkinimą) sau. Tačiau tai įvertinti matematiškai, suskaičiuoti yra sudėtinga“ (Kancerevyčius, 2009). Turtas vertinamas kaip tam tikros naudos atitikmuo, nes yra galimybė jį įvertinti pinigine forma ir atlikti finansinius skaičiavimus. Turtas gali būti vertinamas istorine verte, kuri sumokėta pirkimo metu, arba atstatomąja verte, kuri turėtų būti sumokėta už identišką prekę šiandien. Finansinėse ataskaitose pateikiama vertinė informacija, kuri yra informatyvi verslo aplinkai ir jos dalyviams, todėl piniginės naudos įvertinimas traktuojamas kaip pagrindinis naudos įvertinimo rodiklis. Nagrinėjant verslo arba įmonės vertę paprastai yra kalbama vertinant situaciją iš nuosavybės pozicijų. Todėl įmonės vertė nustatoma pagal pinigų srautus, apibūdinančius gaunamą naudą verslo savininkų požiūriu. Lietuvos aukščiausias teismas civilinėje byloje Nr. 3K-3-566/2012 pasisakė, kad „sprendžiant dėl įmonės vertės ir jos pokyčio, būtina turėti omenyje tai, kad tai specifinis turto objektas, kuris turi būti vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip verslo objektas, duodantis pelną“.

Akcinkams ypač aktualūs klausimai yra įmonės vystymosi tendencijos, veiklos rezultatų vertinimas. Finansiniai rodikliai parodo, kad svarbu ne tik pelnas. Finansų sąvoka apibrėžia, kad „finansai – neatsiejama piniginių santykių dalis, todėl jų vaidmuo ir reikšmė priklauso nuo to, kurią vietą piniginiai santykiai užima ekonominiuose santykiuose“ (Aleksnevičienė, 2005). Pasak autorės, finansiniais santykiais nebūtinai apibūdinami piniginiai santykiai, nes finansai nuo pinigų skiriasi turiniu ir atliekamomis funkcijomis. Finansų valdymas nagrinėjamas kaip pinigų vadyba, finansų planavimas ir valdymas, nuo kurių priklauso įmonės veiklos plėtra. Remiantis šia koncepcija, įmonės vertė nėra tik absoliučiai finansinis terminas – ji priklauso nuo vidinių veiksnių, aplinkos, rinkos kitimo. Vidinėje ir išorinėje įmonės aplinkoje vykstantys pokyčiai, pasak V. Kazlauskienės ir Č. Christausko (2008) vertę atspindi kaip tiksliausių verslo būklės rodiklį. Vertė gali būti traktuojama ne

tik kaip vertinimo matas, bet ir apibrėžiama kaip rezultatas, kuris priklauso nuo konkrečios situacijos (Burkštaitienė, Eiva, 1999). Įmonės vertės nustatymas turi būti vertinamas kaip tyrimas, nukreiptas į ateitį, tačiau jo rezultatai aktualūs tik šiai dienai.

Įmonės vertės samprata ryškiai atsispindi 1 paveiksle. J. Čepinskis ir V. Žirgūtis (2002) aiškina, kad vertę formuoja svarbiausi veiksniai - finansiniai rodikliai, tačiau nereikia pamiršti ir įmonės komandos, rinkos perspektyvų galimybių, išskirtinumo faktoriaus ir pan. Dėmesys dažnai akcentuojamas į finansinius rezultatus, nes juos lengva suskaičiuoti, tačiau rezultatai gali būti vertinami skirtingai dėl skirtingų savų tikslų, bei vienodai – dėl siekio maksimaliai įgyvendinti tikslus. Todėl ekonomikoje ir atsiranda „vertės“ bei „naudos“ sąvokos, kurios parodo, kad kiekvieno verslo spendimai turi auginti vertę ir naudą jos savininkui, kuri geriausiai atsispindi finansiniuose skaičiavimuose ir išreiškiama pinigine forma.



1 pav. Vertės kūrimo veiksniai. J. Čepinskis, V. Žirgūtis (2002).

Ateities perspektyvas prognozuoti yra sudėtinga. Skaičiuojant įmonės vertę remiamasi praeities tendencijomis, išskiriant sėkmingus įmonės vystymosi etapus, kurie prognozėse vertinami kaip pamatiniai, prognozuojant ateities rezultatus. Praeities sėkmės fenomenas tampa adekvati sąvoka sėkmei ateityje. Vertės, pasak J. Žaptorius (2006) „pagrindą verslo interesų vertinimui sudaro būsimos naudos, kuri atiteks tiems interesams, bei būsimos naudos vertę diskontuojant į dabartinę vertę, esant tam tikrai tinkamai diskonto normai“. Pasak autoriaus, vertinant teoriškai teisingo modelio koncepciją, jo pagrindas turi būti būsimos naudos modeliavimas ir prognozuojamų pinigų srautų diskontavimas į dabartinę vertę. Kaip teigia autoriai R. Kinderis ir G. Jucevičius (2013a) tam tikro modelio nustatymas bei sukūrimas yra „būdas, kuriuo kuriama vertė“, bei vertinat ilgalaikę perspektyvą, suteikiantis pranašumą.

Praktikoje dažnai susiduriama su bandymais verslo vertę tiesiogiai sutapatinti su įmonės finansiniais duomenimis. Tikrosios verslo vertės įžvelgimas įmonės buhalterinės apskaitos duomenyse

yra gana ribotas. Akcijos buhalterinė vertė neparodo ateities perspektyvų, tai nėra patikimas rodiklis akcijų vertei nustatyti, kadangi jis stipriai priklausomas nuo apskaitos metodų taikymo. Akcijų buhalterinės vertės skaičiavimai paremti istoriniais kaštais, kas, kaip jau minėta, nėra sėkmės faktorius ateities prognozių vertinimui. Rusijos analitikas V. Kovaliov (1995), pabrėždamas finansinės atskaitomybės reikšmę įmonės vertinimui, teigė, kad „finansinė atskaitomybė sudaroma tam, kad ji būtų analizuojama“. Sėkmingas įmonės vertės apskaičiavimas galimas tik suvokus ir atskyrus esminius finansinių dokumentų duomenis, bei jų prognozes grindžiant ekonomine šalies, rinkos vystymosi galimybių perspektyvomis. Apskaitos duomenis reikia suvokti kaip duomenis, kurių pagalba gaunama informacija, reikalinga vertės kūrimo sprendimų modeliavimui. E. Gimžauskienė (2007), pabrėždama valdymo apskaitos metodų svarbą, nurodo, kad jie „orientuoti į duomenų identifikavimo, matavimo, interpretavimo ir sklaidos procesus, kurių tikslas – aprūpinti vadybos procesą vertės kūrimo informacija bei žiniomis, užtikrinančiomis nuolatinį veiklos tobulinimą“ (Gimžauskienė, 2007).

Įmonė privalo turėti ilgalaikę strategiją ir tikslą, tam tikrą palyginimo metodiką. Kiekvienos įmonės siekis yra uždirbti pelną bei padidinti jį iki aukščiausio taško – jis gali suteikti laukiamą naudą, kadangi įmonėje sprendimai priimami realiu laiku, o jų poveikis pasireiškia po tam tikro laikotarpio. Pasak C. Pat Obi (1998), pelno didinimas iki „aukščiausio laipsnio nepaiso terminų ir pinigų srautų investicijų rizikingumo, todėl kaip ilgalaikis tikslas negali būti labai naudingas“ (Obi, 1998). Įmonės vertei didinti vertingiausi yra tie sprendimai, kurie iš esmės didina akcinį kapitalą, todėl verslas turi koncentruotis į vertės didinimo perspektyvas, ne tik į pelno siekimo klausimus.

1966 m. mokslininkų M. Gordon ir J. Linter pateikta dividendų politikos teorija, kuri pavadinta „žvirblio rankoje“ teorija. Mokslininkai įrodinėjo, kad bet kuris, norintis apsidrausti investuotojas, rinksis ne būsimų pajamų tikimybę, o atsižvelgs į dividendų išmokėjimo rodiklį. Teorija teigia, kad įmonės „vertę maksimizuoja didelis dividendų“ išmokėjimo rodiklis (Obi, 1998). Remiantis šia teorija, galima daryti išvadą, kad akcininkams svarbiausias yra grynojo pelno rodiklis, nes tai yra ta suma, kuria jie gali laisvai disponuoti – skirti investicijoms, kitiems tikslams arba išsimokėti dividendus. Kita dividendų teorija remiasi irelavantiškumo pagrindu – jos kūrėjai M. Miller ir F. Modigliani (1958) įrodinėjo, kad įmonės politika dividendų klausimu neveikia nei įmonės vertės, nei jos kapitalo kaštai, o lemia tik pajamos, gaunamos iš turto ir verslo rizika. Kuri teorija yra teisingesnė, praktiškai nustatyti sudėtinga, nes sunku tiksliai nustatyti įmonės augimo tempus.

Akcinės nuosavybės vertė turi būti suprantama kaip vienos akcijos vidutinė kaina. Geriausi investicijų bei finansavimo sprendimai įmonei leidžia iki aukščiausio laipsnio padidinti akcijų kainą, tačiau norint gauti lyginamąjį rodiklį, reikia nustatyti dabartinę grynąją vertę. Būtina suvokti esamą situaciją, atlikti analizę, norint tinkamai įvertinti ateities perspektyvas. Pasak R. Barker (2001), norint įvertinti įmonės akcijas, turi būti nustatyti pagrindiniai kintamieji: būsimųjų pinigų srautų dydis, jų kitimo galimybių grafikas, investicijų pelningumas. Nėra atsakymo, kuris kintamasis yra svarbiausias,

tačiau visuotinai priimta, kad pelno galia traktuojama kaip svarbiausias kintamasis, kuris įtakoja įmonių vertę. “Vertinant vertybinius popierius labai svarbu ne tik tai, kokį pelną gaus investuotojas, bet ir kada jis jį gaus” (Barker, 2001). Pagrindinis įmonės plėtros ir jos raidos vertinimo kriterijus apibūdinamas kaip vertė, kurią atspindi akcijų kaina.

Akcijų kaina rinkoje priklauso nuo įmonės priimamų sprendimų, kurie įtakoja įmonės vertės likvidumą. Pasak S. Adamausko (2016) „dėl greitai kintančios aplinkos įmonėms tenka sekti kiekvieną naują inovaciją ar atnaujinamą technologiją, investuoti į rizikingus projektus siekiant nepraleisti galimo technologijų šuolio rinkoje ir vis greičiau įdiegti bei sukومercinti naujas technologijas“. Didesnės vertės siekimas turi atitikti tinkamų veiksmų strategiją, kam reikalingas tikslus plėtros planas, nes žvelgiant iš teorinės pusės strateginiai sprendimai turi didinti įmonės vertę. Akcininkų naudą kūrimą nagrinėjęs J. Čepinskis (2002) pastebėjo, kad įmonės vertės sąvoka apima daug platesnę dimensiją, nei akcininkų naudą siekimas. Autorius pabrėžia, kad “kuriama nauda akcininkams, pasireiškianti dividendų mokėjimu, akcijų kainos biržoje augimu ir įmonės diskontuotų piniginių srautų augimu” (Čepinskis, 2002). Įmonės vertei didėjant kyla konkurencingumas, kuris pasireiškia rinkos, išteklių pritraukimo galimybėmis. Įmonės vertės didinimas veikia ne tik akcininkus, nes “konkurencingos ir laiminčios kompanijos sukuria reliatyviai didesnę vertę ir taip prisideda prie visuotinės gerovės kūrimo” (Čepinskis, 2002). Tinkami strateginiai sprendimai gali padidinti arba sumažinti konkurencingumą, ko pasekmė arba sukurti papildomą įmonės vertę arba sužlugdyti įmonę.

Apibendrinant galima teigti, kad šiandieninėje ekonomikoje, tarp intensyviai besivystančių technologijų, įmonėms kyla užduotis turėti tinkamą ir ilgalaikę strategiją – siekis uždirbti pelną gali atnešti laukiamą naudą jei skaičiuojant įmonės vertę išskiriami pamatiniai sėkmingi įmonės vystymosi etapai. Bandymai verslo vertę sieti tiesiogiai su įmonės finansiniais duomenimis yra praeities fenomenas, nes akcijos buhalterinė vertė neparodo ateities perspektyvų. Pagrindinis įmonės tikslas turėtų būti traktuojamas kaip visų akcininkų interesų tenkinimas, kurį pasiekti galima užtikrinus nuolatinį akcininkų vertės didinimo proceso tęstinumą. Įmonės vertės klausimas yra pateikiamas kaip naudą sąvoka, kuri apibūdinama kaip tam tikra, apskaičiuota pinigų suma. Verslo vertinimo metu nustatoma įmonės rinkos vertė (įmonės akcijų vertė) – kas yra pagrindinis kriterijus ne tik perkant/parduodant įmonę, bet ir rengiant investicinius sprendimus, siekiant efektyviai paskirstyti bei naudoti išteklius.

1.2 Įmonės vertės nustatymo metodai

Vienas iš pagrindinių įmonės tikslų yra maksimizuoti įmonės vertę, nes būtent įmonės vertė yra pagrindinis finansų matas, tačiau apskaičiuoti įmonės vertę nėra labai paprasta. Pasak I. Berzkalne (2013) „pirma skirtingų veiklų įmonės – akcinė bendrovė, viešoji įmonė, nesėkminga įmonė - turėtų būti vertinamos skirtingai“. Antra - įmonės vertė priklauso nuo vertinimo tikslo, kuris priklauso nuo vertinimo metodo – ta pati įmonė gali turėti skirtingas vertes.

Įmonių vertės valdymo problemos yra aktualios daugelį metų. Vis dažniau įmonės vertės nustatymas pavadinamas menu, o ne mokslu. Akcentuojama, kad nustatant vertę neužtenka apžvelgti tik paskutinių metų įmonės finansinius dokumentus, ataskaitų rinkinius. Reikia atsižvelgti į įvairių įmonių vertės nustatymo metodus ir būdus, kurių rezultatai gali skirtis. Universalus vertės nustatymo metodo nėra, nes rinkos sąlygomis egzistuoja aibė įmonių su skirtinga specifika. Svarbu prognozuoti įmonės ateities perspektyvas - finansinių ataskaitų analizė rodo, ar įmonė yra stipri, o ateities perspektyvų prognozavimas padeda atskirti gerą įmonę nuo geros investavimo idėjos.

Teorijoje aprašyta daug vertinimo metodų, yra skirtingų jų taikymo kombinacijų. Pasak D. Cibulskienės ir A. Padgerekienės (2011), „vertė yra pagrindinis įmonės plėtros ir jos vertinimo kriterijus, kuri atspindi akcijų kainoje“. „Akcijų kaina formuojasi priėmus tam tikrus sprendimus, o akcijų kainos ir įmonės vertės padidėjimas yra galutinis įmonės veiklos rezultatas“ (Makutėnė ir kt., 2014). Paprastai su įmonių vertinimo sunkumais susiduria biržoje nelistinguojamos kompanijos, nes listinguojamos įmonės turi orientacinę vertę – akcijų kainą. Akcijos kaina, pasak V. Rupulytės (2013) ir V. Gudonytės (2012), „tiksliai ir greitai atspindi visą turimą informaciją“. Tačiau įmonės vertės nustatymo metodų pagalba galima spręsti ar įmonės akcijų kaina yra nuvertinta, pervertinta, ar šių akcijų kaina teisinga. Įmonės rinkos vertė paprastai yra įtakojama viešųjų lūkesčių, išorės nuomonės, o tikroji vertė yra įtakojama vidaus nuomonės ir lūkesčių. „Pagrindiniai kriterijai, lemiantys akcinės bendrovės vertės nustatymo paprastumą yra vertybinių popierių rinka, finansinės ataskaitos bei pasirinktas metodas“ (Tamošiūnienė, Paškevičienė, 2016). Pasak B. Galilienės (2015), „disponavimas akcijomis yra tolygu disponavimui verslu“, ir verslo vertinimą apibūdina kaip akcijų rinkos vertės nustatymą.

T.da Cuha Pinto ir C. Machado – Santos (2011) teigia, kad vertinant įmonės vertę, tikslinga naudoti kuo platesnę rodiklių sistemą, kuri gali suteikti informacijos apie įmonę. Įmonių vertės nustatymo metodus nagrinėjantys autoriai nurodo, kad pats įmonės savininkas neturėtų vertinti savo verslo, o įmonės pirkėjai gali taikyti savo vertės vertinimo metodus.

Kiekvienas verslo pardavimas/pirkimas yra unikalus procesas, tam tikras menas ir mokslas – savininkas, tam tikrais atvejais, vadovaudamasis subjektyviu požiūriu nori parduoti už didžiausią

kainą, kuri dažnai gali atbaidyti potencialius pirkėjus. Taip pat daugelis savininkų neturi suvokimo, kiek jų verslas gali būti vertas, kas dėl kompetencijos trūkumo gali stipriai sumažinti parduodamo verslo vertę. Kaip nurodoma Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme, turto/verslo vertinimą galima apibūdinti kaip nešališką turto/verslo vertės nustatymą.

Įmonių vertės metodų taikymo klausimus nagrinėja daugelis užsienio ir Lietuvos mokslininkų, nes nuolat besikeičiančios pasaulinės ekonominės padėties sąlygomis, bandoma išspręsti dinamiškų verslo sąlygų kontekste iškylančias verslo vertinimo problemas (Lietuvoje mokslinių analizių šia tema nėra gausu – aut. pastaba). Mokslininkai nuolat stengiasi tobulinti vertės matavimo metodus. Daugelis metodų, taikomų kelis dešimtmečius, yra plačiai naudojami ir šiomis dienomis, nes yra paprasti ir žinomi. Sudėtingesnių metodų taikymas reikalauja papildomų žinių ir lėšų, jie sunkiai pritaikomi praktikoje. Mokslinėje literatūroje pateikiami įvairūs verslo vertinimo metodai, mokslininkai dažnai tą patį metodą vadina ir vertina skirtingai. 1 lentelėje pateikiamas įmonės vertinimo metodų skirstymas mokslinėje literatūroje.

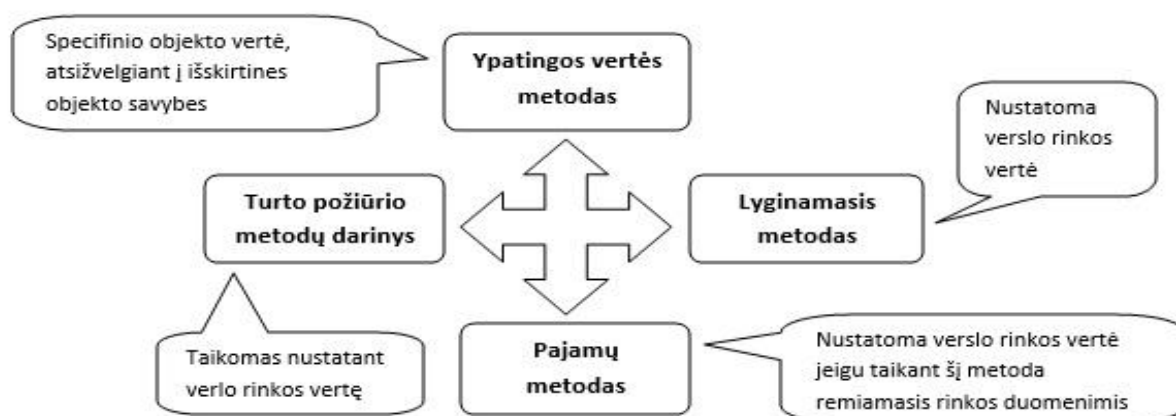
1 lentelė. Verslo vertinimo metodai

Autoriai	Verslo vertinimo metodai
Damadoran (2002)	Vidinės vertės; lyginamosios vertės; pretenzijų.
Legenzova (2001)	Turto pagrindu; rinkos kainos pagrindu; pajamų pagrindu.
Feldman (2005)	Rinkos daugiklių metodai; pajamų metodai; turto pagrįsti metodai.
Pratt (2008)	Turto vertinimu pagrįsti metodai; pajamų vertinimu pagrįsti metodai; daugiklių metodai.
Garrett (2012)	Turto pagrindu; pajamų pagrindu; pinigų srautų pagrindu.
Fernandez (2007)	Balanso duomenų pagrindu; pajamų pagrindu; prestižo pagrindu; pinigų srautų pagrindu; vertės pagrindu; investicijų pagrindu.
Giddy (2007)	Turto pagrindu; palyginimo pagrindu; pinigų srautų pagrindu; pasirinkimo pagrindu; specialiu vertinimu.
Olderogge (2013)	Rinkos požiūriu; pajamų pagrindu; turto pagrindu; savikainos metodu.
LR turto vertinimo ir verslo vertinimo įstatymas	Lyginamosios vertės metodai; atkuriamosios vertės (kaštų) metodai; naudojimo pajamų vertės metodai.

Šaltinis: Sudaryta darbo autorės, remiantis moksline literatūra.

Turto ir verslo vertinimą galima apibūdinti kaip turto vertės nustatymą, kuris remiasi nešališkumo principu, taiko Lietuvos Respublikos Vyriausybės aprobuotus ir tarptautinėje praktikoje pripažintus turto vertės nustatymo metodus. Turto bei verslo vertei Lietuvoje nustatyti taikomi Tarptautinio turto vertinimo standartų komiteto pripažinti metodai ir jų deriniai. Nuo 2012 m. gegužės 1 d. įsigaliojęs Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo Nr. XI-1497 (toliau Įstatymas) (Žin., 1999, Nr. 52-1672, 2011, Nr. 86-4139) 6 straipsnis reglamentuoja, kad Lietuvoje

turto ir verslo vertinimas turi būti atliekamas remiantis „tarptautiniuose vertinimo standartuose ir Europos vertinimo standartuose nustatytais turto ir verslo vertinimo metodais šiuose standartuose nustatytais vertinimo atvejais“ (Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, 2012). 2012 m. patvirtintoje Turto ir verslo vertinimo metodikoje Nr. 1K-159 (toliau Metodika) nurodoma, kad verslo vertinimui gali būti taikomi įvairūs metodai - tokie kaip pajamų, lyginamasis ir turto požiūrio. Atskirai išskiriamas ypatingos vertės metodas. Esant reikalui taikomi įvairūs mišrūs ir specialūs metodai (žr. 2 pav.).



2 pav. Verslo vertinimo metodai. Sudaryta autorės, remiantis „Turto ir verslo vertinimo metodika“ (2012)

Apžvelgus Metodiką, galima pastebėti, kad dalis Metodikoje nustatytų turto ir verslo vertinimo procedūrų nėra išsamiai reglamentuojamos, tam tikros nuostatos gali būti suprantamos ir taikomos dviprasmiškai. Metodikoje pateikiama nuoroda, kad atliekant vertinimus galima remtis Tarptautiniais vertinimo standartais, Europos vertinimo standartais ir kitais teisės aktais, tačiau nėra pateikiama numatytuose standartuose nustatytų metodų taikymo atvejų reglamentavimas. Metodika nereglamentuoja išsamaus nuostatų aiškinimo arba tai pastebima epizodiškai. Atkreipiamas dėmesys į tai, kad pati Metodika nepateikia konkretaus taikymo santykio tarp Metodikos, Tarptautinių vertinimo standartų ir Europos vertinimo standartų. Nėra aišku, kokia apimtimi ir kokiais atvejais atsiranda prioriteto taikymo klausimas. Teisės aktai turto ir verslo vertintojams suteikia teisę savo nuožiūra pasirinkti teisės aktą, kurio pagrindu atliekamas turto ir verslo vertinimas, kas laikoma tam tikru korupcijos veiksmu.

Metodikos 54 punktą nustato tris turto vertinimo metodus, bei suteikia galimybę taikyti jų derinius. Pagal Metodikos 55 punkto nuostatas „turto ir verslo vertinimas turi būti atliekamas ne mažiau kaip dviem vertinimo metodais“ (Metodika, 2012), tačiau susiklosčius tam tikroms aplinkybėms, galima remtis Metodikos 63 punktu, kuriame nurodoma, kada lyginamasis metodas nėra taikomas. Vadinasi, galima teigti, kad esant tam tikroms aplinkybėms, galima taikyti tik vieną turto ir verslo vertės nustatymo metodą. Taikydamas vieną metodą, vertintojas tokį pasirinkimą turi aprašyti ir

pagrįsti verslo įvertinimo ataskaitoje, tačiau ši situacija gali sukelti abejonių dėl nustatytų turto ir verslo verčių pagrįstumo. Antikorupcinio vertinimo išvadoje Nr. 4-01-4614 (2015), „Dėl turto ir verslo vertinimą reglamentuojančių teisės aktų“, nurodoma, kad daugelis Metodikos nuostatų turi būti tikslinamos, nes „neužtikrina objektyvaus turto ar verslo vertės nustatymo“. Tokia situacija sudaro galimybes piktnaudžiauti turto ir verslo vertinimo srityje.

Lietuvos vyriausias administracinis teismas byloje A-3168-575/2016 UAB „Energolinija“ dėl akcijų paketo vertinimo pažymėjo, kad nei Įstatymas nei Metodika nepateikia nuorodų į tai, koks turto vertinimo pagrindimas ataskaitoje yra pakankamas: „bet kokios rūšies turto vertinimas yra specialių žinių reikalaujanti veiklos sritis“, ir kaip plačiai jis turi būti aprašomas, nes „asmeniui, kuris neturi tam tikrų specialių žinių ar su šia sritimi sietino išsilavinimo, tikėtina nebus visiškai aiškio ir suprantamos“ sąvokos, formulės ir reikšmių nustatymo priemonės, pateikiamos ataskaitoje.

Vertintojas įmonės vertės nustatymui taikytinus metodus pasirenka priklausomai nuo vertinimo paskirties ir turto tipo. Pasirenkami metodai turi tam tikrų pranašumų bei trūkumų, pasireiškiančių vertinant tam tikrą turto tipą. Jie įvairiapusiškai priklausomi nuo pateikiamos informacijos gausumo bei patikimumo, galimybės gauti duomenis, reikalingus atlikti analizei, bei kitų veiksnių. Norint tinkamai pasirinkti tiksliausius vertinimo metodus, vertinga žinoti juos visus – taip nustatyta vertė bus patikimiausia.

Lietuvos turto vertintojai vadovaujasi tarptautiniais, Europiniais ir nacionaliniais vertinimo standartais, kurie rekomenduoja tam tikrus grupavimus, iš esmės sutampančius. Turto vertinimo požiūriai ir metodai skirstomi į *turto*, *rinkos (palyginimo)* ir *pajamų* požiūriu grindžiamas metodų grupes, kurių aprašymai pateikiami 2 lentelėje. Vertinat visais galimais „požiūriais, remiamasi rinkos duomenimis, paprastai rezultatai tapatūs nebūna“ (Galiniene, 2005). „Tarptautiniai turto vertinimo standartai nurodo, kad dažniausiai rinkos vertei nustatyti naudojami pardavimo kainų palyginimo, kapitalizuotų pajamų arba diskontuotų pinigų srautų ir kaštų metodai“ (Raslanas ir Šliogerienė, 2012).

2 lentelė. Turto vertinimo požiūriai.

Vertinimo metodų grupės	Metodai	Metodų apibūdinimas
Turto požiūriu	Išlaidų (kaštų) metodas; turto pakeitimo kaštų; balansinės vertės; likvidacinės vertė.	Skaičiavimais siekiama nustatyti, kiek kainuotų atkurti analogiškus objektus pagal vertinimo metu taikomas technologijas ir kainas.
Rinkos požiūriu	Lyginamasis metodas; kapitalo rinkos lyginimo; šakų atitikčių; kainos vienam akcininkui; naudojant daugiklius, multiplikatorius.	Siekiama nustatyti lyginant analogiškų objektų faktinių sandorių kainas, jas koreguojant pagal lygintino sandorio analogą.
Pajamų požiūriu	Pajamų kapitalizavimo skaičiavimo būdas; diskontuotų pinigų skaičiavimo būdas; perteklinio pelno; atpirkimo laiko; vidinės pelno normos.	Į turą žiūrima į pelną duodantį objektą. Pagrindas – būsimų grynųjų pinigų srautų prognozės ir jų dabartinė vertė.

Šaltinis: sudaryta darbo autorės.

Turto požiūriu (angl. *assets approach*) grindžiamos metodų grupės esmė yra pakeičiamumas – turtas vertas tiek, kiek kainuoja jį pakeisti. Metodai gana specifiški, todėl jų naudojimas labai ribotas.

Investicinės paskirties literatūroje turto požiūrio metodas nėra rekomenduotinas pasirinkimas verslo vertinimui, nes dažnai iškraipo įmonės vertės skaičiavimus. Šios metodų grupės taikymui privalomas finansinių duomenų koregavimas, to neatlikus vertės skaičiavimams naudojami įsigijimo/istoriniai kaštai. Papildomai pageidaujama įvertinti nematerialaus turto apskaitinę vertę. Tarptautiniuose vertinimo standartuose nurodoma, kad šių metodų taikymas tikslingas tuomet, kai vertinamas verslas yra investicinis arba holdingas. Turtiniu metodu pagrįsti metodai nevertina augimo, vystymosi ar plėtros galimybių, kas sudaro visas galimybes netikslumams skaičiuojant verslo vertę.

Rinkos požiūriu (angl. *Market value approach*) grindžiamos metodų grupės pagrindiniu privalumu nurodomas jų ryšys su kapitalo rinka. Verslas vertinamas konstatuojant rinkoje susiformavusią vertę. Metodai labai aiškūs, paprastai suprantami, daug skaičiavimų nereikalaujantys ir nesudėtingi. Privalumai nėra vienareikšmiškai vertinami, būtina atsižvelgti į vertinamus aspektus. Svarbiausias ir aktualiausias šių metodų trūkumas yra siejamas su pagrindiniu jų principu – palyginimu. Palyginamas objektas, norint, kad jis būtų patikimas, turi atitikti objektui, kuris veikia tame pačiame sektoriuje, turi panašias augimo bei rizikos charakteristikas. Rinkoje tokias įmones atrasti sunku, atskiruose sektoriuose galimybės nėra.

Pajamų požiūriu (angl. *income approach*) grindžiama metodų grupė yra populiariausia ir dažniausiai naudojama, nes sąlyginai turi nedaug trūkumų. Pagrindinis ir esminis šios metodų grupės privalumų yra investicinis požiūris į įmonę ir jos ateities galimybių vertinimas. Taikant šiuos metodus vertinamas augimas, kuris retai būna stabilus. Pagal augimo kitimą modelis turi būti skaidomas į sudedamąsias dalis, kas iš esmės negali išspręsti visų problemų – nustatyti neįprasto augimo periodo trukmės, jų kitimo. Diskontavimo metodų skaidymas suteikia galimybę tiksliau įvertinti pokyčius, tačiau reikalauja daugiau prognozių, kurių paklaidos gali iššaukti netikslumų. Atsižvelgiant į tai, kad modeliai yra gana lankstūs, papildomo prognozavimo paklaidų poveikis turi būti vertinamas subjektyviai.

Remiantis Sh. Pratt (2008), vertės nustatymo metodai yra skirstomi į *rinkos daugiklių*, *turtu pagrįstus* ir *pajamų* metodus. Toliau bus atliekama verslo vertės metodų apžvalga, remiantis šiuo skirstymu, abstraktus modelių atvaizdavimas su jų skaičiavimo formulėmis pateikiami metodologinėje šio darbo dalyje, 3 lentelėje.

Rinkos daugiklių metodai – vertinimas, naudojant palyginamuosius daugiklius mokslininkų darbuose yra minimas kaip paprastai ir lengvai pritaikomas. Privalumas yra tiesioginis rinkos informacijos naudojimas, įmonės vertinimas konkurentų požiūriu, pakankamai mažas prielaidų poreikis ir mažesnės laiko sąnaudos (Nissim, 2011; Pandey, 2010). Pasak D. Nissim (2011), kadangi vertė priklauso ne nuo vieno, o nuo kelių finansinių rodiklių, „*ji gali būti nustatoma tik įmonėms su teigiamais finansiniais rodikliais, nes neigiami finansiniai rodikliai rezultatą daro beprasmi*“. Metodų pritaikymas tampa sudėtingas nuosmukių laikotarpiais, didesnių palaidų galimybė, nes labai panašiu

įmonių realybėje nėra. Vienu iš svarbesnių trūkumų įvardijamas rinkos daugiklių statiškumas, nes šiais metodais nustatyta vertė yra įvertinimas konkrečiam laiko momentui.

Kainos ir pelno koeficiento metodai (angl. *Price-to-earnings multiple*). Cabot Benjamin Grahm savo veikale „The Intelligent Investor“ (1949) pateikė strategiją, kurios tikslas yra atrasti nuvertintas ar pervertintas akcijas. Šis vertinimo metodas yra priskiriamas prie lyginamųjų vertės nustatymo metodų, kadangi atliekant skaičiavimus vertinamas įmonės ir kitų sektoriuje dirbančių įmonių rodikliai. Pasak A. Damodaran (2002), koeficientas gali būti apskaičiuojamas vertinant istorinį pelną vienai akcijai, dabartinį ir būsimą pelną vienai akcijai. Kainos ir pelno koeficientas kartais dar vadinamas kainų arba pajamų kartotiniu. Nors šis koeficientas turi trūkumų, tačiau jis yra labiausiai priimtinas metodas įvertinant potencialias investicijas.

VŠĮ Lietuvos ekonominės plėtros agentūros inicijuotame projekte TRANSREGIO (2006), kuriame dalyvauja 7 šalys (Austrija, Prancūzija, Vokietija, Italija, Lenkija, Slovėnija ir Lietuva), ir kurio tikslas yra suprasti pirkėjų bei pardavėjų lūkesčius verslo pardavimo metu, teigiama, kad šis metodas yra tinkamas listinguojamoms įmonėms, nes „kainų daugikliai apskaičiuojami pagal akcijų rinkose listinguojamų bendrovių kainas ir veiklos rodiklius“ (TRANSREGIO, 2006). Įmonei nedalyvaujant akcijų rinkose, šio koeficiento vertė tampa subjektyvi. A. Damodaran (2012) ir J. Kumah (2009) nurodo šio metodo privalumus ir trūkumus. Autoriai teigia, kad koeficientą lengva apskaičiuoti, jis paremtas tikromis faktinėmis vertėmis ir duomenys jos apskaičiavimui yra lengvai prieinami. Trūkumais įvardijama tai, kad nėra atsižvelgiama į įmonės finansinių rodiklių visumą, kas nulemia ženkliai paklaidas. Skaičiuojant šį koeficientą, galima manipuliacija pajamomis, tam tikrais apskaitos sprendimais. Klaidingas požiūris, kad žemas koeficientas atspindi žemą įmonės vertę. Negalima koeficiento skaičiuoti, kuomet pelnas vienai akcijai yra neigiamas.

Kainos ir pardavimų metodas (angl. *Price-to-sales-multiple*). Kainos ir pardavimų metodo esmė yra palyginti įmonės akcijų kainą su generuojamomis pajamomis, kurios tenka vienai akcijai. Šis metodas, kaip ir kainos ir pelno koeficiento metodas, yra lengvai suprantamas ir apskaičiuojamas, tačiau naudojamas daug rečiau. Pasak A. Damodaran (2002), šis metodas gali būti pritaikytas jaunoms ir turinčioms sunkumų įmonėms, nes pelno faktorius yra žymiai jautresnis ekonominiams ciklo svyravimams nei pajamos. Šio koeficiento pagalba galima išskirti neefektyviai valdomas įmones. Koeficiento pagalba galima identifikuoti pervertintas ar neįvertintas įmones, lyginant su jų kaina rinkoje. A. Damodaran (2002) ir G. Kancerevyčius (2009) pateikia šio metodo privalumus ir trūkumus. Kaip privalumas išskiriama pajamų koeficiento svarba, nes pajamomis negalima manipuliuoti taip, kaip pelnu, tačiau vertinant reikia atkreipti dėmesį į įmonėje taikomus pajamų pripažinimo metodus. Pajamų koeficientas yra pastovesnis, jį mažiau veikia verslo cikliškumo svyravimai. Įmonės, kurios sukuria labai greitą ir aukštą pajamų augimo tempą, rodiklis gali būti aukštesnis, tačiau uždirbtus pinigus jos gali valdyti neefektyviai, kas yra šio metodo esminis trūkumas.

Kainos ir balansinės vertės metodas (angl. *price-to-book value ratio*). Kainos ir balansinės vertės metodas remiasi kainos ir balansinės vertės koeficientu. Šis metodas yra paplitęs ir plačiai naudojamas investuotojų. Pasak A. Damodaran (2002), vertinant įmonę šiuo metodu remiamasi įmonės verte rinkoje ir balansine visų aktyvų verte. Investuotojai, vertindami koeficientą, gali nustatyti ar įmonė vertinga kaip nuosavybės ar investavimo objektas. Konservatyvi šio dydžio paskaičiavimo teorija teigia, kad jo didžiausias trūkumas yra nematerialaus turto nevertinimas, dėl to jis netinkamas naudoti technologijų arba paslaugų sektoriuose. A. Damodaran (2012) teigia, kad šis metodas taip pat tinkamas nustatyti įmonės pervertinimo arba neįvertinimo faktorių. Autorius nurodo ir kitus šio metodo privalumus – kadangi balansinė vertė yra gana patikimas matmuo, jis tinkamas lyginti su rinkos reikšmėmis bei gali būti naudojamas net ir nepelningų įmonių vertei nustatyti. Kaip trūkumus autorius nurodo įmonėse naudojamus skirtingus apskaitos sprendimus, standartus – dėl to koeficientas negali būti lyginamas. Šio metodo koeficientas reikšmingai skiriasi tarp skirtingų pramonės šakų.

Vertės ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją metodas (angl. *EV/EBITA*). Šis metodas yra populiarus, nes naudojamas įmonių akcijoms įvertinti. Koeficientas parodo, kokia įmonės akcijos vertė, palyginus su jos EBITDA, įvertinant įmonės skolas. A. Damodaran (2002) teigia, kad metodas išskirtinai tinkamas toms įmonėms, kurios veikia sektoriuose, reikalaujančiuose didelių finansinių išteklių. Kaip privalumus autorius pateikia žymiai lengvesnį palyginimą su įmonėmis, turinčiomis skirtingus finansinius svetus. Nurodo, kad rinkoje mažiau įmonių, turinčių neigiamus EBITDA rodiklius, nei įmonių, kurios turi neigiamus pelnus.

Turtu pagrįsti metodai - paremti samprata, kad vertė ir kaštai yra susiję, jie grindžiami principu, kad joks turtas negali būti įvertintas daugiau nei jo dalių pakeitimas kita kaina. Pasak V. Kazlauskienės (2007), visi turtu pagrįsti metodai remiasi įmonės balansu, kas leidžia apskaičiuoti įvairias vertes. Balanso koregavimas būtinas dėl infliacijos, rinkos pokyčių. Šie metodai taikomi daugiau atskiro turto vieneto vertinimui, o ne verslo vertės nustatymui. Gaunami rezultatai atspindi mažiausią verslo vertę, nepilnai atspindi įmonės sinergiją, tik atskiras turto vertes, sunku įvertinti nematerialų turtą – reputaciją, augimo galimybes.

Balansinės vertės metodas (angl. *book value*). Šis metodas yra vienas paprasčiausių ir lengviausiai pritaikomų įmonės vertės nustatymo metodų. Pasak D. Jenkins ir G. Kane (2006), šio metodo skaičiavime remiamasi tik įmonės apskaitos duomenimis. Finansų teorijoje ir praktikoje figūruoja du pagrindiniai verčių matai: „rinkos vertė“ ir „buhalterinė vertė“. Rinkos vertė turėtų parodyti kainą, už kurią būtų realu įsigyti turtą o buhalterinė vertė tiesiog parodo, kokia to turto vertė esamu momentu pagal įmonės finansinę apskaitą. Pasak Fernandez (2002), balansine verte laikomas skirtumas tarp viso įmonės balansinio turto bei įsipareigojimų. TRANSREGIO (2006) pabrėžiama, kad balansinės vertės metodas taikomas stabilioms įmonėms, kurių verslas paremtas daugiausiai materialiuoju turtu. Ernst&Young Baltic (2008), J. Kumah (2009) ir P. Fernandez (2002) pateikia šio

metodo privalumus ir trūkumus. Metodo privalumais pateikiami tokie požymiai, kaip lengvas metodo apskaičiavimas ir tinkamumas naudoti toms įmonėms, kurios dirba nuostolingai arba yra finansiškai nuostolingos. Didžiausiu trūkumu įvardijama ilgalaikio turto vertė, kuri gali būti pervertinta arba neįvertinta, todėl balanse nėra atspindima tikroji jų rinkos vertė. Pabrėžiamas rinkos ir balansinės verčių konfliktas.

Pakoreguotos balansinės vertės metodas (angl. *adjusted book value*). Pasak J. R.Hitcher (2011), šio metodo pranašumas prieš balansinės vertės metodą yra tas, kad, atsižvelgiant į rinkos vertes yra koreguojamos turto ir įsipareigojimų vertės. Dėl šios priežasties yra išvengiama netikslumų. Autorius pažymi, kad šį metodą reikia vertinti gana skeptiškai, nes jis nėra tikslus ir gana rizikingas tikrajai įmonės vertei nustatyti. Ernst&Young Baltic (2008) nurodo, kad metodas yra tinkamas naudoti finansiškai silpnoms ir nuostolingai dirbančioms įmonėms, kas yra šio metodo privalumas. Trūkumams priskiriami tokie pastebėjimai, kad metodas nevertina nematerialaus turto, neatspindi diskonto normos ir įmonės pelnas bei neįtraukiami nenumatyti, bet galimi įsipareigojimai. Šis metodas labiausiai tinka toms įmonėms, kurioms įtakos nedaro nematerialus turtas, kai įmonė nėra pelno siekianti organizacija, taip pat jei bus įsigyjama konkurento, kuris dirba tame pačiame sektoriuje.

Likvidacinės vertės metodas (angl. *liquidation value*). Likvidacinė įmonės vertė bendrąją prasme apibrėžiama kaip pinigų suma, kurią galima gauti skubiai parduodant verslą, t. y. labiausiai tikėtina pardavimo kaina. Likvidacinė įmonės vertė yra gaunama pardavus visą turtą bei padengus skolas. Šiuo metodu skaičiuojama įmonės vertė dažniausiai būna mažesnė nei skaičiuojama remiantis balansinės vertės metodu. Nematerialus turtas – prestižas, intelektinė nuosavybė, prekės ženklas – nėra įtraukiamas skaičiuojant likvidacinę įmonės vertę. Ernst&Young Baltic (2008), teigimu šio metodo pagalba nustatoma žemiausia, apatinė rinkos vertė. TRANSREGIO (2006) nurodo, kad jei įmonė dalyvauja įmonių susijungime ar įsigijime, šis metodas nėra tinkamas įmonės vertei nustatyti. T. Koller *et al* (2005) nerekomenduoja taikyti šio metodo įmonės vertinimui, nebent įmonei artimiausiu metu gresia likvidavimo procesas.

Pakeitimo vertės arba pakeitimo kaštų metodas (angl. *replacement value*). Metodas remiasi pakoreguotos balansinės vertės skaičiavimu. Ryšys tarp įmonių investicijų į materialųjį kapitalą yra nagrinėjamas investicijų teorijos, kurią sukūrė Nobelio premijos laureatas J. Tobin (1981). Laureatas teigė, kad planuojant investicijas į bet kurį kapitalą, jų spartą galima numatyti remiantis kapitalo rinkos vertės bei jo pakeitimų kaštų santykiu. Kaip matome, J. Tobin teorija yra siejama su akcijų rinka, didžiąją įmonės vertės dalį sudaro jos turimas turtas. Vadinasi padidėjus akcijų kainai, didėja galimybė, kad įmonės kapitalo reikšmė didėja ir priešingai. Pasak M. McMillan (2011), koeficientas skaičiuojamas vertinat įmonės turto rinką. Y. Rashid (2008) nurodo, kad šis metodas yra priimtinas besivystančių ir išsivysčiusių finansų rinkose. M. Krist (2008) teigia, kad J. Tobin koeficiento pagalba galima tiksliai apskaičiuoti įmonės nematerialaus turto vertę. Ernst&Young Baltic (2008) ir T. Koller

et al. (2005) pateikia šio metodo trūkumus – keičiamas tik materialusis turtas, be to jis gali būti pakeistas ne visas. Per dideli turto pakeitimo kaštai, kurie dėl technologinių ar ekonominių priežasčių gali viršyti net pačios vertinamos įmonės vertę.

Pajamų metodai – šie metodai mokslininkų darbuose vadinami kaip dominuojantys, vertinant įmonės vertę, nes turtas vertinamas ne kaip suma, o kaip objektas, kuris duoda pelną. Verslo vertę nulemia būsimos pajamos, planuojamos gauti ateityje. Pajamų požiūriu vertinant įmonę, planuojami veiklos rezultatai transformuojami į rodiklį, vadinamą verslo verte. Esminiu pajamų metodo trūkumu įvardijamas informacijos patikimumas, kaip privalumas pabrėžiamas tikimybė, kad vertinamojo turto vertė objektyviai atsispindės turto vertės rinkoje. Pajamų metodai nėra plačiai paplitę, nes į įmonę žiūrima kaip į tam tikro turto sumą, o ne kaip į tęstinę veiklą vykdančią subjektą.

Diskontuoto (būsimo) pelno metodas (angl. *discounted (future) earnings*). Šiuo metodu įmonės vertė apskaičiuojama diskontuojant būsimą pelną. A. Baron (2007) nurodo, kad pelno prognozė turi būti sudaroma penkeriems metams į priekį, pagal tris scenarijus – pesimistinį, labiausiai tikėtiną ir optimistinį. Diskontuojant ateities pelną, prognozuojamos būsimos pajamos po penkerių metų, kurios diskontuojamos po penkerių metų pasirinkta diskonto norma. P. Alfonsi (2014) pažymi, kad diskonto norma yra apibūdinama kaip grąža, kuri atspindi investicijos rizikas bei reikalinga norint pritraukti kapitalą. Atlikus visus veiksmus apskaičiuojama įmonės vertė – prie prognozuojamo pelno bei dabartinės būsimo pelno vertės po šešerių metų pridedama dabartinė įmonės vertė.

Diskontuotų dividendų metodas (angl. *discounted dividend cash flow*). Metodo vertinimas remiasi dividendų kaip būsimų pinigų vertės skaičiavimu. Pasak M. Brigham (2009), šis metodas naudojamas įmonių vertei nustatyti, kurios pastoviai moka dividendus. A. Damodaran (2012) pabrėžia, kad metodas sudarytas iš kelių sudedamųjų: visų pirma apskaičiuojama nuosavo kapitalo kaina bei dividendai. Vertinant ateinančių laikų dividendus, remiamasi galimybe apie tikėtiną įmonės pajamų augimą ir būsimųjų dividendų išmokėjimo koeficientų vertę. Reikalaujama grąžos norma nustatoma įvertinant įmonės rizikingumą. A. Tagliani (2008) ir N. Gandevani (2009) pataria atkreipti dėmesį į vieną pagrindinių šio modelio trūkumų, susijusį su būsimu dividendų augimo tempu – dėl nuspėjimo galimybės sunkumo. Šiuo metodu sudėtinga nustatyti vertę toms įmonėms, kurios rinkoje yra traktuojamos kaip jaunos, nes toks verslas tendencingai pinigus reinvestuoja į verslą.

Kapitalizuoto pinigų srauto metodas (angl. *capitalized cash flow method*). Metodo pagrindas yra pelno kapitalizavimo normos apskaičiavimas ir laisvų pinigų srautų prognozės sudarymas. Metodas labiausiai vertinamas kaip tinkamiausias palyginti mažo verslo vertinimui. Sh. Pratt (2008) pabrėžia, kad skaičiavimuose naudojama kapitalizavimo norma prognozuojamo būsimo laisvo pinigų srauto reikšmę diskontuoja į vertę dabartiniu metu.

Perteklinio pelno metodas (angl. *excess earnings*). Mokslinėje literatūroje šis metodas aptariamasis bei vertinamas gana prieštarinčiai. Vieni autoriai jį priskiria prie pajamų metodų, kiti aptarinėja jo

priklausomybę mišriųjų vertinimo metodų grupei. Pasak Sh. Pratt (2008), šis metodas labiau atitinka pajamų metodų grupės priklausomybės kriterijus. Aptariamasis metodas ypatingas tuo, kad suteikia galimybę paskirstyti materialiojo ir nematerialiojo turto santykines dalis į įmonės vertę. D. Laro (2005) nurodo, kad metodo skaičiavimuose atliekamas viso materialaus, taip pat nematerialaus turto įvertinimas. Metodo atsiradimas sietinas su siekiamybe atskirti ir įvertinti įmonės prestižą, reputaciją bei žinomumą.

Nuolatiniai pasikeitimai finansų rinkose reikalauja naujo mąstymo ir naujų rodiklių, reikalingų tikslesnei įmonės analizei. Kurie, pasak D. Cibulskienės ir A. Padgureckienės (2011), „*ne tik tiksliau parodytų įmonės vertės kitimą, bet ir būtų lengvai suprantami ir galėtų tarnauti kaip objektyvūs įmonių valdymo įrankiai*“. Mokslininkai pažeria daug kritikos dėl tradicinių finansinių rodiklių informacijos naudojimo, ypač jei įmonė veikia tarptautiniu mastu. Klausimuose dėl įmonės akcijų rinkos vertės nustatymo pabrėžiama svarbesnė istorinė jų reikšmė, nes rengiant strateginius valdymo sprendimus jų vertė mažėja. Finansinių rodiklių naudojimas teikia vis mažesnę naudą: finansinė atskaitomybė investuotojui yra naudinga tuomet, kai artimai koreliuoja su rinkos verte, o vertinant daugelio didesnių įmonių atvejus šie rodikliai gana stipriai nesutampa.

Apibendrinant aptartus vertės nustatymo metodus, galima teigti, kad kokybišką vertės matavimą nulemia grupė rodiklių, kurie sudaro posistemio elementų grupę. Neužtenka žinoti, įmonės veikla pelninga ar ne, svarbu valdyti informaciją apie posistemio elementų, atskirų padalinių veiklos efektyvumą ir pelningumą. Tradiciniai vertės matavimo rodikliai, kurie apskaičiuojami remiantis turto, rinkos ir pajamų požiūriu, vertę įvertina nevisapusiškai, nepajėgūs įvertinti tikrųjų įmonės vertę kuriančių veiksmų. Tam būtina vertę skaičiuoti remiantis veiklos vertinimo būdais, kurie grindžiami kaštų, srautų apskaita, subalansuotais rodikliais. Tradiciniai įmonės vertės nustatymo metodai negali įvertinti veiksmų, kuriančių vertę. Vertinant įmonę atliekami tradiciniai vertinamieji skaičiavimai – grynojo pelno, pardavimo pajamų santykiai su įmonės kapitalo rodikliais, turtu, tačiau skaičiavimuose nėra vertinami kapitalo kaštai. Įmonė, uždirbdama pakankamai grynojo pelno, iš tikrųjų gali patirti nuostolį. Dėl šios priežasties buvo sukurtas EVA metodas, kuris leidžia įvertinti įmonės veiklą ir parodyti jos sukurtą (arba ne) pridėtinę ekonominę vertę.

Ekonominės pridėtinės vertės (EVA) metodas ir jo taikymo ypatumai - planuojant įmonės veiklą atsižvelgta į srautus, ir imta vertinti pinigų vertę ateityje, todėl iškilo būtinumas palyginti įmonės vertę su kitos įmonės verte. Spręsdama šią problemą, konsultacinė įmonė „Stern&Co“ vertinimo procese pradėjo taikyti naują rodiklį, kurį pavadino EVA (angl. *economic value added*). Mokslinių straipsnių, susijusių su EVA teorijos taikymu per 27 metus gana gausu, tačiau pasak A.K. Sharma (2008), „EVA modelio sąvoka vis dar kuriama, vysta įvairios diskusijos, ypač išsivysčiusiose šalyse“. Mokslininkai nesutaria dėl EVA taikymo naudingumo, vis dar iškyla daug klausimų dėl informacijos patikimumo, jos iškraipymų. Didžiausiu metodo trūkumu laikomas sudėtingas apskaitos

informacijos pritaikymas. EVA skaičiavimo metodą taiko daug pasaulyje verslo lyderiais pripažintų kompanijų – Coca Cola, Siemens, Disney, Sony, IBM ir kt.

Nuo 1990 m. praktikoje pradėtas taikyti EVA vertės skaičiavimo metodas atitinka daugumą reikalavimų, kurie keliami vertės matui, atspindinčiam vertės kūrimą ir kaip galimą instrumentą vertei valdyti. Pasak D. Cibulskienės ir A. Padgureckienės (2011), akcininkų nuosavybės vertės didinimo suvokimas pareikalavo požiūrio į veiklos efektyvumo nustatymo pakeitim, todėl veiklos efektyvumo matavimo faktorius įtraukiamas į sąnaudas, kurios priskiriamos akcininkų nuosavybei. Kaip teigia S.K. Panigrahi *et al.* (2014), „EVA yra veiklos matavimo įrankis, kuris sukelia konfliktines situacijas tarp įmonės vadovų ir akcininkų“.

EVA kūrėjas B. Stewart atskirai aptarė įmonės akcininkų nuosavybės kūrimą, nes vertės didinimas sudaro sąlygas verslui egzistuoti bei pritraukti lėšas verslo vystymuisi. Akcininkų nuosavybės kūrimo procesas atsispindi akcijų kainų pasikeitimuose per tam tikrą laikotarpį, mokamuose dividenduose, akcijų išleidime, tam naudojant įmonės lėšas. Įmonės, kuri negauna tam tikro pakankamo pelno, akcijų kaina turi tendenciją mažėti, ji mokės palūkanas, kurios bus didesnės už banko paskolas ar obligacijas. Įmonės sukurtą vertę galima išmatuoti remiantis finansinės atskaitomybės dokumentais. Akcininkų nuosavybė didėja įtakojama informacijos, kuri patenka į akcijų rinką. Pasak V. Boguslauskos ir G. Jagelavičiaus (2002), literatūroje yra įrodyta akcijų kainos priklausomybė nuo įmonės sukurtos vertės.

Skaičiuojant EVA, laikomasi ekonominio požiūrio, todėl kartu su apskaitinėmis išlaidomis vertinamos ir numanomos išlaidos. Metodas paremtas idėja, kad akcininkas turi gauti kompensuojamą grąžą, kuri atsiranda dėl prisiimamos rizikos – vadinasi, investuotas kapitalas turi duoti minimaliai tokią pačią grąžą, kaip ir investuotas rinkoje į panašios rizikos įmonę. Jei akcininkas mažiausiai tokios pačios grąžos negauna, vadinasi akcininko požiūriu pelnas nebuvo uždirbtas, kompanijos veikla apibūdinama kaip mažinanti jo kapitalą. EVA reikšmės nustatymas gali pagelbėti planuojant papildomų lėšų investicijas. Laukiama EVA turi didelę įtaką akcijų kainai ir įmonės augimui. Jei lūkesčiai yra priešaringi, akcijų kaina svyrus ir bus neįmanoma nustatyti aiškaus santykio tarp EVA ir akcijų kainos. EVA rodiklis parodo, ar įmonė uždirbo veiklos pelno, kuriuo gali padengti kapitalo, sunaudoto tam pelnui uždirbti, pritraukimo kainą. EVA nubrėžia liniją tarp veiklos rezultatų, kurie yra priimtini ir nepriimtini.

B. Stewart EVA apskaičiavo kaip NOPAT (angl. *net operating profit after taxes*) – t. y. grynojo veiklos pelno po mokesčių ir kapitalo kainos (angl. *capital cost*) skirtumą:

$$EVA = NOPAT - \text{kapitalo kaina}; \quad (1)$$

Viena iš sudedamųjų dalių, skaičiuojant EVA rodiklį, yra grynojo veiklos pelno po mokesčių, bet prieš palūkanas NOPAT apskaičiavimas. NOPAT nėra veikiamas trumpalaikių kapitalo struktūros bei palūkanų pokyčių, jis yra grynasis veiklos rezultatas. Pasak A. Chakrabarti (2009), NOPAT yra rodiklis, parodantis teikiamos grąžos vertę akcininkams. Šis rodiklis dažnai vertinamas kaip grynojo pelno analogas. Kaip teigia V. Vitunskienė (2013), „EVA apskaičiuojama kaip grynojo veiklos pelno po mokesčių (NOPAT) ir kapitalo kaštų skirtumas“. NOPAT EVA formulėje apskaičiuojamas jį vertinant remiantis ekonominiais principais, dalinai koreguojant finansinės atskaitomybės ataskaitas. Kaip skiriasi grynojo pelno ir NOPAT skaičiavimas aptarė V. Boguslauskas ir G. Jagelavičius (1998). Skaičiuojant NOPAT tenka atlikti korekcijas tradicinėse finansinėse ataskaitose.

Visų pirma, patariama atkreipti dėmesį į kapitalizuotas veiklos sąnaudas, nes tos sąnaudos, kurios gali būti traktuojamos kaip investicijos, turi būti kapitalizuojamos. Patiriamos sąnaudos yra nurašomos per vieną laikotarpį, o generuoja vertę per kitus laikotarpius. Tai ypač aktualus įmonėms, kurios užsiima statybos, rekonstrukcijos darbais, vykdo tyrimus. Kitas aspektas yra palūkanų bei skolinto kapitalo kainos įvertinimas, nes NOPAT skaičiavimuose palūkanos nėra vertinamos – tai daroma skaičiuojant kapitalo kainą. Skaičiuojant veiklos pelną galima atrasti gana nemažai trūkumų, iškreipiančių tikrąjį ekonominį vaizdą ir reikalaujančių atlikti korekcijas, norint apskaitinį pelną konvertuoti į ekonominį pelną. Pagrindinės korekcijos vykdomas atsižvelgiant į „nesėkmių apskaitą“, atidėtuosius mokesčius, beviltiškų skolų ir kitų atidėjinių rezervus, išankstinius apmokėjimus, nes EVA skaičiavimas paremtas principu – kapitalo įdėjiniai ir iš jų gautos pajamos. Raginama atkreipti dėmesį į nusidėvėjimo rodiklį, nes apskaitinis nusidėvėjimas nėra vertinamas kaip ekonominis nusidėvėjimas. Korekcijos reikalingos tam tikrais atvejais. Mokslininkai teigia, kad visi koregavimai yra svarbesni vertybinių popierių analitikams, o įmonės mastu atliekant skaičiavimus korekcijų daryti nebūtina.

Skaičiuojant EVA rodiklį, būtina nustatyti kapitalo kainą:

$$\text{Kapitalo kaina} = C * WACC; \quad (2)$$

Čia: C – kapitalo apimtis; WACC – vidutinė svertinė kapitalo kaina.

Įmonės kapitalas sudarytas iš kelių rodiklių, kiekvieno iš jų kaštai skiriasi bei nurodo kiekvieno rodiklio svorį bendrajame įmonės kapitale. Skolinto kapitalo kaštai yra dydis, išreikštas procentais ir nurodantis skolinto kapitalo kainą įmonei. Nuosavybės kapitalo kaštus įvertinti yra daug sudėtingiau nei skolinto kapitalo. Skaičiavimo procesas sudarytas iš trijų pakopų. Visų pirma reikalinga apskaičiuoti akcininkų nuosavybės reikalaujamą grąžą po mokesčių, antra būtina nustatyti akcininkų nuosavybės dalį visame įdarbintame kapitale. Trečiasis etapas apima efektyvios pelno mokesčio normos nustatymą.

Kaip jau minėta, kapitalas suprantamas kaip nuosavas ir skolintas. Šios dvi kapitalo komponentės yra skirtingos prigimties, nes skolintas kapitalas traktuojamas kaip turto įsigijimo šaltinis, už kurį mokamos palūkanos, o nuosavas kapitalas gali būti suvokiamas neteisingai ir vertinamas kaip „nemokamas“. Skaičiuojant EVA rodiklį mokslininkai siūlo nesiremti vidutinėmis reikšmėmis, o naudoti kapitalo apimtį laikotarpio pradžioje. Pasak B. Stewart, skaičiuojant NOPAT yra įvertinama dalis pajamų, gaunamų per metus. E. Makelainen (1998) siūlo skaičiuojant netraukti einamųjų metų rezultato.

Infliacijos poveikio problema keliamą kaip veiksnys, iškreipiantis įmonės kapitalo vertę. Net jei infliacija yra pastovi, susidaro neatitikimas tarp turto gyvavimo periodo ir infliacijos poveikio. Ilgėjant turto gyvavimo trukmei, didėja skirtumas tarp rinkos ir balansinės kapitalo verčių, o didėjant abiem veiksniams atotrūkis darosi žymiai ryškesnis. B. Stewart atkreipia dėmesį į tai, kad tikrosios kapitalo vertės nustatymo procesas yra sudėtingai įgyvendinamas praktiškai. Reikia atkreipti dėmesį į gaunamą naudą, kuri gali būti labai nežymi, todėl kiekvienu konkrečiu atveju reikia vertinti gaunamos naudos ir kainos santykį.

Dar viena sudedamoji dalis, kuri naudojama apskaičiuojant EVA, yra vidutinės svertinės kapitalo kainos skaičiavimas WACC (angl. *weighted average capital cost*). Įmonė, finansuodama savo veiklą, įgyvendindama tam tikrus investicinius projektus gali naudoti išorinius ir vidinius finansavimo šaltinius. Pasirenkant finansavimo šaltinį, svarbu tinkamai įvertinti jo kainą ir riziką, lyginant jį su gautinu pelningumu. WACC yra laikoma ta kapitalo kaina, kurią įmonė sumoka už tai, kad kreditoriai ir akcininkai verslui finansuoti perleidžia savo lėšas. Visais atvejais WACC priklauso nuo esminių elementų – nuosavo ir skolinto kapitalo santykio, skolinto ir nuosavo kapitalo kaštų, kurie paprastai apskaičiuojami naudojant CAPM metodą. CAPM metodas neatrodo sudėtingas skaičiavimuose, tačiau realioje praktikoje jis susideda iš įvairių sudedamųjų dalių ir turi begalę niuansų, dėl ko tarp specialistų kyla daug ginčų. CAPM metodas remiasi prielaida, kad investuotojai tikisi gauti palūkanas - procentą už prisiimamą riziką, papildomą priedą ir svarbiausia - nepatirti jokių nuostolių (nerizikingų Vyriausybės vertybinių popierių pelningumas). Akcijų pelningumas dėl tam tikrų prielaidų skiriasi nuo rinkos Vyriausybės vertybinių popierių pelningumo – šis nuokrypis vadinamas β (beta) koeficientu.

$$RE = RF + \beta * (RM - RF) ; \quad (3)$$

Čia: RE – nuosavo kapitalo kaina; RF – bazinė pelno norma; RM – rinkos vidutinė pelno norma; β – beta koeficientas.

Apskaičiuojant skolinto kapitalo kainą palūkanų norma yra žinoma, todėl papildomų problemų nekyla. Tačiau skaičiuojant skolinto kapitalo kainą būtina atkreipti dėmesį į tai, kada įmonės mokamos palūkanos nėra apmokestinamos, todėl svarbu įvertinti mokesčių poveikį.

Kadangi verslas dažniausiai yra finansuojamas tiek skolintu, tiek nuosavu kapitalu, WACC atvaizduoja alternatyvias kapitalo panaudojimo sąnaudas ir apskaičiuojamas pagal formulę:

$$WACC = w_e \times k_e + w_d \times k_d \times (1-T); \quad (4)$$

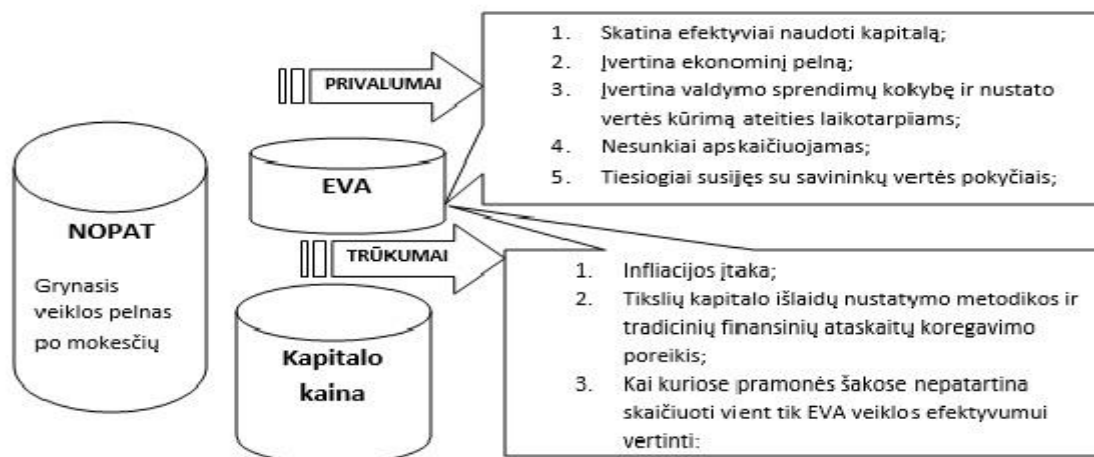
Čia: w_e – nuosavo kapitalo dalis kapitale; k_e – nuosavo kapitalo kaina; w_d – skolinto kapitalo dalis kapitale; k_d – skolinto kapitalo kaina.

Vertinant įvairaus rizikingumo projektus, negalima akiai pasikliauti WACC rodikliu, nes būtinas papildomas rizikos vertinimas.

EVA yra ne tik vertinimo metodas, jis grindžiamas motyvacija palengvinti įmonės veiklą ir atskaitomybę visais įmonės lygmenimis. Pašalina ekonominius iškraipymus, įvertina visus svarbius veiksnius, kiek augo įmonė ir kiek tas augimas kainavo. Jei EVA rodiklis yra neigiamas, tai dar nereiškia, kad reikia stabdyti tam tikrą įmonės veiklą arba veiklos sermentą. Tokią situaciją galima traktuoti kaip akcininko laimėjimą, nes rizika atsipirko nuosavo kapitalo grąža ir tai parodo, kad kapitalas yra neteisingai paskirstytas. EVA parodo ankstesnių įmonės sprendimų įtaką akcijų kainai ir rinkos vertės pokyčiams. Nepaisant EVA metodo privalumų, jis turi trūkumų: ignoruoja pinigų srautus, neįvertinama infliacija, sunku rasti teisingą kainą nuosavybėje, todėl nėra tinkamas visoms įmonių rūšims. Skaičiuojant EVA, remiamasi finansų apskaitos metodais – pajamų ir sąnaudų pripažinimu, dėl ko gali atsirasti manipuliavimo galimybės, veikiančios sprendimų priėmimą.

EVA metodas laikomas patraukliu dėl savo universalumo, kadangi parodo kokių sprendimų priėmimas naudingas verslo subjektams. Pasak M. Chmieliauskaitės (2006), „ilgą laiką mažėjant vertei, įmonė turėtų pradėti restruktūrizacijos procesą arba pertvarkyti išlaidas“. Ekonominės pridėtinės vertės metodas siejamas su savininkų turto vertės pasikeitimu – akcininkų turto vertei didėjant, didėja ir įmonės ekonominės pridėtinės vertės rodiklis. 3 paveiksle darbo autorė susistemintai apžvelgia pagrindinius EVA metodo privalumus ir trūkumus.

Šiuo metu tai vienas labiausiai paplitusių metodų, kuris leidžia gana glaustai bei apibendrintai įvertinti įmonės vertę, jos veiklą bei efektyvumą. EVA atskleidžia, koks svarbus yra efektyvus kapitalo panaudojimas, parodo esantį pelningumo ir kapitalo ryšį, kuris būtinas norint gauti pelną. EVA rodiklį reikia atsargiai naudoti vyraujant didelei infliacijai. „Tačiau jei iš anksto žinomos šio rodiklio silpnybės, šių trūkumų galima išvengti“ (Makelainen, Roztocki, 1998).



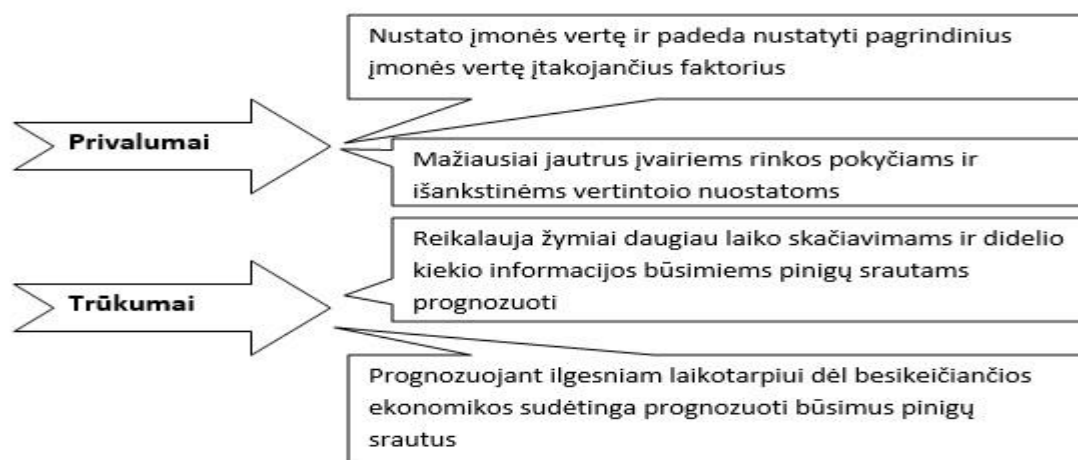
3 pav. Pridėtinės ekonominės vertės (EVA) metodo privalumai ir trūkumai. Sudaryta darbo autorės.

Apibendrinant galima teigti, kad EVA rodiklis suteikia vertingą informaciją gerovės kūrimui ir gali būti naudojamas valdymo sprendimams priimti, tačiau jis gali būti naudojamas tik kaip vienas iš komponentų subalansuotam įmonės vertės nustatymui. EVA pranašumas yra kapitalo kainos įvertinimas, tačiau tuo pačiu atsiranda trūkumas, nes nėra vertinama pinigų laiko vertė. Amerikiečių kompanija *GATX Corporation* išskyrė esminį EVA metodo trūkumą, pabrėždama, kad jis gali būti svarbus tik įmonei investuojant trumpuoju laikotarpiu. Esant ilgalaikėms investicijoms, EVA metodo reikšmė nėra objektyvi. Šio rodiklio nereikėtų vertinti kaip besąlyginio veiklos mato, nes jis nėra tinkamas visose situacijose. Mokslininkai gali EVA rodiklį kritikuoti, tačiau nepaisant jo trūkumų, įmonės vadovai atranda jame pranašumų ir pritaiko įmonės vertės kūrimo procesuose. Autorės nuomone EVA rodiklis yra patrauklus ne jo reikšmės suvokime, o galimybeje įdėti daug pastangų siekiant užsibrėžto tikslo.

Diskontuotų pinigų srautų metodas ir jo taikymo ypatumai - norint nustatyti įmonės vertę, daug dėmesio skiriama metodui (angl. *discounted cash flow* – DFC), kur verslo rizika įvertinama tik diskonto norma. Pasak A. Alfonsi (2014), diskonto norma yra grąža, kuri atspindi rizikas ir reikalinga kapitalo pritraukimui. Galima teigti, kad tai yra labai abstraktus įvertinimas, kuriame atsispindi visos įmanomos bei tikėtinos rizikos. Kaip teigia L. V. Komleva (2013), šiuo metodu skaičiuojant įmonės vertę, „nustatomas įmonės vertės augimas, kaip prioritetas įmonės principas“. Pasak Sh. Pratt (2008), diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodas yra visuotinai pripažintas ir sudaro pagrindą procesui, reikalingą siekiant įvertinti verslo interesus. Verslo interesų vertė teoriškai yra įtakojama būsimos naudos. Modelis projektuoja būsimąją naudą ir diskontuoja planuojamą pinigų srautą į dabartinę vertę. Šiuo modeliu remiamasi vertinant veikiančias arba artimiausiu metu planuojančias veikti įmones – reikia įvertinti veiklos tęstinumo principą. Kaip nurodyta Tarptautiniuose apskaitos

standartuose, šis pinigų srautų skaičiavimo metodas gali būti „taikomas esant skirtingiems vertės nustatymo pagrindams“ (TAS, 2012), pvz. - naudojimo vertei arba tikrajai vertei nustatyti.

A.Damodaran (2012) teigia, kad šis metodas lengviausiai pritaikomas įmonėms, turinčioms teigiamus pinigų srautus, nes būsimos vertės apskaičiuojamos užtikrintai. Diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodas sudarytas remiantis tam tikru diskontavimo pagrindu (Žaptorius, Garbanovas, 2007). Pasak T. Mickevičiaus (2011), diskontavimas reiškia ateities planų įvertinimą, juos perskaičiuojant į esamą vertę. Paveiksle 4 pateikiami diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodo privalumai bei trūkumai:



4 pav. Diskontuotų pinigų srautų metodo privalumai ir trūkumai. Sudaryta darbo autorės.

Įmonės vertės skaičiavimo diskontuotų pinigų srautų metodu eiga susideda iš penkių etapų:

1. Prognozavimo laikotarpio pasirinkimas - laikotarpis turi apimti laikotarpį, kai pinigų srautai stabilizuojasi. Kuo jis ilgesnis, tuo tikslesnė apskaičiuotoji įmonės vertė. Ilgėjant prognozavimo laikotarpiui, didėja pajamų, išlaidų, pinigų srautų prognozavimo paklaidos. Jei verslas cikliškas, prognozavimo laikotarpis turi apimti bent vieną ciklą. Paprastai detalių prognozių laikotarpis apima 5-10 m.;
2. Būsimųjų pinigų srautų prognozavimas;
3. Diskonto normos skaičiavimas;
4. Įmonės vertės skaičiavimas;
5. Būsimųjų pinigų srautų ir įmonės vertės po prognozių laikotarpio dabartinės vertės skaičiavimas;
6. Galutinis įmonės vertės nustatymas.

Vertinant įmonę šiuo metodu pirmiausia reikia parengti *laisvųjų piniginių srautų* (angl. *free cash flow* – FCF) prognozes. Lietuvos ekonominės plėtros agentūros (toliau LEPA) parengtoje metodikoje nurodoma, kad laisvieji pinigų srautai (FCF) apskaičiuojami pagal formulę:

$$FCF = EBITDA - PT - NI - NWC; \quad (5)$$

Čia: EBITDA – veiklos pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą, ir amortizaciją; PT – pelno mokestis; NI – grynosios investicijos į turtą; NWC – grynosios investicijos į apyvartinį kapitalą.

Atlikus prognozuojamų pinigų srautų analizę, nustatoma pinigų srautų vertė šiai dienai. Pasak P. J Grossman (2009), kaip diskonto normą reikia išvesti svertinį nuosavo ir skolinto kapitalo sąnaudų vidurkį. Dėl tos priežasties gautus prognozuojamus pinigų srautus (FCF) reikia diskontuoti vidutiniais įmonės kapitalo kaštais (angl. *wighted cost of capital* - WACC):

$$WACC = w_e \times k_e + w_d \times k_d \times (1-T); \quad (6)$$

Čia: w_e – nuosavo kapitalo dalis kapitale; k_e – nuosavo kapitalo kaina; w_d – skolinto kapitalo dalis kapitale; k_d – skolinto kapitalo kaina.

LEPA (2011) nurodo, kad skolinto kapitalo kaštai dažniausiai yra taikomi kaip ilgalaikių bankinių paskolų vidutinės palūkanų normos analogas. Nuosavo kapitalo kaštų įvertinimui skaičiuojama nerizikinga palūkanų norma ir rizikos premijos suma.

Apskaičiavus svertinius kapitalo kaštus, reikia nustatyti *tęstinę verslo vertę* (CV). Kitaip tariant, “pratęsti paskutinio prognozuoto laikotarpio piniginius srautus, įvertinus vidutinį pinigų srauto augimą” (Raslanas ir Šliogerienė, 2012). Kadangi bet kokie strateginiai uždaviniai dažniausiai formuojami ne ilgesniam nei 10 metų laikotarpiui, vertinant įmonę diskontuotų srautų metodu, patariama neprognozuoti ilgesnio nei 10 metų piniginio srauto. Vertinant daroma prielaida, kad pasibaigus prognozuojamam periodui, pinigų srautai auga pastoviu dydžiu. Tęstinė verslo vertė apskaičiuojama pagal formulę:

$$CV = \frac{FCF_{n+1} \times (1-g)}{WACC - g}; \quad (7)$$

Čia: FCF_{n+1} – laisvieji pinigų srautai pirmaisiais metais po prognozavimo periodo; g – vidutinis piniginių srautų augimo tempas; WACC – svertinis kapitalo kaštų vidurkis.

Pažymėtina, kad WACC rodiklis negali būti mažesnis, nei g rodiklis. Sekančiame etape jau galima diskontuoti – t. y. apskaičiuoti prognozuojamų pinigų srautų ir tęstinės verslo vertės dabartinę vertę.

$$DCF = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(FCF_n + CV)}{(1+r)^n}; \quad (8)$$

Čia: FCF – laisvieji periodo pinigų srautai; CV – piniginių srautų tęstinė vertė; r – diskonto norma (paprastai kapitalo kaštai - WACC); n – periodų skaičius.

Atlikus visus skaičiavimus, sumuojant perteklinius pinigus ir ne veiklos investicijas, iš kurių atimamas skolintas kapitalas, nustatoma įmonės nuosavo kapitalo vertė.

Diskontuotų pinigų srautų metodas yra vertinamas dėl to, kad parodo ne istorinę įmonės vertę, o būsimuosius laisvųjų pinigų srautus, kas aiškiai parodo būsimąją vertę. Tačiau, pasak S. V. Begovič et al. (2013), „šis privalumas gali turėti trūkumą, jei su pinigų srautų planavimu įmonėje yra problemų“. Sunkiausia yra nustatyti įsisenėjusių skolų grąžinimo grafikus, taip pat naujų skolų projekcijas. Metodas kupinas potencialių pavojų, nes yra jautrus prielaidoms ir prognozėms, taip pat įmonės vertė gali skirtis jį taikant plačiame diapazone.

Apibendrinant galima teigti, kad šiuo metodu prognozuojama įmonės vertė gana tiksli ir reali. Diskonto normą galima traktuoti kaip grąžą, kuria įmonė gali pritraukti investuotojus dėl įmonės akcijų įsigijimo. Todėl teoriškai diskontuotų pinigų srautų metodas atskleidžia, kad įmonės vertė galiausiai kyla iš būsimosios pinigų vertės suinteresuotoms šalims. Metodas yra plačiai naudojamas, nes gali būti pritaikomas įvairiems scenarijams – jį naudoja investiciniai bankai, vidaus auditas, verslo plėtros specialistai, mokslininkai. Tačiau metodas kritikuojamas dėl sudėtingo jo skaičiavimo, nes neteisingas rodiklių vertinimas gali lemti neteisingą įmonės vertės nustatymą. Ekonominiai veiksniai bei laikinosios rinkos sąlygos neįtakoja apskaičiuoto rezultato.

Lyginamasis metodas ir jo taikymo ypatumai – tai gana nesudėtingas ir pagrįstas paprastais skaičiavimais, metodas. Tačiau norint jį taikyti, reikia gerai pažinti rinkas, turėti detalias ekonomines analizes ir patikimą bei gausią įvairiausių objektų pirkimo – pardavimo kainų duomenų bazę. Pasak B. Galilienės (2005), „lyginamosios vertės metodas tiesiogiai priklauso nuo turimos informacijos gausumo ir patikimumo“.

Vertinamo turto lyginimas yra plačiausiai naudojamas. Remiamasi prielaida dėl nustatomo turto rinkos vertės glaudaus ryšio su panašiu turtu toje pačioje rinkoje (Harzichristos, French, 2003). Šio metodo reikšmė atsispindi tame, kad investuotojai neturi mokėti kitos kainos, nei kiti pirkėjai sumokėjo už panašų turtą (Schulz, 2003).

Rinkos apžvalga atliekama remiantis Statistikos departamento, Europos Sąjungos statistikos agentūros Eurostat skelbiamais duomenimis. Lietuvoje duomenis apie rinkos sandorius kaupia dauguma įmonių, kurios verčiasi turto ir verslo vertinimu, tačiau gausiausių duomenų bazę pateikia V.Į Registrų centras. Įmonės vertė nustatoma lyginant ją su analogiškais įmonėmis, pasirenkant tam tikrus techninius parametrus ir pajamų dydžius, juos transformuojant. Dažnai pasirinktų lyginti įmonių

vertės nepalyginamos, todėl jas būtina konvertuoti į tam tikrus rodiklius, kurie pritaikomi analizuojamos įmonės verslo vertei apskaičiuoti (Wyatt, 2007).

Pasak A. Alias (2010), lyginamasis metodas taikomas, jei savybės tarp lyginamų objektų yra panašios. A. Damodaran (2006) nurodo, kad palyginamos įmonės gali būti tos, kurios generuoja panašius pinigų srautus, turi panašų augimo potencialą bei riziką. Praktikoje, taip pat dažnai mokslininkų darbuose, palyginimas tapatinamas su analogais, veikiančiais toje pačioje šakoje. Vadinasi, daroma prielaida, kad įmonės, kurios veikia vienoje šakoje, turi turėti gana identiškus veiklos bei finansinių charakteristikų bruožus. Pasak A. Aleknavičiaus (2008), nustatant turto vertę rinkoje turi būti lyginamos panašių vertinamų objektų sandorių kainos, būtinai atsižvelgiant į vertinamojo ir lyginamojo objektų skirtumus.

A. Screiner (2007) identifikuoja šio metodo, susijusio su palyginamų įmonių tapatinimu, taikymo problemas. Klasifikuojant įmones pagal jų veiklos pobūdį, taikoma skirtinga klasifikacijos tvarka, kas sukelia sektorių neatitikimą. Norint lyginti įmones iš skirtingų šalių, kyla problema dėl skirtingų apskaitos standartų bei mokesčių sistemų. Problema iškyla ir įmonėms veikiant keliuose pramonės šakose. Esminis metodo trūkumas nurodomas silpnas teorinis pagrindimas, kad įmonės turi turėti panašius pinigų srautus, augimo tempus bei rizikas.

I. Cooper ir L. Cordeiro (2008) teigia, kad šis metodas turi privalumą, nes nereikalauja papildomų procedūrų norint susiaurinti imtį, bei palyginamuose daugikliuose apimama visa pramonės šakų įmonių informacija. Tačiau dėl nevienodai reikšmingo daugiklių svorio, vertinimo tikslumas gali sumažėti. Pasak A. Damodaran (2006), šakos kriterijumi remiantis kaip alternatyva, įmones parinkti reikia įvertinant fundamentalius veiksnius – iš visos rinkos įmonių atrinkti tas įmones, kurios turi panašius pinigų srautus, augimo tempus bei rizikas. Paprastai šis metodas duoda geresnius rezultatus. Įmonės vertė, naudojant pelno daugiklius apskaičiuojama remiantis formule:

$$V = P/E + NP; \tag{9}$$

Čia: V – įmonės vertė; P/E – kainos ir pelno akcijai santykis; NP – ateities grynosios pajamos po mokesčių (grynasis pelnas).

Naudojamas P/E daugiklis įskaičiuoja finansinius įsipareigojimus – kuo jų daugiau, tuo verslas rizikingesnis ir mažesnė nuosavybės vertė. Skaičiavimuose gali būti naudojamas EBITDA (pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą, amortizaciją) daugiklis. Kainos ir pelno akcijai santykio rodiklis naudojamas norint vertinti vertybinių popierių biržose listinguojamas akcines bendroves. EBITDA skaičiavimo metodas pasirenkamas norint vertinti individualias įmones ir uždariusias akcines bendroves. P. Lynch (2008) P/E rodiklį vadina „rinkos termometru“, manoma kad aukšta rodiklio reikšmė rodo pasitikėjimą įmone.

Turint nepakankamai informacijos apie analogus, reikia daryti papildomas analizes ir tikslinti vertes. Apskaičiuojant patikslintus dydžius, lyginami duomenys ir nustatomi pataisos koeficientai – laiko, vietovės, finansavimo sąlygų bei kiti koeficientai, kurie išreiškia vertinamojo objekto ir lyginamo analogo skirtumus. Naudojant lyginamąjį metodą ir koreguojant kainas, orientuojamasi į vertinamą objektą. Pataisų kiekis gali lemti vertės tikslumą, nes kuo mažiau patikslinimų reikia daryti dėl pataisų, tuo tikslesnė vertė bus nustatyta. Tačiau tam tikri koregavimai gali būti grindžiami subjektyvia nuomone, kuri priklauso nuo vertintojo kvalifikacijos bei išankstinės nuomonės.

Apibendrinant galima teigti, kad vertinant rinkos požiūriu, šis metodas yra pats tinkamiausias norint nustatyti rinkos vertę. Jis yra paprastas, pakankamai greitas, reikalauja nedidelių darbo sąnaudų ir pagrįstas nesudėtingais skaičiavimais. Metodas netinkamas vertinti dideliems, sudėtingiems objektams, kurių turtas sunkiai palyginamas, dėl to vertinimo rezultatai dažnai būna neadekvatūs. Vienodų objektų rasti praktiškai neįmanoma – didelė dalimi priklauso nuo tam tikros rinkos išsivystymo lygio. Siekiant tinkamo vertinimo būtina generuoti gana gausiais ir patikimais duomenimis. Metodikoje gausu trūkumų, nes nėra apibrėžtas lyginamųjų objektų skaičius, nėra nustatytos lyginamųjų objektų verčių ribos, išimtys, kada objektai negali būti lyginami. Šio metodo pagalba gauti duomenys neparodo būsimos veiklos poveikio turto vertei, nes pateikia tik esamą padėtį. Lyginimo metodas įmonės verslui taikomas retai, nes sudėtinga rasti analogus rinkoje dėl skirtingo ekonominio išsivystymo lygio, veiklos reguliavimo ypatybių, teisinės bazės ir kt. Tačiau lyginimo metodas rekomenduojamas taikyti rezultato patikimumui nustatyti. Investicinis bankas *Credit Suisse Group AG* rekomenduoja taikyti šį metodą tada, kai lyginamų įmonių savybės atitinka bent 50 proc. panašių savybių. Įmonių, kurios nėra lygintinos, duomenų lyginimas suteikia naudingos informacijos prognozėms pagrįsti, verslo sprendimų priėmimui, prognozuoti vertės pokyčius.

1.3 Įmonės veiklos tęstinumas

Pasaulinės ekonomikos ir finansų krizės veikia ne tik Lietuvos, bet ir daugelio šalių ekonomikas: ekonomikos augimas praranda tolygų kitimą, vis dažniau jautriai reaguodamas į pasikeitimus rinkose, daugėja įmonių, kurios susiduria su veiklos tęstinumo problemomis. Įmonės veiklos tęstinumo klausimas aktualus ne tik pačiai įmonei, tačiau ir su ja susijusiems objektams: akcininkams, finansinėms įstaigoms, kitiems verslo subjektams. Jokioje mokslinėje literatūroje nėra konkrečiai apibrėžta, kokią ekonominę veiklą vykdančios įmonės turi riziką susidurti su veiklos tęstinumo problemomis, nes kiekviena ekonominė veikla yra rizika. Rizikų ypač daugėja augant konkurencijai bei plečiantis rinkoms.

Pasak M. Švabovič ir R. Valkausko (2012), norint įvertinti tam tikros įmonės verslo būklę, pasirenkama įvairių metodų: išorės ir vidaus analizė, santykinių, absoliučiąjų rodiklių analizė, rizikos vertinimo metodai, finansinė vertikali ir horizontali analizė bei kt. Svarbu parengti tinkamų metodų pasirinkimo sistemą, kuri nuolat kintančios ekonominės aplinkos sąlygomis padėtų priimti teisingą ekonominę vertę turinčius sprendimus. Sprendimų priėmimo pagrindas turi būti vertinamas „*ekonominio kompromiso*“ principu, kai kiekvienas sprendimas priimtinas tiek, kiek lyginama jo nauda su patiriamomis sąnaudomis. Kasdieniuose sprendimuose šio principo įgyvendinimas nėra sudėtingas, tačiau sudėtingiems sprendimams priimti būtina nagrinėti ar patirtos išlaidos įgaus pelno pavidalą. Kuriant verslo vertę kokybiško sprendimo pagrindas yra racionalus rizikos ir naudos santykio vertinimas. Įsigalėjusi žinių era įneša tendenciją, kad įmonių vadovai ir akcininkai valdo daug informacijos, todėl jiems tikslinga gauti rodiklius, reikalingus valdymo sprendimams priimti, o nesuteikiančios informacijos būtina eliminuoti. Kadangi kiekvieno verslo tikslas yra jo veiklos orientyras ir tam tikras vertinimo kriterijus, todėl ir sėkminga veikla gali būti suvokiama įvairiai. G. Černius (2013) nurodo daugybę tikslų „*pelno siekimas, išlaidų mažinimas, pinigų generavimas, pridėtinės vertės akcininkams kūrimas, tęstinumas, krizės ar įmonės bankroto išvengimas, pranašumas prieš konkurentus, pardavimo ir rinkos dalies didinimas bei stabilus augimas*“ (Černius, 2013). Visi tikslai yra svarbūs, tačiau vertindami iš veiklos tęstinumo perspektyvos, ir atsižvelgdami į tai, kad įmonei neuždirbant pelno, sudėtinga kalbėti apie jos veiklos tęstinumo perspektyvas.

Toliau baigiamojo magistro darbo teorinėje dalyje detaliau nagrinėsime pelningumo rodiklius bei jų įtaką įmonės rezultatams bei bankroto prognozavimo modelius.

Pelningumo rodikliai ir jų taikymas - pelningumo rodikliai yra vieni svarbiausių rodiklių investuotojams, besirenkantiems investavimo galimybes. Tik grynojo peno dydžio lyginimas neatskleidžia svarbaus kriterijaus – kainos, už kurią gautas pelnas. Pasak V. Gronsko (2006), pelningumo sąvoka siejama su pelno santykiu arba su bet kuriuo rodikliu, turinčiu ryšį su pelnu.

Pelningumo rodikliai nusako įmonės patikimumą ir padeda siekiant stabilumo rinkoje. Pelningumo rodikliais domisi įvairūs subjektai – nuo akcininkų iki pirkėjų bei konkurentų, nes jie parodo galutinius įmonės laimėjimus bei kokią realią naudą gauna akcininkai ir investuotojai. Tai svarbu vertinant ar bus mokami dividendai, kokios įmonės galimybės kurti vertę, augti, ar aukštas potencialas investicijų galimybėms. Pasak V. Bagdžiūnienės (2005), įvairiose verslo šakose pelningumas skiriasi reikšmingai, todėl jei įmonės priklauso skirtingoms verslo šakoms, būtina papildoma informacija apie skirtumus. Pasak J. Mackevičiaus (2005), apskaičiavus pelningumo rodiklius gaunama išsami informacija, kurią galima lyginti su ankstesnių metų rodikliais, taip pat kitų įmonių bei šakos rodikliais.

Pelningumas apibūdinamas kaip pelno ir tam tikro įmonės veiklos rodiklio santykis. Atsižvelgiant į ryšį tarp pelno, pardavimo pajamų, turto ir kapitalo išskiriamos *pardavimų pelningumo*, *turto pelningumo* ir *kapitalo pelningumo* rodiklių grupės. Šis skirstymas yra svarbus informacijos vartotojams – informacijos vartotojai domisi rodikliais priklausomai nuo poreikių. J. Mackevičius (2011) aptaria, kad pardavimų pelningumo rodikliais labiausiai suinteresuoti rinkos dalyviai, kadangi jie parodo pardavimo proceso pelningumą. Turto pelningumo rodikliai domina įmonių vadovus, kurių valdymo tikslai yra racionalus turto valdymas ir objektyvus įmonės veiklos įvertinimas. Kapitalo pelningumo rodiklius vertina investuotojai, kadangi rodiklio reikšmė svarbi investicijų pelningumui. Pelningumo rodiklių grupė lygintina su alternatyvomis investuojant akcininkų lėšas, norint sužinoti ar investavimas yra vertingas bei greitai atsiperkantis.

Ekonomikos literatūroje ir praktikoje Lietuvos ir užsienio autoriai dažnai pateikia tik tam tikro pelningumo rodiklio formulę, ją trumpai paaiškindami. Rodiklio apskaičiavimo nepakanka norint priimti sprendimus dėl įmonės valdymo krypties, verslo vertės kūrimo, tikimybės gauti pelną ilguoju laikotarpiu.

Praktika rodo, kad dauguma įmonių neskaičiuoja ir nenagrinėja pelningumo rodiklių, bei neatlieka nuodugnesnių analizių. J. Mackevičius *ir kt.* (2008), 2007 metais atliko tyrimą „Bendrojo pardavimo pelningumo kompleksinės analizės metodika“. Tyrimo duomenys rodo, kad pelningumo rodiklius skaičiuoja tik 47,9 proc. apklaustų įmonių ir daugelio įmonių bendrojo ir grynojo pelningumo rodiklių skirtumai yra labai ryškūs. Tokie rezultatai rodo, kad nepanaudojamos visos galimybės mažinti administracines bei kitas išlaidas. Autoriai kėlė problemą, kad tuo metu nebuvo sukurta pelningumo rodiklių kompleksinės analizės metodika, kas iš esmės neatlikta ir iki šių dienų.

Nors pelningumo rodikliai mums gali atskleisti daug informacijos apie įmonę, tačiau jie negali sudėlioti visos istorijos, ir yra tik viena sudėtinė analizės dalis. Pelningumo rodiklių orientacinis vertinimo lygis yra pateikiamas 1 priede. Pelningumo rodiklių yra daug, išskiriami šiame darbe aktualiausi, kurie pateikiami 3 lentelėje:

3 lentelė. Pelningumo rodikliai.

Pelningumo rodikliai	Rodiklio apskaičiavimas
<i>Bendrojo pelningumo rodiklis</i>	<i>Bendrasis pelnas / pardavimo pajamos</i>
<i>Grynojo pelningumo rodiklis</i>	<i>Grynasis pelnas / pardavimo pajamos</i>
<i>Veiklos pelningumo rodiklis</i>	<i>Veiklos pelnas / pardavimo pajamos</i>
<i>Nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis</i>	<i>Grynasis pelnas / nuosavas kapitalas</i>

Šaltinis: Sudaryta darbo autorės, remiantis Mackevičius, J., Poškaitė, D. ir Villis, L. (2011); Šlekienė, D. ir Klimavičienė, I. (1999); Rutkauskas, A. ir Damašienė, V. (2002).

Remiantis *bendrojo pelningumo rodikliu*, galima spręsti apie įmonės kainų politiką, gamybos proceso efektyvumą, padeda kontroliuoti prekių (paslaugų) savikainą. Rinkos ekonomikos sąlygomis mokslininkai ir praktikai didelį dėmesį skiria šio rodiklio nagrinėjimui. Bendrojo pelno rodiklis visame pasaulyje traktuojamas vienodai, todėl egzistuoja nusistovėjęs požiūris, kad bendrojo pelningumo rodiklis yra „tikresnis“. Mažėjantis rodiklis yra tam tikras indikatorius peržvelgti gamybos technologijas, produkcijos asortimentą, atlikti produkcijos savikainos bei kainų analizę. Žemas bendrojo pelno rodiklis parodo, kad įmonė turi puikias sąlygas uždirbti bei yra atsparesnė neigiamiems veiksniams. Bendrąjį pelningumo rodiklį galima lyginti su įprastinės veiklos pelningumu ir sužinoti, kokią įtaką veiklos pelningumui turi įmonės valdymo sprendimai. Legendinis investuotojas Warren Buffet (2016), pateikia nuomonę, kad bendrojo pelno rodiklis yra svarbiausias rodiklis ir į įmones investuoti verta tik tada, kai jos turi bendrą pelno maržą bent 40 proc.

Grynasis pelningumo rodiklis parodo, kiek grynojo pelno tenka vienam pardavimo pajamų eurui. Jis dar vadinamas grynojo pelno marža, pagal kurią galima spręsti apie dividendų išmokėjimą, kas labiausiai domina akcininkus ir galimus investuotojus. Rodiklis apima visą įmonės veiklą – gamybos rezultata, veiklos sąnaudas, finansinės, investicinės bei kitos veiklos rezultata, sumokėtą pelno mokestį. Aukštesnė rodiklio reikšmė atspindi geresnę įmonės būklę, kas reiškia papildomos grynojo pelno dalies kūrimą. Nuosekliai aukštas grynojo pelningumo rodiklis dažnai liudija apie įmonės konkurencinį pranašumą. Nuosmukio laikotarpiu jis suteikia įmonei tam tikrą apsauginę funkciją. Mažėjanti rodiklio reikšmė reikalauja naujovių įmonės veikloje.

Veiklos pelningumo rodiklis, pasak L. Juozaitienės (2007), šis rodiklis turi pranašumą, nes vertindamas pelno mokestį nagrinėja jo įtaką įmonės veiklos efektyvumui. Įprastinės veiklos pelningumas parodo įmonės finansinės, investicinės ir kitos veiklos efektyvumą. Rodiklis svarbus reguliuojant pridėtines išlaidas ir jų naudojimą, eliminuojant įmonės investicinės politikos klausimus, finansinės veiklos rezultata bei mokesčius, dukterinių įmonių pelną. Laikomas nepatenkinamu, kai mažesnis nei 5 proc.

Nuosavo kapitalo pelningumas rodo nuosavo kapitalo sukurtą pelną. Dėl šios priežasties, pasak R.C. Higgins (2007), šis rodiklis yra laikomas svarbiausiu kapitalo pelningumo rodikliu. Nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis įvertina bendrą gamybos organizavimo, pardavimų ir finansinės

veiklos efektyvumą, gebėjimą mokėti mokesčius. Jei rodiklio reikšmė yra mažesnė nei bankų siūlomos palūkanos už taupomuosius indėlius, investuoti į tokią įmonę nėra tikslinga, nebent yra rezervų įmonės veiklai gerinti arba jos akcijų kaina yra nuvertinta. Šio rodiklio reikšmė parodo ar įmonės vadovai sugeba naudingai panaudoti lėšas. Aukšta nuosavo kapitalo pelningumo reikšmė gali būti priklausoma ir nuo mažos savininkų nuosavybės ir nuo didelio įmonės pelno. Aukšta rodiklio reikšmė investuotojus nuteikia galimybei gauti didelius dividendus. Rodiklis dažnai lyginamas su palūkanų normomis, svarbu, kad jis nebūtų žemesnis, kas gali paskatinti investicijų kritimą.

Turto pelningumo rodiklis atskleidžia ar turtas naudojamas veiksmingai. Jis yra naudingas vertinant veiklos, atskirų jos segmentų pelningumą. Skaičiuojant šį rodiklį galima imti pelną iki palūkanų ir mokesčių išskaitymo tam, kad turto pelningumui turėtų įtakos ne įmonės finansinė, o tik ūkinė veikla. Turto pelningumo rodiklis parodo kiek eurų pelno uždirba vienas turto euras ir pasak I. Bartkauskaitės *ir kt.* (2016) šis rodiklis stipriai „įtakoja įmonės vertę“.

Turto pelningumo rodiklis skiriasi nuo nuosavo kapitalo pelningumo rodiklio tuo, kad parodo, kokią grąžą duoda akcininkų ir skolintojų investicijos. Remiantis rodiklio analize, galima nustatyti lemiančius veiksnius, turinčius įtakos turto pelningumo didėjimui arba mažėjimui. Rodikliui pasiekus nulinę reikšmę aišku, kad įmonė neturi grynojo pelno. Aukšta rodiklio reikšmė, pasak L. Juozaitienės (2000), parodo, kad arba įmonė neturi itin daug turto, arba dirba labai pelningai.

Pelningumo koncepcija per pastaruosius dešimtmečius daug kartų keitė savo pobūdį, tobulino tam tikras tendencijas – pastaraisiais metais dėmesys vis daugiau koncentruojamas į pinigų srautus, o ne pelningumo rodiklius. Išryškėjo laiko perspektyva, nes trumpalaikiai pelningumo pagerinimai įmonės vadovų buvo iškelti aukščiau ilgalaikio pelningumo tikslų, kas pasirodė nuostolinga. Šiuolaikiniame globaliame pasaulyje pelningumo samprata prasiplėtė, nes pradėtas vertinti naudingumas klientų atžvilgiu. Dar kyla daug diskusijų dėl teorinio atsakymas vertinant nefinansinio kapitalo – individualių įgūdžių bei patyrimo pelningumo.

Lietuvos ir užsienio autoriai (Gronskas, 2008; Mačerinskienė, 2009; Delen *et al.*, 2013; Mackevičius, *ir kt.*, 2014), savo mokslo darbuose nagrinėja įmonės veiklą įvairiais aspektais, pabrėždami, kad skaičiuojant santykinis finansinis rodiklius jų kitimo kryptis priklauso nuo to tikslo, dėl kurio siekiama atlikti analizę. Siekiant išsamiau ir objektyviau išnagrinėti įmonės būklę finansiniu aspektu, aptarti jos veiklą įtakančius rezultatus ir veiksnius, būtina nagrinėti santykinis finansinius rodiklius ir ieškoti jų tarpusavio priklausomybės. Tik tinkamai atrandant veiksnius, lemiančius tam tikrus rezultatus, galima vertinti tendencijas bei jas interpretuoti.

Apibendrinant galima teigti, kad pelningumo rodikliai suteikia reikšmingos informacijos įmonių vadovams, siekiantiems analizuoti įmonės valdymo efektyvumą. Išoriniai analitinės informacijos vartotojai remiasi pelningumo rodiklių suteikiama informacija, kuri padeda padaryti sprendimus dėl lėšų skolinimo, nes nusako įmonės galimybę būti patikimumą ir siekti rinkoje

stabilumo. Tam tikro turto savininkas, kuris gamina produkciją arba teikia paslaugas, tikisi gauti pelną, todėl labai svarbu žinoti, kokios galimybės yra tam tikslui pasiekti ir nuo kokių veiksnių priklauso pelninga veikla. Pelningumas tampa vis svarbesniu rodikliu, darančiu įtaką įmonės egzistavimui ir veiksmingumui.

Veiklos tęstinumo prognozavimo modelių taikymas. Bankrotas nėra lokalizuotas apibrėžtoje ekonomikoje ar pramonėje, jis paveikia įmones visame pasaulyje bei atneša reikšmingą poveikį šalies ekonomikai. C. Zopuinidis ir A. I. Dimitras (2013) aptarė bankrotą kaip pasaulinę problemą, teigdami, kad nesėkmingų įmonių skaičius gali būti vertinamas kaip ekonomikos išsivystymo ir tvirtumo indeksas. Pastaraisiais metais skiriamas padidintas dėmesys bankrotui ir kitoms nesėkmingoms verslo formoms. Tai susidomėjimo sritis tiek tarp apskaitos, tiek tarp ekonomikos, tiek tarp finansų tyrinėtojų. Esminis verslo nesėkmių susidomėjimo padidėjimas ir didėjantys nuostoliai kreditoriams, skatina atnaujintą susidomėjimą tiriant visas galimas priemones, kuriomis verslo nesėkmės gali būti numatytos dar ankstyvose stadijose, tokiu būdu leidžiant imtis greitų korekcinų veiksnių, kad būtų sumažinti kreditavimo nuostoliai. Pasak E. Miliauskienės ir I. Paliulytės (2013), šiuo metu „*Lietuvos įmonėms itin aktualus ir išorinių veiksnių vaidmuo, nes šalies ūkio krizinė situacija stipriai veikia įmonių padėtį*“ (Miliauskienė, Paliulytė, 2013). Šiai nuomonei pritaria ir G. Šlefendorfas (2016), kuris teigia, kad išorės veiksnių analizė turi būti skirtinga kiekvienai įmonei, priklausomai nuo to, kuo įmonė užsiima. Yra teorinių ir praktinių įmonės nesėkmės ir bankroto prognozavimo priežasčių tyrinėjimo. K. O'Leary (2016) apibūdino bankroto prognozavimo reikšmę kaip vieną svarbiausių verslo priėmimo problemų, su kuria susiduria auditoriai, konsultantai, finansininkai, vadybininkai ir politikai. Verslo krizė gali atskleisti tam tikrus modelius, kuriuos būtų sudėtinga aptikti normalesnėmis aplinkybėmis. J. W. Pacey ir T. Pham (1990) teigė, kad tarptautinė verslo nesėkmės modelių apžvalga, apėmusi dešimt šalių, atskleidė, kad įmonių nesėkmės gali būti numatytos su nepaprastai aukštu tikslumo laipsniu, kuris svyruoja nuo 70 proc. iki 95 proc. atitinkamai likus trejiems metams ir vieneriems metams iki bankroto. Pagal J. A. Timmons ir S. Spinelli (2012) akivaizdi nauda mokant numatyti krizę yra ta, kad savininkai, darbuotojai, ir reikšmingi išoriniai klientai, tokie kaip investuotojai, skolintojai, prekybos kreditoriai – ir net klientai - gali pamatyti bręstančią problemą, kad būtų galima laiku imtis korekcinų veiksnių. Pasak K. Garškaitė – Milvydienė (2011), visuotinai pripažįstama, kad bankrotas „įvairių subjektų, taip pat valstybės požiūriu yra blogesnė išeitis, negu papildomos pastangos jo išvengti“.

Bankroto prognozė padeda įmonėms sužinoti kitų įmonių, su kuriomis jos dirba, finansinę padėtį. Didelės bendrovės bankroto pasekmės gali būti ypač netikėtos ir žalingos, kadangi tai paveikia daug kitų įmonių bei susijusių asmenų. Daugelis įmonės tiekėjų ir kitų verslo partnerių gali būti neproporcingai priklausomi nuo kliento, susiduriančio su veiklos tęstinumo problemomis. Įmonėms,

veikiančioms šiuolaikinės ekonomikos sąlygomis, patartina nuolat atlikti veiklos prevenciją, kurios pagrindinė priemonė yra išankstinis bankroto prognozavimas.

Moksliniai tyrimai bei jų gausa akivaizdžiai įtikina, kad iki šių dienų nėra patikimo bankroto prognozavimo modelio. Manoma, kad tam tikra pramonės šaka turi būti vertinama skirtingų bankroto prognozavimo modelių pagalba. Mokslininkai linkę teigti, kad net kiekviena įmonė yra įgali susikurti savo metodiką siekiant iš anksto nustatyti galimas veiklos tęstinumo problemas ir ji turi būti išbandoma kas kelerius metus, kadangi verslo sąlygos pastoviai keičiasi. Praktika rodo, kad iš apskaičiuotų bankroto prognozavimo modelių rodiklių nustatyti bankroto tikimybės nepatartina. Dažnai situacija yra tokia, kad vienu rodiklių reikšmės yra pasiekusios kritinį lygį, tačiau kitų bankroto prognozavimo modelių rodiklių reikšmės rodo priešingą situaciją. Teoriškai ir praktiškai būtų protinga skaičiavimuose vertinti kelių bankroto prognozavimo modelių rezultatus dėl kiekvieno iš jų suteikiamos unikalios informacijos, „*kuri padeda atskleisti įmonės bankroto tikimybę*“ (Budrikenė, Paliulytė, 2012).

Tiesinės diskriminantinės analizės modeliai įmonės veiklos tęstinumo skaičiavimuose užima svarbiausias pozicijas. Šie modeliai tiesinės funkcijos pagrindu nustato priklausomybę tarp bankroto tikimybės, kaip priklausomojo kintamojo, ir nepriklausomų kintamųjų – finansinių įmonės rodiklių.

Remiantis A. Sakalu ir R. Virbickaite (2003) didžiausią teorinę ir praktinę reikšmę bankroto prognozavimui turi **E. Altman** (1968) modelis, kurio sukurtą bankroto prognozavimo Z modelį sudaro penki kintamieji, nuo kurių labiausiai priklauso bankroto tikimybė. J. S. Grice ir R. W. Ingram (2001) atliko tyrimą, kurį vykdė testuodami E. Altman modelį gamybinėse įmonėse, nustatė, kad E. Altman modelis gali būti naudojamas ne tik vertinant verslo įmonių tikimybę bankrutuoti, bet ir atskleisti finansinėms problemoms. Nors daugelis specialistų, tarp jų – ir Lietuvos, modelį vertina kritiškai, tačiau E. Altman modelis bankroto tikimybę prieš vienerius metus leidžia numatyti gana tiksliai.

E. Altman modelį, kuris skirtas skirtą įmonėms, akcijas kotiruojančioms vertybinių popierių biržoje, Lietuvoje 1999 m. pirmą kartą pritaikė J. Mackevičius ir D. Poškaitė. Remdamiesi 1995–1999 m. duomenimis, jie tyrė Lietuvos pieno pramonės įmonių bankroto tikimybę. Autoriai nustatė, kad E. Altman modelį taikyti yra tikslinga. Priešingą išvadą dėl E. Altman modelio taikymo 2001 m. padarė M. Tvaronavičienė (2001), dėl E. Altman bankroto prognozavimo modelio kūrimo laikotarpiu nesusiformavusios to meto kapitalo rinkos, netobulų mokesčių įstatymų buvimo. Kaip teigia Č. Purlys (2001) „Altman modelio nereikėtų taikyti ekonomikai jos pertvarkos laikotarpiu“, nes dėl nesusiformavusios kapitalo rinkos, netobulų įstatymų, sudarančių sąlygas tarpti „prakaito išspaudimo“ sistemoms, nesudėtinga nuslėpti pelną, išvengti mokesčių.

Kanadiečio mokslininko Gordon L.V. **Springate** modelis buvo sukurtas 1978 metais, remiantis Altman naudota procedūra. Kanados mokslininkai, vadovaujami G. Springate atrinko Kanados bankrutavusių ir mokių įmonių finansines ataskaitas. Mokslininkai analizavo 19 finansinių rodiklių,

priklausančių mokumo, pelningumo, skolos ir veiklos efektyvumo grupėms. G. Springate modelis itin panašus į E. Altman modelį – net trys rodikliai tokie patys, tik koeficientų reikšmės skiriasi. Springate į savo modelį neįtraukė rodiklio kapitalo rinkos vertė / įsipareigojimai, o vietoj rodiklio nepaskirstytas pelnas / turtas panaudojo pelno neatskaičius mokesčių ir trumpalaikių įsipareigojimų santykį. Taigi šiuo atveju L. V. Springate modelį galima panaudoti ne vien tik įmonių, kurių akcijos kotiruojamos vertybinių popierių biržoje, bankrotui prognozuoti, bet ir uždaryjū akcinių bendrovių bei individualių įmonių bankroto tikimybei apskaičiuoti.

R. Lis modelis artimas E. Altman modeliui, nes daugumo jo rodiklių siejami su turtu. Tačiau šiam modeliui mokslinėje literatūroje daug dėmesio neskiriama, išskirtinai pabrėžiant, kad modelio rezultatų reikšmių kritinės ribos yra per griežtos.

Britų mokslininkai **Taffler** ir **Tisshaw** (1977) sukurtame modelyje turtas nėra vertinamas kaip pagrindinis rodiklis, nes jų nuomone turi būti skiriamas vienodas dėmesys turtui ir įsipareigojimams vykdymui. Modelis turi šiek tiek panašumų su G. Springate bankroto prognozavimo modeliu, nes abiejuose modeliuose kartojasi vienas kintamasis – pelnas neatskaičius mokesčių / trumpalaikiai įsipareigojimai.

Logistinės regresijos modeliuose bankroto tikimybei apskaičiuoti be tiesinės funkcijos naudojama ir loginė regresijos funkcija. Logistinė analizė pateikia bankroto tikimybę, išreikštą procentiniais dydžiais. Per praeito amžiaus paskutiniuosius du dešimtmečius, logistinė analizė bankroto prognozavimui buvo naudojama labiau nei daugiafaktorinė diskriminantinė analizė.

Zavgren (1985) panaudojo logistinės regresijos techniką, kad nustatytų bankroto tikimybę kaip finansinės rizikos matą, ir išbandytų finansinių atributų reikšmingumo modelį penkerių metų laikotarpiu iki bankroto. Jis analizavo 45 bankrutavusias ir 45 nebankrutavusias gamybinės įmonės 1972 – 1978 metų laikotarpiu. Bankrutavusios ir veikiančios įmonės buvo suderintos pagal pramonės šaką ir turto dydį. Zavgren modelis išsiskiria tuo, jog autorius naudoja vis kitą tiesinės analizės funkcijos išraišką su tais pačiais kintamaisiais, bet skirtingomis koeficientų reikšmėmis, prognozuojant bankrotą kiekvienam laikotarpiui iš penkerių metų. Kiti autoriai naudoja tą patį modelį bankrotui prognozuoti prieš vienerius ar kelerius metus.

Chesser (1974) kurdamas modelį, pagrindinį dėmesį sutelkė į turto panaudojimo efektyvumą, skolos ir turto santykį, turto ir nuosavo kapitalo santykį, kai kiti mokslininkai bankrotui prognozuoti naudojo nemažai mokumo rodiklių.

Pagrindinis logistinės regresijos metodo pranašumas prieš diskriminantinės analizės metodą yra tas, kad bankroto tikimybei apskaičiuoti be tiesinės funkcijos naudojama ir loginė regresijos funkcija.

Nepaisant gautų rezultatų, nevertėtų visiškai pasikliauti šiais bankroto prognozavimo modeliais. Dėl to, bankroto tikimybę būtina skaičiuoti pagal kelis modelius, palyginti jų tarpusavio rezultatus, o prireikus įmonės būklę galima papildomai įvertinti, remiantis vidine įmonės informacija, jos veiklos

galimybėmis, esama situacija rinkoje ir pan. Tyrimus bankroto prognozavimo srityje būtina tęsti, apimant kuo didesnę įmonių skaičių ir bankroto prognozavimo modeliuose randant santykinius rodiklius bei koeficientus, kurių pagalba būtų galima patikimai ir laiku nustatyti kylančius įmonių finansinius sunkumus ir pirmuosius bankroto požymius.

Kaip teigia D. Burkšaitienė ir A. Mažintienė (2011), analizuojant bankroto modelių rezultatus, kiekviena įmonė turi sudaryti savo metodiką, kuri gali padėti įvertinti ne tik veiklos stabilumą ir tęstinumą, bet ir sumažinti bei pašalinti bankroto grėsmę. Bankroto prognozės rezultatai leis sužinoti, ar įmonių veiklai iškilusi didelė bankroto grėsmė, ar bankroto požymių dar nematyti. Be to, bus galima palyginti įmonių bankroto tikimybes, gautas pagal skirtingus modelius.

Apibendrinant galima teigti, kad visi aprašyti statistiniai modeliai ir juose naudojami santykiniai rodikliai yra labai paprasti ir gali būti lengvai pritaikomi praktikoje. Kiekvienas iš modelių gali būti panaudotas, siekiant numatyti finansinių įsipareigojimų nevykdymą ar bankrotą. Išnagrinėjus analizuotų modelių labiausiai pasikartojančius koeficientus, pastebima, kad svarbiausi rodikliai bankroto prognozavimo modeliuose yra turto pelningumo rodikliai. Nėra jokio visuotinio modelio ar santykinų rodiklių, kuriais būtų galima tiksliai numatyti įmonės bankrotą. Labai svarbu nepasitikėti tik vienu modeliu, metodu ar koeficientu, bet analizuoti jų komplektą ir stebėti gautų rezultatų tendencijas. Remiantis E. Altman modeliu, galima teigti, kad spartus įmonės augimas nėra toleruotinas, nes atsiranda tikimybė stabiliam augimo tempų pažeidimui. Nepaisant įvairios kritikos, kad E. Altman modelis jau paseno ir nėra tinkamas bankroto prognozavimui šiandiniame pasaulyje, sutariama, kad tai yra vienas efektyviausių būdų bankroto tikimybei įvertinti.

2. ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMO TYRIMO METODOLOGIJA

Konkurencingos verslo rinkos sąlygomis įmonės susiduria su įvairiomis problemomis, susijusiomis su vartotojų poreikių tenkinimu, užimamos rinkos dalies, pajamų augimo, savo veiklos plėtimo ir kitais klausimais. Sparčiai keičiantis verslo sąlygoms daugeliui įmonių svarbiausiu klausimu tampa vertės kūrimo problema. Įmonės siekiamybė sėkmingam vertės kūrimui siejama su tos pačios, ar kitos verslo šakos konkurencija. Įmonės vertės bei galimybės vertės kūrimui klausimas svarbus įmonę reorganizuojant, perkant ar parduodant. Nustatant įmonės vertę svarbu remtis ne tik tradiciniais, bet ir moderniais įmonės vertės nustatymo metodais. Įmonės vertės žinojimas yra naudingas faktorius, norint įvertinti dabartinę įmonės situaciją, esamą poziciją rinkoje, priimant sprendimus, susijusius su strateginiais klausimais, planuojant investicijas. Norint tinkamai atsižvelgti į pateiktus iškeliamus uždavinius, nustatyti teisingą įmonės vertę, didelę reikšmę turi įmonių veiklos analizė.

Šio magistro tiriamojo darbo **tyrimo tikslas** išanalizuoti pasirinktų įmonių AB „Vilkyškių pieninė“ ir AB „Rokiškio sūris“, veikiančių pieno šakos sektoriuje, veiklą ir nustatyti šių įmonių vertės kūrimo akcininkams galimybes bei įmonės vertę. Norint pasiekti šį tikslą, autorė iškėlė šiuos **tyrimo uždavinius**:

1. Sudaryti įmonės vertės nustatymo modelį;
2. Susipažinti su pasirinktų įmonių veikla ir ją išanalizuoti;
3. Atlikti pasirinktų įmonių santykinę pelningumo rodiklių analizę, įvertinant jų rezultatus DU Pont metodu;
4. Atlikti įmonių veiklos tęstinumo tikimybės vertinimą;
5. Atlikti įmonių vertės bei jos kūrimo akcininkams galimybių vertinimą, remiantis ekonominės pridėtinės vertės, diskontuotų pinigų srautų ir lyginamuoju metodais;
6. Atlikti porinę koreliacinę regresinę analizę;
7. Patvirtinti arba atmesti hipotezę;
8. Pateikti išvadas.

Magistro darbo tyrimo problema yra verslo vertinimo metodų pasirinkimas, įvertinant jų privalumus ir trūkumus. Norint atlikti verslo vertinimą ir nustatyti tikėtinais teisingiausią verslo vertę, reikia nuspręsti kokį verslo vertinimo metodą pasirinkti. **Tyrimui iškelta hipotezės: *hipotezė 1***: akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainą reikšmingai įtakoja ekonominės pridėtinės vertės kūrimas įmonės akcininkams. ***Hipotezė 2***: akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainą reikšmingai įtakoja vidutinė svertinė kapitalo kaina.

Tyrimo metodai: mokslinės literatūros sisteminė ir lyginamoji analizė, lyginamoji statistinių duomenų analizė, grafinis duomenų vaizdavimas, finansinio svarto rodikliai. Nagrinėjant

pasirinktų įmonių finansines ataskaitas buvo taikomi duomenų lyginimo, detalizavimo ir apibendrinimo metodai. Du Pont analizė, bankroto tikimybės analizė, porinė koreliacinė regresinė analizė. Įmonės vertė nustatoma remiantis diskontuotų pinigų srautų vertinimo, ekonominės pridėtinės vertės, lyginimo metodais.

Baigiamajame magistro darbe finansinė analizė atliekama remiantis AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris įmonių 2009 - 2015 metų konsoliduotos finansinės atskaitomybės dokumentais. Priede 2 pateikiamas AB Vilkyškių pieninė nagrinėjamo laikotarpio suvestinis balansas, priede 4 pelno nuostolio suvestinė. AB Rokiškio sūris suvestinis balansas pateikiamas priede 3, pelno nuostolio suvestinė priede 5. Iki 2015 m. sausio 1 d. įmonių finansinės atskaitomybės dokumentai pateikiami litais, todėl norint atlikti skaičiavimus, rodiklių vertės perskaičiuojamos į eurus, dėl ko gali atsirasti apvalinimo neatitikimų. Statistinei analizei naudojama Microsoft Office Excel programa.

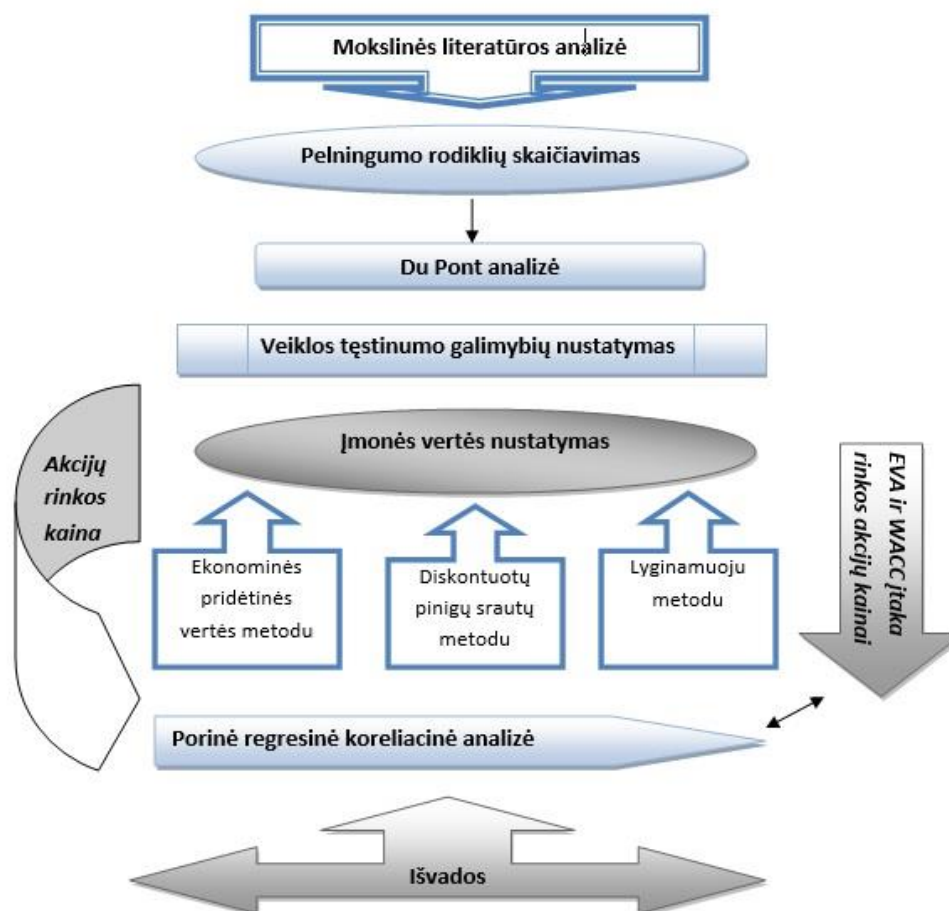
Siekiant įvertinti pilną verslo ciklą, nagrinėjamas 7 metų laikotarpis. Galima teigti, kad verslo ciklas – tai nereguliarūs, periodiniai ekonominiai svyravimai, kurių metu pakilimus keičia nuosmukai. Prasidėjus nuosmukiui krenta visų verslo sektorių rodikliai, tačiau skirtingi sektoriai skirtingai reaguoja į ekonomikos svyravimus. Neoklasikinė realių verslo ciklų teorija teigia, kad didžiausią įtaką verslo ciklams daro įvairios naujovės ir technologiniai šokai. Pasak R. Čiegio (2012) „ekonomika niekada nebūna ramybės būsenos“. Verslo ciklas yra apibūdinamas kaip viena iš makroekonominių problemų, nes svyravimai jaučiami visos ekonomikos mastu. Intensyviai augant ekonomikai, didėja daugumos kapitalo savininkų gerovė, o jai lėtėjant mažėja pardavimai ir gamyba. G. Žigienė ir M. Žiūkaitė (2010) atliko tyrimą, kurio metu nagrinėjo Lietuvos įmonių jautrumą pagal sektorius. Tyrimo metu nustatyta, kad jautriausiai į verslo ciklus reaguoja maisto sektoriui priskiriamos įmonės. Šio tyrimo rezultatų aktualumas buvo viena iš priežasčių, kodėl baigiamojo magistro darbo tyrimui buvo pasirinkta pieno pramonės įmonių analizė.

Kaip jau buvo aptarta teorinėje dalyje, globaliame ekonomikos pasaulyje nuolat kyla poreikis ne tik naujiems įmonės vertės skaičiavimo rodikliams, bet ir naujam mąstymui. Išoriniai ir vidiniai informacijos vartotojai naudojami ne tik tradiciniais rodikliais, bet ir bando juos analizuoti per kito požiūrio prizmę. Tradiciniai vertės matavimo rodikliai, kurie apskaičiuojami remiantis turto, rinkos ir pajamų požiūriu, vertę įvertina nevisapusiškai, nepajėgūs įvertinti tikrųjų įmonės vertę kuriančių veiksmų. Tam būtina vertę skaičiuoti remiantis veiklos vertinimo būdais, kurie grindžiami kaštų, srautų apskaita, subalansuotais rodikliais.

Taikant įvairius metodus ir jų kombinacijas gaunama skirtinga vertė, todėl siekiama suderinti verslo vertinimo metodus ir išskirti tuos, kurių pagalba galima tiksliausiai apskaičiuoti ne tik įmonės vertę ir įmonės sukuriamą pridėtinę ekonominę vertę. Teigiama, kad paprastai su įmonių vertinimo sunkumais susiduria įmonės, kurios nėra listinguojamos biržoje, nes listinguojamos įmonės turi orientacinę kainą – akcijų kainą. Verslo vertinimo metodų pagalba galima nustatyti ar įmonės akcijų

kaina yra teisinga. Įmonės rinkos vertė dažniausiai įtakojama išorės nuomonės, o tikroji vertė vidaus nuomonės. Verslo vertinimą apibūdinsime kaip procesą, kurio metu, remiantis pasirinktu vertinimo metodu nustatysime vertinamo verslo vertę. Dažniausiai sandorio metu verslo kaina skiriasi nuo apskaičiuotos vertės, tačiau ji svarbi kaip orientyras, nustatantis derybų ribas.

Baigiamojo darbo autorė pateikia savo sudarytą įmonės vertės nustatymo metodologiją, kurio koncepcinį modelį pateikia 5 paveiksle. Toliau autorė pateikia sąsajas, kuriomis remiantis buvo pasirinkti įmonės vertinimo modeliai. Pasirinkimą įtakojo siekis įmonės veiklą įvertinti visapusiškai: visų pirma sužinoti ar įmonė vysto pelningą veiklą ir ar nesusiduria su veiklos tęstinumo problemomis. Kadangi teorinėje darbo dalyje aptarėme klausimus susijusius su įmonės motyvacija ne tik pelnui, bet ir akcininkų nuosavybės didinimui, pasirinkome EVA metodą dėl galimybės išsiaiškinti ar įmonė kuria pridėtinę ekonominę vertę akcininkams. EVA metodo pagalba nustatysime, ar vertinant EVA požiūriu įmonės rezultatai skiriasi nuo rezultatų, pateikiamų įmonės finansinėse ataskaitose. Diskontuotų pinigų srautų metodo pasirinkimą lėmė tai, kad metodas vertina rinkos situaciją, laiko ir rizikos veiksnius, jį galima pritaikyti konkrečiai situacijai. Alternatyvai pasirinktas lyginamasis metodas, kuris padės nustatyti ar diskontuotų pinigų srautų metodu nustatyta akcijų rinkos vertė yra reali.



5 pav. Tyrimo modelis. Sudaryta darbo autorės.

Siekiant apskaičiuoti įmonės vertę nepakanka pritaikyti vieno įmonės vertės nustatymo modelio ir padaryti atitinkamas išvadas. Lietuvos teisinė bazė reglamentuojanti turto ir verslo vertinimą, apsiriboja rekomendacijomis, patariančiomis taikyti kelis įmonės vertės nustatymo metodus. Kiekvienas metodas turi savus privalumus ir trūkumus, todėl turint siekį kaip galima tiksliau įvertinti įmonės vertę, analizėje reikia taikyti bent kelis vertės nustatymo metodus, įmonę vertinant iš veiklos tęstinumo ir jos galimybių dirbti pelningai, perspektyvos. Tik tokiu būdu įmonės vertė bus įvertinta tiksliai ir gautas rezultatas artimas realiai situacijai.

Santykinės analizės pagalba bus atlikti pelningumo rodiklių skaičiavimai: bendrojo, grynojo, veiklos, nuosavo kapitalo, turto pelningumo, kurie padės susidaryti vaizdinį apie įmonės veiklos rezultatus. Pelningumo poveikio įmonės vertės dydžio įrodymui pasirinkta Du Pont analizė, kurios pagalba nustatysime pagrindines pelningumo priežastis – išskiriant į dalis grynąjį pelningumą, turto apyvartumą bei turto ir nuosavybės santykį, atskleisime šių trijų komponentų poveikį nuosavo kapitalo gražos reikšmei. Norėdami susidaryti nuomonę apie įmonių veiklos tęstinumo galimybes, skaičiuosime įmonių veiklos tęstinumui prognozuoti taikomus *tiesinės diskriminantinės analizės modelius*: R. Lis, R. Taffer ir H. Tisshaw, G. Springate, A. Altman ir *logistinės regresijos modelius*: Zavgren, Chesser. Tolimesniame etape pasirinksime įmonės vertės nustatymo metodus: ekonominės pridėtinės vertės metodas pasirinktas siekiant paskaičiuoti ar įmonių akcininkai gavo kompensuojamąją gražą, atsiradusią dėl prisiimamos rizikos. Diskontuotų pinigų srautų metodas pasirinktas dėl to, kad parodo būsimuosius laisvųjų pinigų srautus, kas aiškiai parodo būsimąją vertę. Lyginamąjį metodą pasirinksime dėl jo vertinimo pagrindo: įmonės akcijos – kainos už pelną rodiklio. Porinės koreliacinės regresijos pagalba bus siekiama apskaičiuoti ryšį tarp akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainos bei ekonominės pridėtinės vertės (EVA) ir įmonės kapitalo kaštų (WACC).

Santykinė analizė – viena populiariausių finansinės analizės rūšių, kuri, galima sakyti, labiausiai paplitusi finansų analitikų tarpe Lietuvoje ir dažnai vadinama koeficientų analize. Finansiniai koeficientai išreiškia finansinių ataskaitų duomenų ryšį su kita informacija ir padeda sukurti įmonės „žemėlapi“ nagrinėjamu laikotarpiu. Pasak A. Marčauskienės (2016), norint įvertinti įmonės finansinę padėtį, bei jos galimybes ateityje, „būtina atlikti išsamią jos finansinę analizę“.

A. Džikevičius (2000) teigia, kad santykinis dydis, kuris gaunamas lyginant du skaičius, informacijos prasme yra daug naudingesnis negu absoliutus dydis. Remiantis santykiniais dydžiais, galima realiau įvertinti įmonės būklę, gauti daug akivaizdesnius ir aiškesnius efektyvumo tyrimo rezultatus, įvertinti įvairias įmonės veiklos sritis, atskleisti nepanaudotas galimybes bei priimti logiškus ir racionalius sprendimus. Pasak J. Mackevičiaus *et al.* (2011) santykinės analizės pagrindą sudaro skirtingų finansinės ataskaitos rodiklių lyginimas, gaunant tikslesnę informaciją apie įmonės finansinės raidos perspektyvas. Koeficientų skaičiavimai paprasti, tačiau jų interpretacija yra

sudėtingas, reikalaujantis patirties ir įžvalgų procesas, nes sunku pasakyti, kuris rodiklis „geras“ ar „blogas“. Pasak J. Mackevičiaus (2006), santykiniai rodikliai nėra reikšmingi, jei jie nėra lyginami. Kaip teigia L. Giriūnas (2013), norint didinti įmonės pelningumą, reikia tobulinti įmonės valdymą, ką galima pasiekti analizuojant santykinius rodiklius. Praktikoje itin dažnai pasitaikantis reiškinys yra menkai skiriamas dėmesys įmonės veiklos analizei, sprendimai priimami neatsižvelgiant nei į rezultatus, nei į darbo bei materialinių išteklių sąnaudas.

Kaip anksčiau aptarta, visos įmonės, veikiančios konkurencinės rinkos sąlygomis, yra suinteresuotos didinti pelną, kuris reikalingas palaikyti įmonės finansinį pajėgumą, plėsti veiklą, užtikrinti tęstinumą. Absoliutus pelno rodiklis negali parodyti įmonės veiklos efektyvumo, nors jam finansinėje atskaitomybėje teikiama didelė reikšmė. Skirtingos įmonės, generuodamos tą patį pelną, vertinamos komercinės, investicinės ar finansinės veiklos požiūriu, gali būti įvertintos skirtingai. Dažniausiai, norint palyginti įmonių veiklos efektyvumą, yra nagrinėjami pelningumo rodikliai, kurie dažnai neteisingai siejami su verslo pasiekimais – esant aukštai pelno normai įmonė atrodo patrauklesnė ir sėkmingesnė. Ne visada nuostolio faktorius reiškia, kad įmonė nestabili arba nepatikima. Analizuojant pelno sudėtį bei įvertinant įmonės pelno kilmę, galima nustatyti tas įmonės veiklos sritis, kurios generuoja mažiausią pelną arba yra nuostolingos.

Siekiant įmonės rezultatus palyginti su kitos įmonės rezultatais, naudojamas Du Pont metodas. Šio metodo taikymui atliekami vertinimai naudojant *pelningumo rodiklius*. D. Adomavičiūtė (2011), cituodama A. Chandler (1977) teigia, kad „šis rodiklis buvo viena pirmųjų veiklos matavimo priemonių, kuri galėjo išmatuoti įvairių organizacijų investicijų pelningumą“.

Pelningumo poveikio įmonės vertės dydžio įrodymui pasirinkta Du Pont analizė. Du Pont analizės esmę sudaro nuosavo kapitalo pelningumo rodiklio skaidymas į rodiklius, parodančius pagrindines pelningumo šaltinius. Rodiklių skaidymo pagalba nustatoma, kokie veiksniai įtakojo pelningumą didėjimą arba mažėjimą kas ypač naudinga vertinant arba pasirenkant įmonės strategiją. Du Pont „modelio informacija gali būti naudojama kaip efektyvi priemonė, padedanti valdyti įmonės finansinius procesus, o ypač kritinius veiksnius“ (Du Pont analysis...2012, Kennon, 2012). Tai modelis, kuris iliustruoja, kaip kiti rodikliai susiję su pelningumo koeficientu. Nuosavo kapitalo pelningumas (NKP) apskaičiuojamas:

$$NKP = \text{grynasis pelningumas} - \text{turto apyvartumas} - \text{nuosavybės koeficientas}; \quad (10)$$

Čia: NKP – nuosavo kapitalo pelningumas.

$$NKP = \left(\frac{GP}{Pardavimai} \right) \times \left(\frac{Pardavimai}{Turtas} \right) \times \left(\frac{Turtas}{NK} \right) = \left(\frac{GP}{NK} \right); \quad (II)$$

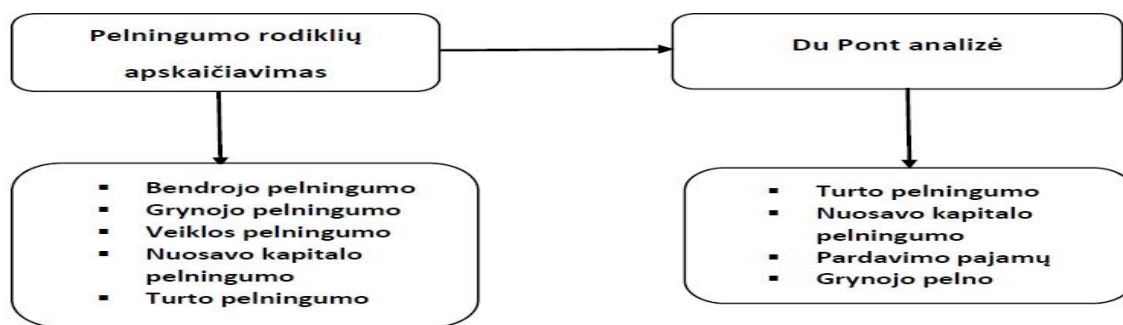
Čia: NKP – nuosavo kapitalo pelningumas; GP – grynasis pelnas; NK – nuosavas kapitalas.

Nuosavo kapitalo pelningumas svarbus įmonės akcininkams, kurie vertina praėjusio laikotarpio investicijų grąžą į įmonę. Skaičiavimuose yra rekomenduotina remtis grynojo pelno ir nuosavo kapitalo vertėmis. Atliekant analizę svarbu atkreipti dėmesį į tai, kad investicijų grąža priklauso nuo nuosavo kapitalo balansinės vertės. Nuosavas kapitalas didėja jei didinamas akcinis kapitalas arba atliekamas ilgalaikio materialaus turto perkainojimas. Nuosavo kapitalo grąža yra priklausoma nuo kapitalo struktūros. Grynojo įmonės pelno mažėjimas susijęs su paskolų palūkanomis. Dėl finansinių skolų rodiklio, gali būti įtakojamas nuosavo kapitalo rodiklis. Nuosavo kapitalo pelningumą tikslinga išskaidyti į dalis išskiriant grynąjį pelningumą, turto apyvartumą bei turto ir nuosavybės santykį. Du Pont modelis atskleidžia pateiktų trijų komponentų poveikį nuosavo kapitalo grąžos reikšmei.

Kaip matyti iš 10 ir 11 formulių, nuosavo kapitalo pelningumas labai priklauso nuo grynojo pelno, pardavimų ir turto dydžių. „Tradicinė Du Pont analizė padeda geriau suvokti, kaip galima didinti nuosavybės pelningumą, tuo pačiu didinant ir įmonės vertę arba įmonės naudingumą“ (Bartkauskaitė ir kt., 2016). Remiantis šia teorija Du Pont analizė bus atlikta pasirinktiems pelningumo rodiklių dydžiams.

Visų rinkoje veikiančių ir pelno siekiančių įmonių tikslas – kuo didesnis pelno uždirbimas, kuris priklauso nuo pardavimų savikainos ir pardavimo pajamų. Santykiniai pelningumo rodikliai vienu suprantamiausių ir dažniausiai naudojamų rodiklių. Remiantis pelningumo rodiklių analize, galima sudaryti paveikslą, kurį apibendrinus matomi galutiniai įmonės laimėjimai. Nagrinėjant pelno sudėtį, į ją žiūrima dviem kryptimis – kaip į pardavimų proceso rezultatą ir kaip į investuoto turto grąžą. Pelningumo rodikliai geriausiai atspindi įmonės veiklos efektyvumą, vertinant jį tam tikruose etapuose. Pagal juos sprendžiama, kokios realios naudos gali tikėtis įmonės akcininkai bei investuotojai. Įmonės pelningumo rodikliais domisi platus spektras ne tik vidinių, bet ir išorinių vartotojų.

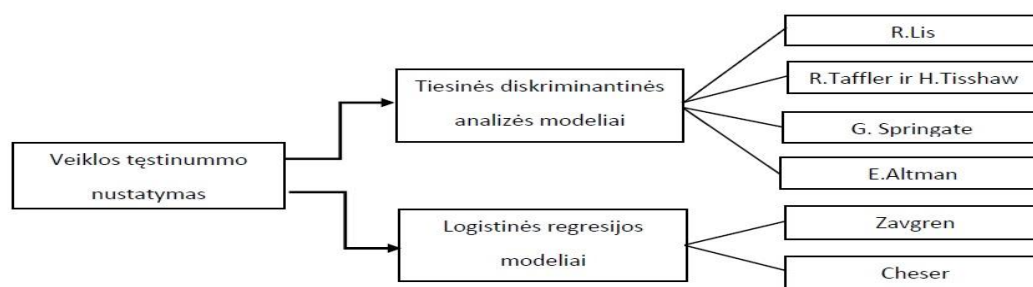
Siekiant atlikti įmonių analizę, remiantis **Du Pont modeliu**, buvo atlikti šių pelningumo rodiklių skaičiavimai: *bendrojo, grynojo, veiklos, nuosavo kapitalo, turto pelningumo*. Paveiksle 6 pateikiamas pelningumo rodiklių analizės, remiantis Du Pont metodu procesas, kuriuo vadovaujantis atlikti AB Vilkyskių pieninė ir AB Rokiškio sūris pelningumo rodiklių ir Du Pont analizės skaičiavimai.



6 pav. Pelningumo rodiklių, remiantis DU Pont metodu, analizės procesas. Sudaryta darbo autorės.

Neapibrėžtumo į rinką pastaraisiais metais įneša tarptautinė aplinka pasaulyje - nuolat kylant ypač kontrastingai politinei rizikai, didėja įtampa finansų rinkose ir auga neapibrėžtumas dėl ateities. Įmonių veikla koncentruota atviroje rinkoje, kurioje gana laisvai prieinama informacija apie įmonės finansinę atskaitomybę, skelbiami reikšmingi įvykiai bei egzistuojančios verslo sąsajos. Apie įmonės veiklą susidaryti pakankamai aiškų jos būklės portretą nėra sudėtinga, tačiau būtina jį atsakingai įvertinti, siekiant padaryti kiek galima objektyvesnes išvadas.

Atliekant įmonių *veiklos tęstinumo skaičiavimus*, buvo remtasi teorinėje darbo dalyje aptartais bankroto prognozavimo modeliais. Įmonių bankrotui prognozuoti buvo taikomi *tiesinės diskriminantinės analizės modeliai*: R. Lis, R. Taffer ir H. Tisshaw, G. Springate, A. Altman ir *logistinės regresijos modeliai*: Zavgren, Cheser. Bankroto prognozavimo modelių aprašymai pateikiami 16 priede. Paveiksle 7 pateikiamas veiklos tęstinumo analizės procesas, kuriuo vadovaujantis atlikti AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris veiklos tęstinumo galimybių skaičiavimai.



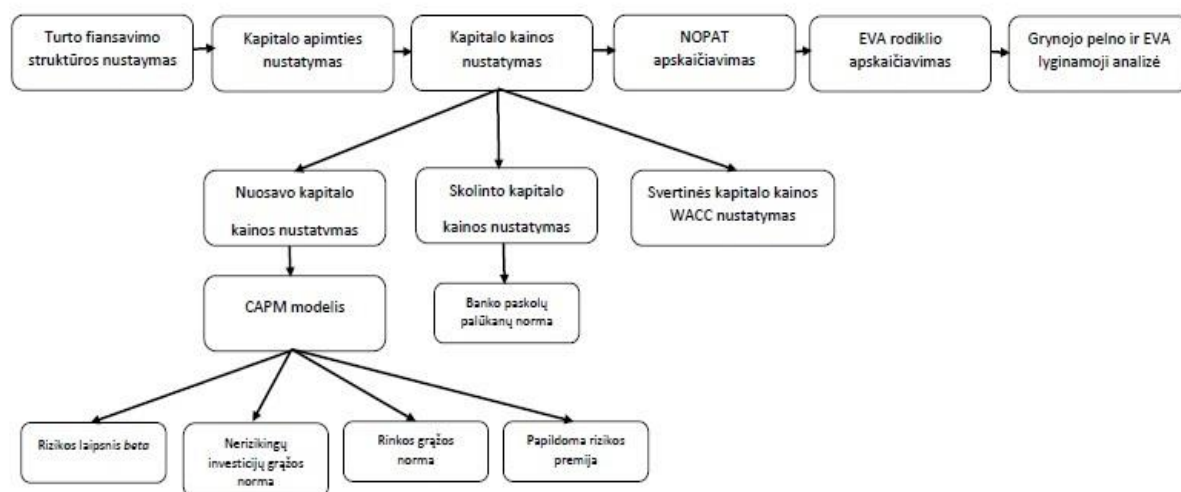
7 pav. Veiklos tęstinumo analizės procesas. Sudaryta darbo autorės.

Nagrinėjant bankroto modelių rezultatus, kiekviena įmonė turi taikyti savo metodiką, kuri gali padėti įvertinti ne tik veiklos stabilumą ir tęstinumą, bet ir sumažinti bei pašalinti bankroto grėsmę. Bankroto prognozės rezultatai leis sužinoti, ar įmonių veiklai iškilusi didelė bankroto grėsmė, ar

bankroto požymių dar nematyti. Taip pat bus galima palyginti įmonių bankroto tikimybes, gautas pagal skirtingus modelius.

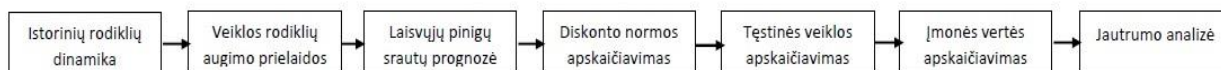
Rinkoje veikiančios įmonės tikslas yra maksimizuoti akcininkų nuosavybę. Įmonių kapitalą sudaro nuosavas (paprastosios akcijos) ir skolintas kapitalas. Apskaitydama nuosavo kapitalo kainą, EVA motyvuoja išnaudoti ne tik skolintą kapitalą ir aiškiai atskleidžia ryšį tarp pelningumo bei kapitalo panaudojimo galimybių pelno uždirbimui. Daugelis mokslininkų (E. Makelainen, B. Stewart, N. Roztockis) pateikia paprastus pavyzdžius, kaip nesudėtingai apskaičiuoti EVA.

Remiantis teorinėje darbo dalyje pateiktu EVA rodiklio apskaičiavimo aprašymu, apskaičiuosime įmonių AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris **EVA rodiklį**. Apžvelgus įmonių finansinės atskaitomybės duomenis, EVA skaičiuosime be korekcijų, nes įmonės mastu patiriamos tyrimo, diegimo, mokymų sąnaudos, atsargų nuvertėjimo pokyčiai, paramos ir labdaros sąnaudos, atidėtojo pelno sumažėjimai/padidėjimai nėra reikšmingi skaičiavimams. Paveiksle 8 pateikiamas EVA analizės metodo procesas, kuriuo vadovaujantis atlikti AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris ekonominės pridėtinės vertės skaičiavimai.



8 pav. Ekonominės pridėtinės vertės (EVA) analizės procesas. Sudaryta darbo autorės.

Įmonės vertė kinta laike, todėl dažniausiai praktikoje naudojamas metodas – **diskontuotų pinigų srautų** laikomas kaip objektyviausią nuomonę pateikiantis ir tiksliausių vertinimo rezultatus nustatantis metodas. Vertinant įmonę prognozuojamas laikotarpis apima keturis periodus, penktojo periodo pradžioje įmonę numatoma parduoti. Įmonių vertė bus nustatoma remiantis ateities scenarijumi „be esminių pokyčių“. Juo remiantis daroma prielaida, kad artimiausiais metais įmonės tęs savo veiklą, jų strategijos ir tikslai iš esmės nesikeis, nebus vykdomi esminiai struktūriniai pokyčiai įmonės viduje. Prognozuojant įmonių veiklos rodiklius, remiamasi įmonių istorinių rodiklių dinamika. Paveiksle 9 pateikiamas diskontuotų pinigų srautų metodo analizės procesas, kuriuo vadovaujantis atlikti AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris diskontuotų pinigų srautų skaičiavimai.



9 pav. Diskontuotų pinigų srautų metodo analizės procesas. Sudaryta darbo autorės.

Lentelėje 4 baigiamojo darbo autorė pateikia tradicinių vertės metodų klasifikavimą bei jų aprašymą. Teorijoje pateiktas gana platus spektras metodų, o norint vertinti įmonę kaip galima tiksliau, būtina atsižvelgti į jos specifiką, nes universalus vertės nustatymo metodo nėra.

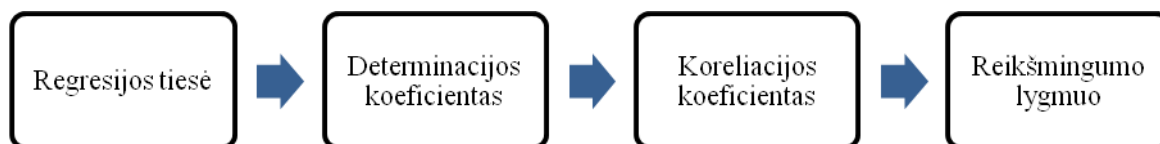
4 lentelė. Tradicinių įmonės vertės metodų nustatymo klasifikavimas

	Metodas	Skaičiavimas	Trūkumai	Privalumai
Rinkos daugiųjų	Kainos ir pelno koeficientui metodas	Akcijos kaina/Akcijai tenkantis pelnas	Neatsižvelgia į finansinius rodiklius, kas sąlygoja netikslumus.	Paremtas tikromis faktinėmis vertėmis.
	Kainos ir pardavimų rinkos metodas	Akcijos kaina/ Akcijai tenkančios pardavimo pajamos	Neparodo patiriamų sąnaudų ir pelningumo dydžių skirtumų tarp įmonių.	Pajamomis negalima manipuliuoti kaip pelnu.
	Kainos ir balansinės vertės metodas	Akcijos kaina/Balansinė vertė	Dėl skirtingų apskaitos standartų skirtingos balansinės vertės.	Balansinė vertė patikimas matmuo.
	Vertės ir pelno prieš mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją metodas	Įmonės vertės/ EBITDA santykis	Netinka įmonėms, kurios veikia didelių finansinių išteklių nereikalaujančiuose sektoriuose	Palyginimas su įmonėmis, turinčiomis skirtingus finansinius svetus.
Turtu pagrįsti	Balansinės vertės	Įmonės turtas - įsipareigojimai	Dėl skirtingų apskaitos standartų skirtingos vertės, tinka tik stabilioms įmonėms.	Ilgalaikio turto vertės neįvertinimas arba pervertinimas.
	Pakoreguotas balansinės vertės	Akcijos kaina/ Akcijai tenkančios pardavimo pajamos	Neparodo patiriamų sąnaudų ir pelningumo dydžių skirtumų tarp įmonių.	Koreguojamos turto ir įsipareigojimų vertės, atsižvelgiant į rinkos vertes.
	Likvidacinės vertės metodas	Akcijos kaina/Balansinė vertė	Dėl skirtingų apskaitos standartų skirtingos balansinės vertės	Apskaičiuoja labiausiai tikėtiną pardavimo kainą skubaus pardavimo atveju.
	Pakeitimo kaštų metodas	Turto rinkos kaina/Įmonės turto pakeitimo kaštai	Keičiamas tik materialus turtas	Tiksliai apskaičiuoja įmonės nematerialųjį turtą.
Pajamomis pagrįsti	Diskontuoto pelno metodas	Prognozuojamos būsimos pajamos po 5 metų.	Sudėtingas skaičiavimas	Gaunami pakankamai tikslūs rezultatai.
	Diskontuotų dividendų metodas	Būsimų pinigų srautų - dividendų skaičiavimas.	Būsimą dividendų augimo tempą nuspėti sunku.	Skirtas įmonių vertei nustatyti, kurios pastoviai moka dividendus.
	Kapitalizuoto pinigų srauto metodas	Pelno kapitalizavimo normos skaičiavimas ir laisvo pinigų srauto sudarymas	Sudėtingas pinigų srauto skaičiavimas	Tinkamas vertinti mažesnio dydžio įmones.
	Perteklinio pelno metodas	Materialiojo ir nematerialiojo turto vertinimas		Metodas taikomas siekiant atskirti įmonės prestižą, reputaciją ir žinomumą.

Šaltinis: sudaryta darbo autorės.

Įmonės vertė nustatoma lyginant vertinamos įmonės veiklą su kitomis, analogiškėmis įmonėmis. **Lyginamojo metodo pagrindą** sudaro tam tikrų parametrų pasirinkimas ir jo transformavimas. Taikant verslo lyginimo metodą, lyginimui parenkamos panašios analogiško verslo įmonės ir nustatoma preliminarinių jų vertė. Dažniausiai absoliučiosios vertės yra nepalyginamos, todėl lyginamųjų įmonių verslo vertės yra konvertuojamos į standartinius rodiklius. Kaip jau aptarta anksčiau, AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris pasirinktos lyginimui dėl tam tikrų panašumų – turi daug rodiklių, kurie leidžia jas palyginti. Tai ne tik finansiniai rodikliai, bet ir analogiška ekonominė infrastruktūra, įmonės turi gana panašią istorinę bei ekonominio vystymosi galimybę, atitinkamai panašią infrastruktūrą, savo veikloje taikomas technologijas. Lyginamojo metodo pagrindas sudarytas kainos ir pelno koeficiento santykio taikymu, kurį pritaikysime skaičiavimams ir analizei. Vienai akcijai tenkančio pelno rodiklis laikomas galingai veikiančia matavimo priemone tarp rinkos analitikų.

Porinės koreliacinės regresinės analizės pagalba bus siekiama apskaičiuoti ryšį tarp akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių rinkos akcijų kainos ir pridėtinės vertės kūrimo (EVA) rodiklio įmonės akcininkams, bei įmonės kapitalo kaštų (WACC). Kaip aptarėme teorinėje darbo dalyje, pasak V. Boguslausko ir G. Jagelavičiaus (2002) literatūroje yra įrodyta akcijų kainos priklausomybė nuo EVA, todėl bandysime šį teiginį pagrįsti, nagrinėjamų įmonių pavyzdžiu. Šios analizės procesas pateikiamas 10 paveiksle.



10 pav. Porinės koreliacinės regresinės analizės procesas. Sudaryta darbo autorės.

Porinei regresinei analizei naudojami kintamieji: Y – akcijų kaina (EUR), X_1 – EVA rodiklis (tūkst. EUR), X_2 – WACC (proc.) reikšmė.

Apskaičiuojama regresinės tiesės lygtis ir sudaromas grafikas. Regresijos tiesės tikslumas tikrinamas remiantis determinacijos koeficientu, kuris parodo kiek procentų priklausomojo kintamojo sklaidos paaiškina nepriklausomas kintamasis. Priklausomybė tarp kintamųjų gali būti reali arba įtariama. Kaip teigia V. Boguslauskas (2004), nagrinėjamus kintamuosius gali sieti ryšiai, kuriuos autorius skirsto į *funkcinius ir koreliacijos*. Tai gali būti paprastas funkcinis ryšys, kur nepriklausomojo kintamojo reikšmei galima nustatyti priklausomo kintamojo reikšmę. Daugelyje ekonominių procesų tai daugiau galima pavadinti išimtimi, nes šie ryšiai sudėtingi. Statistinis ryšys apibūdinamas priklausomybe tarp atsitiktinių dydžių. Statistinio ryšio metu vieno kintamojo dydžio pokytis paveikia kito kintamojo dydžio pasiskirstymą. Statistinis tipo ryšiams apibūdinti naudojamos

koreliacijos ir regresijos sąvokos. Koreliacija atsako į klausimą ar yra ryšys tarp kintamųjų, kokia ryšio kryptis ir jo stiprumas, o regresija konkretizuoja ryšio formą.

Siekiant įvertinti, kiek tiksliai regresijos tiesė atspindi taškų pasiskirstymą, skaičiuojamas determinacijos koeficientas, kuris parodo koku mastu priklausomojo kintamojo sklaidą paaiškina regresijos tiesė. Kuo determinacijos koeficientas yra arčiau 1, tuo geriau nepriklausomas kintamasis paaiškina priklausomojo kintamojo sklaidą. Norint įvertinti ryšio stiprumą, naudojamas koreliacijos koeficientas. Koeficientui apskaičiuoti ištraukiama šaknis iš determinacijos koeficiento.

Koreliacinio ryšio įvertinimo metu tiriama, ar ryšys nėra atsitiktinis. Koreliaciniu ryšiu vadinamas toks ryšys, „kai faktorinio požymio reikšmių kitimas veikia tik rezultatinio požymio vidutines reikšmes“ (Kunigėlytė ir kt., 1986). Tyrimo metu taikomas 95 proc. reikšmingumo lygmens nustatymas.

„Porinė koreliacinė regresinė analizė padeda nustatyti stochastinio ryšio tarp tam tikrų veiksnių egzistavimą bei to ryšio analitinę išraišką“ (Pabedinskaitė, 2009). Pasak V. Janulionio (2008) koreliacijos proceso metu nustatomas ryšys tarp kintamųjų ir jo stiprumas, o atliekama regresinė analizė suteikia galimybę nustatyti nagrinėjamo ryšio pobūdį. Atliekant koreliacinę analizę nagrinėjami kiekybiniai koeficientai X ir Y. Koreliacijos koeficientas gali svyruoti intervale [-1;1]. Jei atsitiktiniai dydžiai X ir Y statistiškai nepriklausomi, tai imties koreliacijos koeficientas (žymima r) lygus 0. Jei r lygus -1 ar 1, tai parodo, kad tarp Y ir X yra griežta tiesinė priklausomybė.

Baigiamajame magistro darbe nenaudojami skaičiavimai rankiniu būdu. Regresijos formulėi sudaryti ir koeficientams apskaičiuoti naudojamosi Microsoft Office Excel programinės įrangos „Data analysis“ galimybės (Data analysis > Regression, Correlation).

3. ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMAS

3.1. Pieno pramonės sektoriaus apžvalga

Pieno pramonė – tai pramonės šaka, kuri apima ne tik pieno surinkimo, bet ir perdirbimo bei realizavimo grandžių sistemą. XX a. antroje pusėje pieno pramonės įmonės Europoje jungėsi į išstisus koncernus ar įmonių grupes. Vakarų šalyse nuolat girdimas susijungimo ir įsigijimo rinkos masto didėjimas, tuo tarpu Lietuvoje ypač dažnai kyla problemos, susiję su dominuojančio akcininko bandymais mažinti smulkiųjų akcininkų įtaką. Dominuojančio akcininko tikslas dažniausiai yra padidinti savo verslo įtaką tam tikram ekonomikos sektoriui arba rinkai apskritai. Lietuvoje veikiančios svarbiausios ir įtakingiausios pieno perdirbimo įmonių grupės, perdirbančios 94 proc. viso perdirbimui pateikiamo pieno Lietuvoje ir priklausančios vietiniams investuotojams - AB Rokiškio sūris, AB Vilkyškių pieninė, AB Pieno žvaigždės, AB Žemaitijos pienas ir AB Marijampolės pieno konservai turi galimybes susijungti, tačiau nepaisant ekonominės naudos, dėl įvairių priežasčių to nedaro. Lietuvoje pieno perdirbimo gamyba užsiima 49 įmonės (vyrauja mažos ir vidutinio dydžio), tačiau daugiau kaip 80 proc. produkcijos vertės sukuria didelės įmonės, turinčios virš 250 darbuotojų. Išvardintos penkios įmonės Lietuvoje dominuoja, nes penktą vietą pagal pardavimų pajamas užimanti AB Vilkyškių pieninė viršija visų likusių pieno perdirbimo gamyba besiverčiančių įmonių pardavimo pajamas kartu sudėjus.

Lietuvą galima drąsiai vadinti pienininkystės šalimi, nes pienininkystė Lietuvoje yra viena svarbiausių veiklų žemės ūkio sektoriuje. Pieno perdirbimo įmonės sukuria didelę pridėtinės vertės dalį, pagamina apie 19 – 24 proc. bendrosios produkcijos žemės ūkyje. Pagal pagaminamo pieno kiekį vienam gyventojui 2015 m. Lietuva Europos Sąjungoje kartu su Estija dalinasi 4-5 vietą, kas parodo, kad pokyčiai pieno sektoriuje yra labai svarbūs daugumai žemės ūkio srityje dirbančių žmonių, kaip ir visai mūsų šalies ekonomikai. 2015 m. pieno perdirbimo veiklos sektoriuje veikiančios įmonės sukūrė apie 1,0 proc. šalies pridėtinės vertės.

2014 m. Lietuvos pieno perdirbimo įmonės neteko didelės rinkos dalies dėl Rusijos draudimo importuoti žemės ūkio ir maisto produktus. 2015 m. sumažėjusi paklausa Kinijoje sudarė sąlygas pieno produktų pertekliui atsirasti, kas įtakojo pieno produktų kainų mažėjimą Lietuvos pieno produktų gamybinių įmonių pardavimų ir gamybos apimtyse. 2015 m. sumažėjęs gaminių importas turėjo įtakos ir visai pasaulinei pieno gamybos rinkai, kurios stabilizavimasis prasidėjo tik 2016 m. Pateikiamose ekonominėse ataskaitose, Europos Parlamentas Lietuvą, Lenkiją, Vokietiją, Nyderlandus, Latviją ir Estiją įvardina kaip šalis, kurios labiausiai nukentėjo Rusijos prekybos embargo metu. Tikėtina, kad eksporto santykiai su Rusija prarasti neapibrėžtam laikotarpiui.

Apie 50 proc. visos Lietuvoje pagamintos produkcijos parduodama užsienio rinkoje, o didžioji dalis žaliavinio pieno išigyjama vidaus rinkoje. Pieno perdirbimo veikla, galima sakyti, orientuota į eksportą, eksporto rinka nuolat auga sūrio ir varškės produktams. Lietuvoje žaliavinio pieno kainos yra vienos žemiausių Europos Sąjungoje ir sudaro apie 70 proc. Europos Sąjungos vidurkio, jos labai priklausomos nuo pasaulinių pieno produktų kainų – jautriai reaguoja į jų kritimą bei vangiai į kilimą.

Pieno ir pieno gaminių eksportas nuo 2013 m., palyginti su 2015 m. didėjo apie 53 proc. Didėjo eksportas į Lenkiją, Vokietiją, Latviją, atrastos Nyderlandų, Vietnamo, Estijos, Jungtinės Karalystės, Belgijos, Azerbaidžano rinkos. Pieno perdirbimo įmonės vilioja ir egzotiškos rinkos – Saudo Arabija, Kuba, Marokas, Kazachstanas bei Japonija. 2016 m. Kinijos akreditavimo ir sertifikavimo administracija suteikė teisę septyniolikai Lietuvos pieno pramonės įmonių eksportuoti savo gaminius į šią Azijos valstybę. Europos Sąjungos Smulkaus ir vidutinio verslo atstovybės Kinijoje ekspertas Pablo Recio Lietuvos įmonėms, kurios eksportuoja į Kiniją, prognozuoja sėkmę dėl gaminamų aukštos kokybės produktų.

Europos Komisijos ataskaitoje (2016) teigiama, kad padėtis ES pieno ir pieno produktų rinkoje šiuo metu yra stabili. Pieno produktų gamyba ir suvartojimas nuo 2016 m. iki 2025 m. turėtų augti po 1,8 proc. kas metus. Augimas ateinantiems dešimt metų numatomas lėtesnis nei 2005 – 2014 metais, kas sudarė 1,9 proc. Didžiausia pieno gamybos prieaugio dalis bus gaunama besivystančiose šalyse. Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija (EBPO) pastebi, kad pagrindiniai veiksniai, kurie turės įtakos ateities pasaulinių pieno produktų kainų tendencijoms – sulėtėjusi arba sparčiai auganti Kinijos ekonomika, laisvosios prekybos ir regioninės sutartys, aplinkosauginiai reikalavimai, orų anomalijos dėl klimato kaitos.

2015 m. Europos Sąjungoje buvo priimtas sprendimas panaikinti pieno gamybos kvotas. Buvo paskelbta daug mokslinių darbų, kuriuose nagrinėjama pieno gamybos kvotų panaikinimo problematika. Lietuvoje tokių tyrimų reta, 2016 m. D. Mikelionytė ir kt., atliko mokslinę studiją, kuria buvo siekiama patikrinti ar tam tikri veiksniai, susidarantys dėl pieno gamybos kvotų panaikinimo, darys įtaką Lietuvos prekinio pieno gamybai ir žalio pieno supirkimo kainai. Tyrimas parodė, kad pieno gamybos kvotų panaikinimas pienininkystės sektoriui Lietuvoje tiesioginės įtakos nepadarys, kadangi „nacionalinė pieno gamybos kvota niekada nebuvo įvykdyta daugiau nei 83 proc.“ (Mikelionytė, ir kt., 2016). Autorė teigia, kad įvertinant tokių veiksnių poveikį, kaip paklausa ir pasiūla, 2020 m. galima tikėtis žaliavinio ir prekinio pieno kainų augimo.

Vienas didžiausių iššūkių, laukiančių Baltijos regiono šalių – kooperacijos galimybės. Daugelyje pieno rinką nagrinėjančių apžvalgų pateikiama nuomonė, kad gamintojai turi ieškoti galimybių ir patirties pajėgumo apjungimui. Tik tokiu atveju pieno perdirbimo įmonės galės patenkinti didelių pasaulio rinkų – Azijos šalių, Australijos, Kanados, JAV vartotojų poreikius bei lūkesčius, tuo

pačiu sumažindami savo pagrindinės veiklos kaštus. Latvijos banko atstovas dr. Olegs Krasnopjorovs (2016) pabrėžė, kad „Baltijos šalys turi daug potencialo plėtrai, dėmesį reikia koncentruoti tinkama“ linkme.

Lietuvos pieno pramonė pasižymi pakankamai gera produktų diversifikacija, nes daug pajamų gauna iš pardavimų užsienyje, ko dėl prisotintos ir mažos vietinės rinkos Lietuvoje padaryti negali. Itin didelė konkurencija turi neigiamos įtakos šakos stabilumui, nes įmonės priverstos vystyti rizikingesnę veiklą, kas siekiant didesnio pelno ne visada pasiteisina. Didesnio pelno siekimas ne būtinai sukuria akcininkams naudą, prekyba su rizikingomis rinkomis investuotojus dvejopai: vieni tai traktuoja kaip gerą įmonės veiklos rezultatą, nes rizikuojant gaunamas didesnis pelnas, kiti vertina skeptiškai, nes vertinant įmonių istorinius duomenis, rizikingos rinkos neduoda pakankamo norimo pelno.

Ilgalaikė pieno sektoriaus perspektyva gana viliojanti, tačiau esant nepastoviai situacijai rinkose, kuri kartojasi maždaug kas trejus metus, labai sunku atsilaikyti nepatyrus pieno sektoriaus krizės poveikio. Įmonėms, veikiančioms šioje maisto pramonės šakoje pakankamai sudėtinga persiorientuoti, taip pat dėl Lietuvoje mažėjančių pieno ūkių susiduriama su žaliavinio pieno ne tik aukštos supirkimo kainos problema, bet ir pieno trūkumo problema. Per paskutinius pora metų perdirbimo įmonės neteko apie 66 tūkst. tonų pieno, todėl vis labiau pabrėžiama, kad pienas turi būti perdirbamas į didesnės pridėtinės vertės produktus.

Investuotojai į pieno sektorių žvelgia su tam tikra atsarga, nes praradę rinkas į Rusiją pienininkai vis dar stengiasi prarastas lėšas atsiimti iš pirkėjų, brangindami pieno produktų kainas. Pieno sektorius yra cikliškas ir kainų pokyčiai kartojasi kas keletą metų. 2009 m. buvusi ekonominė krizė stipriai sumažino žaliavinio pieno supirkimo kainas – vidutiniška supirkimo kaina buvo 153 EUR už toną. 2015 m. pabaigoje vidutinė pieno supirkimo kaina buvo 169 EUR už toną, kas parodo, kad kaina beveik atitiko žemiausią 2009 m. kainą. Rinkų apžvalgininkai teigia, kad pieno gamybos perteklių turi sumažinti pieno gamybos kritimas ir greičiau auganti paklausa. Lietuvos žaliavinio pieno supirkimo kainos turi didelę įtaką visai pieno sektoriuje veikiančiai grandinei – šalyje palyginti didelis skaičius nedidelių, pieno gamyba besiverčiančių ūkių. Šiuo metu vis dar gyvenama lūkesčiais, kad pieno produktų kainos nekris, o kils, tačiau būtina įvertinti, jog pieno atsargos pasaulyje istoriškai yra labai didelės. Sąlygas diktuoja rinka, tačiau pieno perdirbėjai dažnai kaltinami tuo, kad naudojami savo dominuojančia padėtimi ir manipuliuoja kainomis. Tikėtina, kad padėtis Lietuvos pieno sektoriuje gerės, pelno marža greitai laiku stabilizuosis ir augs, todėl šių įmonių investuotojų neturėtų nuvilti, nors pieno gamyba ir perdirbimas yra labai rizikingas verslas.

3.2. AB „Vilkyškių pieninė“ ir AB „Rokiškio sūris“ įmonių veiklos apžvalga

Magistro darbe analizuojamų akcinių bendrovių akcijomis prekiaujama NASDAQ OMX Vilnius vertybinių popierių biržoje. Žvelgiant pasauliniu mastu Vilniaus akcijų birža yra smulki, akcijų likvidumas taip pat žemas. Stambesnėje biržoje tikriausiai nei viena lietuviška įmonė nepatektų į emitentų sąrašą. Įmonės, kuri nusprendžia listinguoti savo akcijos biržoje, pagrindinis tikslas yra pritraukti papildomo kapitalo, skirto plėtrai bei investicijoms. Be to, gali būti siekiama padidinti bendrovės skaidrumą, sukurti tam tikrą savininkų ratą, skatinti žinomumą. Svarbu įvertinti tai, kad abi bendrovės kotiruoja savo akcijas biržoje. Nemažai didelių bendrovių nesikotiruoja biržoje dėl to, kad jų savininkai nori išsaugoti tam tikrą įmonių privatumą ir išlaikyti pilną įmonės kontrolę. Tačiau ir kotiruojant akcijas biržoje galima išlaikyti įmonės kontrolę - valdant kontrolinį akcijų paketą (AB Vilkyškių pieninė) arba su kartu veikiančiais asmenimis sudaryti daugumą (AB Rokiškio sūris).

AB Vilkyškių pieninė įmonių grupę sudaro keturios įmonės: AB Vilkyškių pieninė, AB Modest, AB Kelmės pieninė ir 2013 m. įsteigta AB Pieno logistika. Kontrolinį AB Vilkyškių pieninė akcijų paketą valdo Gintaras Bertašius (51 proc.), 17 proc. grupės akcijų turi turto valdymo įmonės „Orion Asset Management“ investicinis fondas Multi Asset Selection Fund. Investicinis fondas skirtas investuotojams, kurie nori apsaugoti savo investicijas nuo finansų rinkos svyravimo. Vidutinis dirbančiųjų skaičius įmonėje 948.

AB Vilkyškių pieninė yra viena jaunesnių, perspektyvesnių akcijų biržos įmonių, didelį dėmesį skirianti žmogiškiesiems resursams, darbuotojų profesionalumui, inovacijoms, naujoms technologijoms, šiuo metu iš kitų rinkos dalyvių išsiskirianti efektyviu gamybos organizavimu, aukšta gaminių kokybe. Svarbios bendrovės stiprybės – išskirtiniai ir originalūs aukščiausios kokybės produktai, patikrinti santykiai su verslo partneriais, patraukli kainų politika. Per aštuoniolika veiklos metų sukurta visa reikiama aptarnavimo infrastruktūra.

AB Vilkyškių pieninė yra sertifikuojama pagal Kokybės vadybos ir Maisto saugos sistemas pagal tarptautinius ISO 9001:2008 ir ISO 22000:2005 standartų reikalavimus. 2014 m. pradėti paruošiamieji darbai sertifikavimui pagal griežčiausius sertifikavimo sistemos reikalavimus, prilyginamiems BRC (*British Retail Consortium*) ar IFS (*International featured Standards*), kurių tikslas yra saugaus ir kokybiško maisto tiekimas mažmenininkams. Siekiant laisviau įsiliesti į islamo šalių rinkas, įmonės gamybos procesai sertifikuojami pagal Halal taisyklių reikalavimus. Įmonė 2015 m. pripažinta Lietuvos „Metų prekės ženklas 2015“. 2016 m. įmonė buvo viena iš Lietuvos pramonės įmonių, gavusių leidimą eksportuoti savo produkciją į Kiniją.

AB Vilkyškių pieninė savo finansinėse ataskaitose nurodo, kad pardavimų pajamos 2015 m. sumažėjo 23 proc. (vidaus rinkoje – 9 proc., eksportas 29 proc.) lyginant su 2014 m. Pateikiama, kad

2015 m. 63 proc. visų įmonės pardavimų sudarė eksportas. Daugiausia produkcijos parduota Europos Sąjungos šalyse – didėjo pardavimų apimtys Vokietijoje, Italijoje. Įmonė atrado verslo nišą Pietų Korėjoje, JAE, Jordanijoje, Libijoje, Kinijoje. 2015 m. prarasta Rusijos rinka – eksportas sudarė 0 proc., kai 2014 m. sudarė 27 proc.

AB Rokiškio sūris šiuo metu yra didžiausia ir moderniausia sūrių gamybos įmonė, kuri veiklą vykdo ne tik Lietuvoje, bet ir Baltijos šalių regione. Įmonė viena iš pirmųjų Lietuvoje tapo akcine bendrove. Grupę kontroliuoja UAB Pieno pramonės valdymas, SIA RSU Holding ir Antanas Trumpa, kuriems priklauso 72,50 proc. įmonės įstatinio kapitalo, 4,96 proc. akcijų priklauso Liuksemburge registruotam SEB SA Omnibus fondui. Grupę sudaro UAB Rokiškio pienas, UAB Rokiškio pieno gamyba, KB Žalmargė, SIA Jakabpils piena kombinats, SIA Kaunata. 2015 m. pabaigai grupė turi įsigijusi savų akcijų, kurios sudaro 6,73 proc. AB Rokiškio sūris įstatinio kapitalo ir neturi balso teisių. Vidutinis dirbančiųjų skaičius įmonėje 1 643.

AB Rokiškio sūris siekia užtikrinti aukštesnio maisto saugos užtikrinimo efektyvumo lygį, todėl 2013 m. sertifikavo FSSC 22000 Maisto saugos sistemų sertifikavimo schemą, kurią pripažįsta Pasaulinė maisto saugos iniciatyva GFSI (*Global Food Safety Initiative*). 2015 m. Briuselyje, prestižiniuose apdovanojimuose „Superior Taste Award 2015“ buvo įvertinta aukščiausiu apdovanojimu.

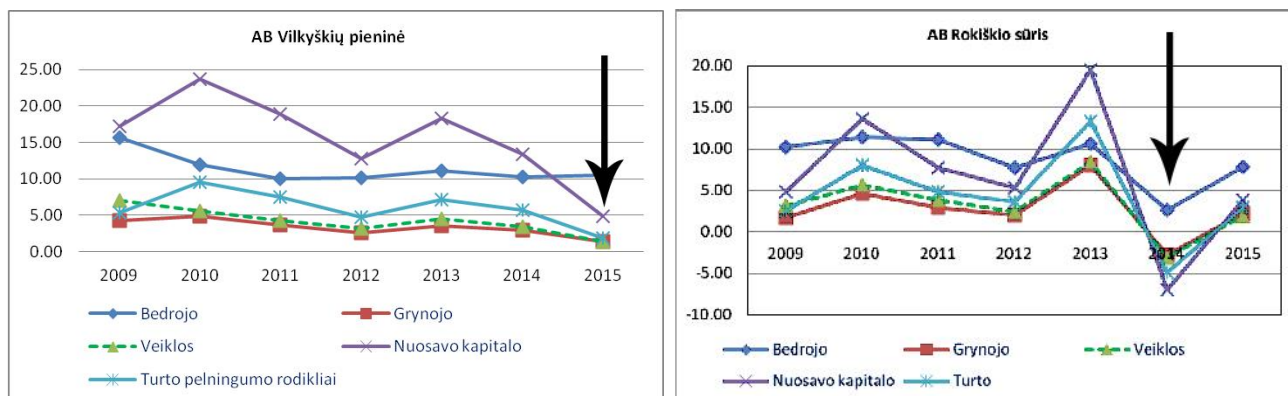
2015 m., lyginant su 2014 m. pagamintų sūrių kiekis AB Rokiškio sūris išaugo apie 7 proc., įmonėje įsisavinama ir tobulinama ilgo brandinimo sūrio gamyba. Didžiausia pagaminamos produkcijos dalis eksportuojama. 2015 m. grupės eksportas sudarė daugiau nei 65 proc, nuo bendrųjų pardavimų. 2015 m. pasikeitė įmonės eksporto kryptys – daugiausiai eksportuojama į Europos Sąjungos šalis – Ispaniją, Italiją, Olandiją. Įmonė įsisavina tokias rinkas kaip Artimųjų rytų šalys bei Azija. Dėl silpno dolerio kurso euro atžvilgiu 2002 m. prarasta JAV rinka, dėl būtinybės Rusijos embargo metu susikaupusių pagamintų sūrių pertekliaus realizavimo, vėl atsidūrė įmonės žvalgomųjų rinkų sąrašė, pradėtas eksportas į Kazachstaną, Filipinus, Indiją.

AB Rokiškio sūris finansinėse ataskaitose nurodo, kad 2015 m. grupės konsoliduoti pardavimai buvo 22 proc. mažesni nei 2014 m. - pagrindinį pardavimų sumažėjimą lėmė sumažėjusios fermentinių sūrių pardavimo kainos (apie 24 proc.). Dėl sumažėjusių į eksporto rinkas produktų sandėliuose susikaupė didelės produktų atsargos.

Baigiamojo magistro darbo tiriamajai daliai atlikti pasirinktos dvi akcijų rinkoje listinguojamos pieno perdirbimo įmonių grupės (toliau įmonės) - AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris. Įmonių pasirinkimą lėmė galimas objektų savybių panašumas – abi pieno perdirbimo įmonės dirba toje pačioje šalyje, veikia vienoje pramonės šakoje, panašios įmonių apyvartos, turi panašų augimo potencialą, galimas rizikas.

3.3. Pelningumo rodiklių analizė remiantis DU Pont metodu

Reikšmingiausiai vertinami pelningumo rodikliai yra tie, kuriuose galima įžvelgti veiklos procesų efektyvumą pagrindinėje įmonės veikloje. Kiekvienas tam tikrą turtą valdantis savininkas, tikisi sukurti ir gauti pelną – ko pasekoje augimo rodikliai užima prioritetinę veiklą. Todėl svarbu vertinti turimas galimybes šio tikslo pasiekimui ir įvertinti tam tikrų veiksmų lemiamą pelningą veiklą. Apskaičiuota pelningumo rodiklių reikšmių dinamika 2009 – 2015 m. pateikiama 10 paveiksle.



11 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris pelningumo rodiklių dinamika 2009 – 2015 m. Sudaryta darbo autorės, remiantis įmonių finansinės atskaitomybės duomenimis.

AB Vilkyškių pieninė (žr. Priedas 6) bendrojo pelningumo rodiklis 2009 m. buvo 15,71 proc., kas vertinama kaip geras rezultatas, nes įmonė iš vieno pardavimų euro uždirbo 0,16 Eur pelno. Kasmet rodiklis gana tolygiai krito dėl pardavimo sąnaudų kilimo ir 2015 m. sudaro 10,48 proc. Nagrinėjamu laikotarpiu rodiklį galima vertinti patenkinamai, kadangi svyruoja 7 – 15 proc. ribose. Grynojo pelningumo rodiklis, kaip teigia analitikai, turėtų viršyti 5 proc. Nagrinėjamu laikotarpiu rekomenduojama riba nėra pasiekama, ypač kritusi rodiklio reikšmė 2015 m. – 1,38 proc. Palyginus su 2009 m. rodiklis sumažėjo 67,30 proc. Veiklos pelningumo rodiklis, galima sakyti, atspindi grynojo pelno rodiklio kitimo dinamiką – lyginant 2009 m. ir 2015 m. krito 80,88 proc. - nuo 7,06 proc. iki 1,35 proc., kas rodo stipriai išaugusias finansinės veiklos sąnaudas. Nagrinėjamu laikotarpiu rodiklis vertinamas nepatenkinamai, nes nuo 2011 m. nesiekia 5 proc. rekomenduojamos ribos. Nuosavo kapitalo pelningumas 2010 – 2012 m. kito mažėjimo kryptimi dėl grynojo pelno rodiklio svyravimo, 2013 m. rodiklis padidėjo, kam įtakos turėjo padidėję grynojo pelno ir nuosavo kapitalo rodikliai, kuriuos įtakojo nepaskirstyto pelno padidėjimas. Vertinant pagal orientacinį vertinimo lygį, nuosavo kapitalo rodiklis traktuojamas patenkinamai, išskyrus 2010 m., kai peržengia vertinimo „gerai“ lygį, bei 2015 m., kai vertinamas nepatenkinamai. 2009 – 2015 m. rodiklio kritimas yra 72,08 proc., kas reiškia, kad įmonėje krenta kapitalo panaudojimo efektyvumas. Turto pelningumo rodiklis 2010 - 2012 m. nuosekliai mažėjo, 2013 m. lyginant su 2012 m. padidėjo dėl išaugusios grynojo pelno ir turto vertės. Lyginant nagrinėjamą laikotarpį, rodiklis mažėja dėl padidėjusio turto ir grynojo pelno rodiklių

– nuo 5,34 proc. 2009 m. iki 1,90 proc. 2015 m. Rodiklio reikšmė nuo 2010 m. nesiekia 8 proc., kas vertinama nepatenkinamai.

AB Rokiškio sūris (žr. priedas 11) bendrasis pelningumo rodiklis kito mažėjimo kryptimi 2010 - 2011 m., stipresnis mažėjimo šuolis nustatytas 2012 m., dėl išaugusios pardavimų savikainos pokyčio, o 2013 padidėjo dėl pakilusių pardavimo kainų eksporto rinkoje. Stiprus rodiklio kritimas fiksuotas 2014 m. dėl nutraukto eksporto į Rusijos rinką. Pagal orientacinį rodiklio vertinimo lygį, rodiklis 2014 m. vertinamas nepatenkinamai, nes įmonė iš vieno pardavimų euro uždirbo 0,03 EUR pelno. Grynojo pelningumo rodiklis 2010 m., lyginant su 2009 m. augo 177,40 proc., kas rodo, kad įmonė susidorojo su 2008 m. iškilusiais sunkumais. Rekomenduojamą 5 proc. ribą viršijo tik 2013 m. – 8,07 proc., ką įtakojo kita įmonės veikla. 2014 m. įmonė dėl išaugusių pardavimo savikainos ir kitų pardavimo sąnaudų padidėjimo, patyrė nuosmukį – rodiklis tapo neigiamas ir siekė -2,74 proc. Veiklos pelningumo rodiklis 2014 m. taip pat buvo neigiamas -3,07 proc., kas parodo, kad įmonė vienam pardavimų eurui patyrė 0,03 EUR nuostolių. Nagrinėjamu laikotarpiu rodiklis vertinamas nepatenkinamai, išskyrus 2010 m. ir 2013 m. Nuosavo kapitalo pelningumas 2010 m., lyginant su 2009 m. padidėjo 182,40 proc., ką įtakojo padidėjęs nuosavo kapitalo rodiklis, dėl 2010 m. supirktų savo įmonės akcijų, kurių pirkimą anuliavus 2011 m. rodiklis krito 43,20 proc. Įmonė, paskelbusi apie savo akcijų supirkimą, dažniausiai nuperka jas už rinkos kainą, o tada anuliuoja. Tokiu būdu akcininkai padidina savo įtaką įmonėje visai neišleisdami pinigų. 2013 m. rodiklis vertinamas gerai, jo reikšmė nagrinėjamu laikotarpiu didžiausia – 19,54 proc., tačiau 2014 m. reikšmė neigiama – kritus grynojo pelno vertei bei kitos veiklos pajamoms, sudarė -6,96 proc., kas vertinama ypač kritiškai dėl kapitalo panaudojimo efektyvumo. Turto pelningumo rodiklis reikšmingas 2013 m. (13,37 proc.) dėl padidėjusios grynojo pelno bei turto vertės bei 2014 m., kai rodiklis smarkiai krenta iki -4,87 proc., nes įmonė patiria nuosmukį. Lyginant 2014 m. su 2009 m. rodiklis padidėja 12,50 proc., kas rodo, kad įmonės veiklai 2014 m. rezultatai turėjo labai panašią įtaką, kaip ir 2008 m. palietęs ekonominis nuosmukis.

Apibendrinant pateiktus duomenis, galima daryti išvadą, kad įmonėms pavyko atsigauti po 2008 m. apėmusio nuosmukio, iki 2012 m. pastebimas gana stabilus ir rizikingai priimtinas pelningumo rodiklių svyravimas. 2012 m. dėl pieno produktų kainų kritimo eksporto rinkose AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris pelningumo rodikliai mažėja, kas suponuoja galimybes 2013 m. vystyti pelningą veiklą. Tačiau 2014 m., dėl iškilusių embargo problemų su Rusija, įmonės praranda Rusijos eksporto rinką. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris daugiau nei 60 proc. gaminamos produkcijos eksportuoja – jų pardavimo pajamos stipriai priklausomos nuo užsienio rinkos situacijos. AB Vilkyškių pieninė nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis nagrinėjamu laikotarpiu vidutiniškai sudaro 15,60 proc., kas (AB Rokiškio sūris 6,84 proc.) parodo, kad įmonė veikia efektyviai ir nuosavas kapitalas sukuria pelną. Įmonei AB Rokiškio sūris pelningiausi metai buvo 2013 m., tačiau 2014 m.

patyrė stiprų nuosmukį. Drastiškas žaliavinio pieno supirkimo kainų kritimas turėjo reikšmingą įtaką įmonės finansiniams rezultatams – pagal iš anksto pasirašytas sutartis dėl pieno supirkimo įmonė negalėjo atsisakyti nepelningų pardavimų eksporto rinkose. Įmonių pelningumo rodiklių svyravimai stipriai priklausomi nuo išorinių politinių ir ekonominių veiksnių – pasaulinio ekonominio nuosmukio, Rusijos embargo. Šiuo metu, atradus naujas eksporto galimybes, matomos teigiamos ateities tendencijos.

Remiantis Du Pont modeliu, kuris yra nesudėtingai pritaikomas praktikoje dėl keturių apskaitos straipsnių: turto, nuosavo kapitalo, pardavimo pajamų ir grynojo pelno, atliekama nuosavo kapitalo pelningumo analizė. Analizės pagalba nustatomi veiksniai, bei jų daroma įtaka nuosavo kapitalo pelningumui. Atliekami AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris nuosavo kapitalo pelningumo bei jų įtakojančių - grynojo pelningumo, turto apyvartumo ir nuosavybės koeficiento skaičiavimai. Skaičiavimų rezultatai pateikiami 5 lentelėje.

5 lentelė. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris Du Pont analizės rodikliai 2009-2015 m.

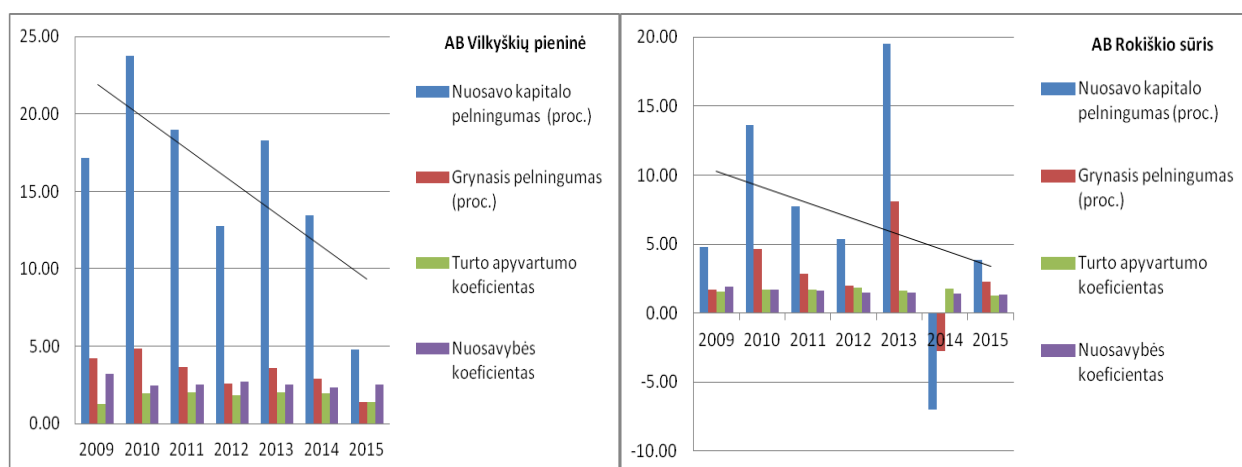
Rodiklis		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AB Vilkyškių pieninė	Nuosavo kapitalo pelningumas (proc.)	17.19	23.77	18.96	12.79	18.30	13.43	4.80
	Grynasis pelningumas (proc.)	4.22	4.85	3.67	2.60	3.57	2.92	1.38
	Turto apyvartumo koeficientas	1.27	1.98	2.04	1.82	2.01	1.95	1.38
	Nuosavybės koeficientas	3.22	2.48	2.54	2.70	2.55	2.36	2.52
AB Rokiškio sūris	Nuosavo kapitalo pelningumas (proc.)	4.82	13.61	7.73	5.34	19.54	-6.96	3.83
	Grynasis pelningumas (proc.)	1.68	4.66	2.88	1.98	8.07	-2.74	2.25
	Turto apyvartumo koeficientas	1.52	1.73	1.67	1.84	1.66	1.78	1.28
	Nuosavybės koeficientas	1.88	1.69	1.60	1.47	1.46	1.43	1.33

Šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis įmonių finansinės atskaitomybės duomenimis.

Remiantis 5 lentelėje pateiktais duomenimis, įmonės AB Vilkyškių pieninė didžiausiais nuosavo kapitalo pelningumas 2010 m. buvo 23,77 proc. Rezultatą sąlygojo grynojo pelno rodiklio kilimas bei nepaskirstyto rezultato rodiklio augimas. 2015 m. nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis rekordiškai kritęs – dėl stipriai sumažėjusių pardavimo pajamų ir išaugusių paskirstymo sąnaudų kritus grynojo pelno rodikliui, sudaro 4,80 proc. 2011 ir 2013 m., augant grynojo pelno rodikliui, kyla nuosavo kapitalo rodiklis. Nagrinėjami grynojo pelningumo rodiklis, turto apyvartumo ir nuosavybės koeficientai kinta gana stabiliai ir nežymiai, atitinkamai reaguodami į nuosavo kapitalo pelningumo rodiklio pokyčius.

AB Rokiškio sūris didžiausią nuosavo kapitalo pelningumo rodiklį pasiekė 2013 m. – 19,54 proc. Kaip buvo minėta, šiuo metu ženkliai išaugo kitos veiklos pajamų rodiklis - palyginus su 2012 m. jis kilo 347,37 proc. Pagal pateiktus finansinės atskaitomybės duomenis įmonė UAB Rokiškio pienas, akcininkams patvirtinus pelno (nuostolio) paskirstymą, 2013 m. AB Rokiškio sūriui sumokėjo

9660 tūkst. EUR dividendų. Rodiklis auga ir 2015 m., įmonei UAB Rokiškio pieno gamyba pervedus 4354 tūkst. EUR dividendų. 2014 m. nuosavo kapitalo pelningumas yra neigiamas, kaip ir grynasis pelningumas, kas reiškia, kad įmonė ne tik neuždirbo pelno, bet ir patyrė nuostolių – iš vieno pardavimų euro patiriamas 0,03 Eur nuostolis. Vienam nuosavo kapitalo eurui patiriamas nuostolis – 0,07 Eur. Visi trys, nuosavo kapitalo pelningumą lemiantys rodikliai, kinta gana tendencingai nuosavo kapitalo pelningumo rodikliui. AB Rokiškio sūris turto apyvartumo koeficiento bei nuosavybės koeficiento 2014 m. reikšmėms nuosavo kapitalo pelningumo rodiklio kritimas ryškesnės įtakos nepadarė – rodiklis kito stabiliai neženkliai. Nuosavo kapitalo pelningumo rodiklio, ir jį lemiančių rodiklių dinamika 2009 – 2015 m. laikotarpiu pavaizduota 11 paveiksle.



12 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris nuosavo kapitalo pelningumo ir jį lemiančių rodiklių dinamika 2009 – 2015 m. Sudaryta darbo autorės, remiantis įmonių finansinės atskaitomybės duomenimis.

Nuodugniau gryojo pelningumo, turto apyvartumo bei nuosavybės koeficiento skaičiavimas bei jų pokyčiai nagrinėjami 2009 – 2015 m. laikotarpiu, bei jų įtaka nuosavo kapitalo pelningumui, pateikiami prieduose. Prieduose 7 ir 8 pateikiami AB Vilkyškių pieninė, prieduose 12 ir 13 AB Rokiškio sūris Du Pont analizės rodiklių pokyčiai.

Iš atliktų skaičiavimų matyti, kad AB Vilkyškių pieninė nuosavo kapitalo pelningumas nagrinėjami laikotarpiu sumažėjo 12,39 proc. Didžiausia rodiklio reikšmė fiksuojama 2010 m., lyginant su 2009 m. ji didėja 6,58 proc. Mažiausia rodiklio reikšmė 2015 m. - lyginant su 2014 m. krenta 8,63 proc. Nuosavo kapitalo pokyčius nagrinėjami laikotarpiu lėmė gryojo pelno dinamika. Grynasis pelningumas nuo 4,22 proc. 2009 m. krenta iki 1,38 proc. 2015 m. AB Rokiškio sūris Du Pont analizės rodiklių pokyčiai rodo, kad nuosavo kapitalo pelningumas nagrinėjami laikotarpiu sumažėjo 0,99 proc., kas lyginant su AB Vilkyškių pieninė yra labai geras rezultatas. AB Rokiškio sūris 2014 m. buvo itin skausmingi, nuosavo kapitalo pelningumas nuo 19,54 proc. krito iki neigiamo - 6,96 proc. rezultato, dėl gryojo pelno dinamikos. Grynasis pelningumas nagrinėjami laikotarpiu kilo nuo 1,68 proc. (2009 m.) iki 2,25 proc. (2015 m.).

Kaip matome, turto apyvartumo bei nuosavybės koeficientų įtaka AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris nuosavo kapitalo pelningumo rodikliui nedaro reikšmingos įtakos, todėl būtina nagrinėti kas lėmė reikšmingus grynojo pelningumo pokyčius. Grynasis pelningumas vertinamas kaip santykis tarp grynojo pelno ir pardavimų rodiklių. Priede 9 pateikiama AB Vilkyškių pieninė, priede 14 AB Rokiškio sūris grynojo pelningumo analizė 2009 – 2015 m.

Kaip matyti, didžiausią įtaką AB Vilkyškių pieninė grynajam pelningumui turėjo grynojo pelno dinamika. Grynasis pelnas nagrinėjamu laikotarpiu krito 40,01 proc., rodiklio augimas fiksuojamas tik 2010 m., lyginant su 2009 m., kai auga 76,17 proc. bei 2014 m., kai lyginant su 2013 m. fiksuojamas 69,50 proc. augimas. Augimas fiksuojamas dėl pardavimo pajamų rodiklio kilimo. Pardavimo pajamos, lyginant 2009 m. ir 2015 m. auga 83,01 proc. AB Rokiškio sūris grynasis pelnas nagrinėjamu laikotarpiu augo 60,42 proc., pardavimo pajamos taip pat išaugo 20,21 proc. tačiau grynasis pelningumo rodiklis krenta 0,99 proc. nuo 4,82 proc. 2009 m. iki 3,83 proc. 2015 m.

Remiantis pateiktu, galima teigti, kad didžiausią įtaką grynajam pelningumui nagrinėjamu laikotarpiu turi grynojo pelno dinamika. Grynasis pelnas skaičiuojamas kaip visų pajamų, išlaidų ir pelno mokesčio skirtumas. Toliau atliekamas šių rodiklių pokyčių vertinimas. Priede 10 pateikiama AB Vilkyškių pieninė, priede 15 AB Rokiškio sūris grynojo pelno pokyčių dinamika 2009 – 2015 m.

Pagal dešimtame priede pateiktą lentelę matome, kad AB Vilkyškių pieninė grynasis pelnas laikotarpiu 2009 – 2015 m. sumažėjo 40,01 proc. Tuo laikotarpiu pardavimo pajamos augo 78,97 proc., o sąnaudos 81,25 proc. 2015 m., lyginant su 2014 m. pardavimo pajamos sumažėjo 23,45 proc. – Lietuvoje 9,35 proc., užsienio rinkose 29,55 proc. Vadinasi įmonės pajamos nagrinėjamu laikotarpiu augo mažiau nei sąnaudos. Eksportas 2015 m. sudarė 63,50 proc. visų įmonės pardavimų. Įmonė nuo 2014 m. pradėjo tirti rinkas arabų šalyse, Pietų Korėjoje, Kinijoje, Jordanija, Libija. Pelno mokeskis nagrinėjamu laikotarpiu išaugo 272,10 proc. AB Vilkyškių pieninės grupės įmonė AB Kelmės pieninė turi socialinės įmonės statusą, kas leidžia neapmokestinti įmonės pelno.

AB Rokiškio sūris (žr. priedas 15) grynojo pelno pokyčių analizė nagrinėjamu laikotarpiu parodė, kad įmonės grynasis pelnas augo 60,42 proc. Pardavimo pajamos augo 24,34 proc., fiksuojamas ir sąnaudų augimas 24,50 proc. Tiesa, gali atrodyti, kad 2014 m. patirtas nuostolis susidarė dėl Rusijos embargo problemų, tačiau pasak AB Rokiškio sūris atstovų, didelę įtaką nuostolio susidarymui turėjo 2013 m. pradėtas brandinti sūris, kurio savikaina pasidarė pernelyg didelė, nes pieno produktų kainos sumažėjo. 2009 – 2015 m. pelno mokeskis išaugo 56,60 proc. 2015 m. įmonės eksportas sudarė daugiau nei 64 proc. bendrų pardavimų – dėl Rusijos embargo atrasta JAV rinka, Kazachstanas, Filipinai, Indija. 2015 m. įmonės veiklos rezultato pagerėjimą (3 879 tūkst. EUR), lyginant su 2014 m., kai įmonė patyrė 6 127 tūkst. EUR nuostolį, lėmė tai, kad įmonė 2014 m. pradėjo taikyti gamybos ir valdymo optimizavimo programas ir įsisavino naujas rinkas.

Apibendrinant galima teigti, kad nagrinėjamos įmonės 2015 m. dar kartą galėjo įsitikinti, jog pieno produktų eksportas yra ta sritis, kurioje stabilumo ir nuspėjamumo faktorius yra labai žemas. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris turėjo peržiūrėti savo rinkas ir ieškoti naujų galimybių. Du Pont analizė parodė, kad įmonių pardavimo pajamos augo mažiau nei jų sąnaudos. Tam daug įtakos turėjo ilgalaikės pieno supirkimo sutartys, kurios nagrinėjamu laikotarpiu galimai vertinamos dviprasmiškai – kai nėra ilgalaikių sutarčių, perdirbimo įmonės negali tartis dėl produktų pardavimo, nes nėra garantijų kad įmonė turės galimybę supirkti reikiamą žaliavinio pieno kiekį. Tačiau ilgalaikės sutartys, kaip parodė Rusijos embargo atvejis, rizikingos dėl išsipareigojimo mokėti kainos už žaliavinį pieną. Įmonės pagal ilgalaikes sutartis superka apie 90 proc. pieno. Gana svarbus aspektas yra rinkų diversifikavimas - ieškant kelių į kitas rinkas ženkliai išauga sąnaudos, susijusios su „įėjimu“. Tačiau ne mažiau svarbios sąnaudos ir „išėjimo iš rinkos“, kurios 2014 – 2015 m. ženkliai išaugino įmonės veiklos sąnaudas.

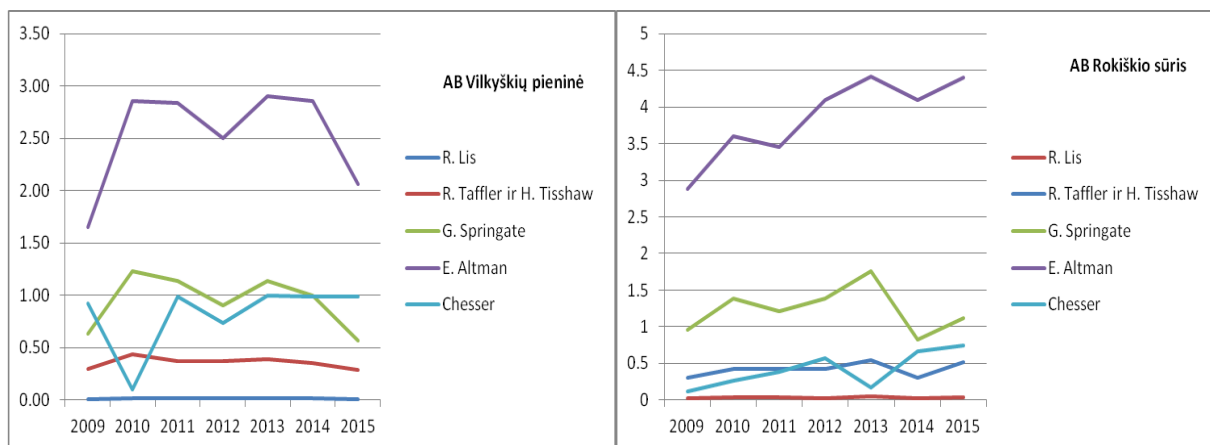
Du Pont metodu atlikta pelningumo analizė parodė, kad įmonės geba generuoti pelną. Įmonių finansiniai pelningumo rodikliai, grynojo pelno dinamika atskleidžia informaciją, kur formuojasi nuostoliai ir kodėl, ar yra galimybės maksimizuoti pelną bei galimybės plėstis, todėl jų įtaka skaičiuojant įmonės vertę, kur naudojami įmonės uždirbto ar būsimo uždirbamo pelno rodikliai, yra labai svarbi. Verslas, uždirbdamas pelną tuo pačiu ir pats tampa pageidaujama ir pelninga preke.

3.4. Veiklos tęstinumo prognozavimo modelių taikymas

AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris yra didelės įmonės, jų veiklos tęstinumo problemos gali būti netikėtos ir gana žalingos, nes įmonių veikla įtakoja daug kitų įmonių ir asmenų, ir daugelis jų tiekėjų ir kitų verslo partnerių yra neproporcingai priklausomi nuo šio kliento. AB Vilkyškių pieninė, vykdydama išankstinę kredito rizikos prevenciją, yra apdraudusi užsienio pirkėjus kreditų draudimu. Siekiant veiklos tęstinumo problemų padarinių išvengimo, būtina galvoti apie bankroto prevencijos priemones, kurių pagrindinė – išankstinis veiklos tęstinumo problemų prognozavimas.

12 paveiksle pavaizduota analizuojamų bankroto modelių rezultatų kitimo dinamika. Paveiksle Zavgren modelio dinamika, dėl jo skaičiavimo specifikos, nėra pateikiama. Apibendrinti bankroto prognozavimo modelių rodikliai pateikiami priede 23 (AB Vilkyškių pieninė) ir priede 30 (AB Rokiškio sūris).

AB Vilkyškių pieninė (žr. priedas 20) apskaičiuoti R. Lis bankroto prognozavimo modelio rezultatai visu nagrinėjamu laikotarpiu rodo didelę bankroto tikimybę. Remiantis R. Taffler ir H. Tisshaw modelio analize (žr. priedas 17), rezultato reikšmė 2010 – 2014 m. rodo mažą bankroto tikimybę, galima tikimybė nustatyta 2009 m. ir 2015 m. G. Springate (žr. priedas 18) modelio rodiklio



13 pav. AB Vilkyskių pieninė ir AB Rokiškio sūris bankroto prognozavimo modelių rezultatų dinamika 2009 – 2015 m. Sudaryta darbo autorės, remiantis įmonių finansinės atskaitomybės duomenimis.

reikšmės analogiškos R. Taffler ir H. Tisshaw modelio reikšmėms, tačiau vertinant orientacinę rodiklio reikšmę tikimybė susidurti su veiklos tęstinumo problemomis traktuojama kaip didelė. Vertinant E. Altman (žr. priedas 19) bankroto prognozavimo modelio rezultatus, matome, kad nuo 2010 m. įmonės perspektyvos pakankamai geros, rodiklis laikosi gana stabiliai, įmonė išvengė 2009 m. galimai didelės bankroto tikimybės. 2015 m. rodiklio reikšmė, palyginus su 2014 m., kritusi 0,8 punkto, kas rodo, kad įmonė susiduria su veiklos tęstinumo problemomis. Chesser bankroto prognozavimo modelis (žr. priedas 21), kaip ir R. Lis, visu nagrinėjamu laikotarpiu rodo didelę bankroto tikimybę. Chesser modelio skaičiavimuose vertinamas visų įsipareigojimų ir turto santykis, nes jis parodo, kokia įmonės turto dalis finansuojama skolintomis lėšomis. AB Vilkyskių pieninė 2009 m. nuosavo ir skolinto kapitalo santykis buvo itin rizikingas ir sudarė 31,06 ir 68,94 proc., vėlesniais metais įmonė rizikingumą sumažino, jis vidutiniškai svyruoja tarp 40 ir 60 proc. Zavgren bankroto prognozavimo modelyje (žr. priedas 22) skaičiuoti tie patys kintamieji, vertinant jų reikšmingumą penkerių metų prognozei. Tikimybė susidurti su veiklos tęstinumo problemomis vertinant Zavgren bankroto prognozavimo modeliu yra labai maža. 2015 m. visi bankroto prognozavimo modeliai rodo galimą arba didelę tikimybę patekti į bankroto rizikos zoną. Nagrinėjamu laikotarpiu fiksuojamas neigiamas apyvartinis kapitalas – jaučiamas jo trūkumas, nes trumpalaikiai įsipareigojimai viršija trumpalaikio turto rodiklį, kas turi stiprios įtakos skaičiuojamų rodiklių reikšmėms.

Vertinant AB Rokiškio sūris (žr. 27 priedas) veiklos tęstinumo galimybes R. Lis bankroto prognozavimo modeliu, įmonė 2009 m., 2012 m., ir 2014 m. pateko į didelės tikimybės zoną, ką sąlygojo mažas bendrojo pelno ir turto santykis. Remiantis R. Taffler ir H. Tisshaw bei G. Springate modelio analizėmis (žr. priedas 24 ir 25), bankroto galimybės tikimybė visu nagrinėjamu laikotarpiu yra labai maža. A. Altman bankroto prognozavimo modelis (žr. priedas 26) galimą bankroto tikimybę rodo tik 2009 m. Nagrinėjant Chesser (žr. priedas 28) bankroto prognozavimo modelio dinamiką, 2012 m. ir 2015 m. įmonei prognozuojama didelė bankroto tikimybė. Galima teigti, kad įtakos prognozėms turėjo reikšminga pinigų straipsnio įtaka – jų rodikliui sumažėjus, kilo bankroto tikimybė. Tikimybė

susidurti su veiklos tęstinumo problemomis, vertinant Zavgren (žr. priedas 29) bankroto prognozavimo modeliu, 2009 m. - skaičiuojant penkių metų prognozes, yra didelė. 2010 m. bankroto prognozavimo modelio skaičiavimai nurodo, kad galimybė bankrotuoti nustatyta keturių metų laikotarpiui, 2012 – 2014 m. – dviejų metų, o 2015 m. vienerių metų laikotarpiui.

Gamybinio sektoriaus įmonėms būdingas didelis atsargų kiekis, nes pagrindinė veikla susijusi su prekių gamyba ir realizavimu. Ekonomikos sunkmetis 2008 m. pasireiškė mažėjančiais atsargų kiekiais, taip pat krentančiais pardavimais šalies bei eksporto rinkose, augančiais išskolinimais ir bankrotais. Tuo laikotarpiu įmonės, norėdamos prisitaikyti prie pakitusių sąlygų, turėjo galimybes įvertinti savo strategijas, optimizuoti veiklą. Ekonomikos sunkmetis privertė suvokti savo veiksmų teisingumą ir pasiruošti naujam ciklui. Tačiau 2014 m., susidūrus su Rusijos embargo problema, tapo aišku, kad įmonės negali numatyti politinių krizių, kurių metu tampa aišku, kad sektoriai, kuriems valstybė suteikusi tam tikrą prioritetinį statusą, yra itin pažeidžiami.

Teorinėje darbo dalyje išnagrinėjus bankroto prognozavimo modelius ir įvertinus veiklos tęstinumo galimybes, matome, kad pagrindinis modelių trūkumas yra tas, kad vertinami tik santykiniai finansiniai rodikliai, nevertinat makroekonominės aplinkos, ekonominių pokyčių, korporatyvinių valdymo aspektų, kurie gana žymiai veikia įmonių finansinę būklę. E. Altman, G. Springate ir R. Lis modelius galima priskirti prie tų, kurie prognozuodami bankroto grėsmę vertina turto svarbą, o R. Taffler ir H. Tisshaw modelis reikšmingais laiko turta bei išipareigojimų vykdymą. Bankrotas kaip reiškinys neturi standartinių, nusistovėjusių simptomų ar specifinės atpažįstamos struktūros, todėl sudėtinga reikalauti geriausio prognozavimo metodo. Tokiu būdu galima tik atkreipti dėmesį į skirtingus bankroto prognozavimo metodus, tinkamus naudoti skirtingomis aplinkybėmis. Negalima visiškai pasitikėti bankroto prognozavimo modeliais ir jų tinkamumu Lietuvos įmonių bankroto prognozei, dėl to būtina tęsti bankroto prognozavimo modelių tinkamumo tyrimus.

Apžvelgus aptartą, galima teigti, kad E. Altman modeliu apskaičiuoti rezultatai pakankamai tinkamai įvertina esamą įmonių padėtį, kaip ir G. Springate bei R. Taffler ir H. Tisshaw modeliai. AB Vilkyškių pieninė visą nagrinėjamą laikotarpį susiduria su apyvartinio kapitalo trūkumu, mažu grynojo pelno rodikliu, kas sąlygoja nuolatinę galimą veiklos tęstinumo galimybę. R. Lis modelio rezultatai labai priklauso nuo įmonės bendrojo pelno ir turto santykio, todėl AB Vilkyškių pieninė nagrinėjamu laikotarpiu nustatyta didelė bankroto tikimybė. AB Rokiškio sūris su problemomis susiduria 2009 m. 2012 m. ir 2014 m., ženkliai sumažėjus grynojo pelno rodikliui. Pastebima, kad R. Lis modelio kritinės ribos įmonių vertinimui yra per griežtos. Chesser modelio rezultatai gana patikimai atspindi įmonių būklę, nors tyrimuose, atliktuose Lietuvos įmonių bankrotui nustatyti jis vertinamas kaip netinkamas Lietuvos įmonių bankrotui prognozuoti, tačiau jo rezultatai, nagrinėjamu atveju, atitinka E. Altman, R. Lis modelių rezultatus. Zavgren modelis rodo visiškai priešingus rezultatus, ir didelę veiklos tęstinumo

problematiką nurodo įmonėje AB Rokiškio sūris, o AB Vilkyškių pieninė bankroto tikimybę vertina kaip itin mažą.

Įmonių veiklos tęstinumo skaičiavimai tiesiogiai nėra susiję su tam tikru įmonės vertės nustatymo metodu, todėl galima teigti, kad tiesioginės įtakos nustatant skaičiuojamąją įmonės vertę, neturi, tačiau įmonės veiklos tęstinumo klausimas, vertinant jį kaip koncepcinio modelio sudėtinę dalį yra labai svarbus. Kiekvieną įmonės finansinių ataskaitų informacijos vartotoją domina tam tikra informacija. Įmonės veiklos tęstinumo klausimai domina investuotojus, kurie rūpinasi savo investicijų rizika dėl sprendimo pirkti arba parduoti akcijas, kreditorius dėl suteiktų paskolų saugumo, tiekėjus ir pirkėjus dėl ilgalaikių ryšių plėtojimo arba priklausomybės.

Apibendrinant galima teigti, kad įmonėms AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris 2008 - 2009 metai buvo sudėtingi, tačiau 2014 m. prasidėjusi ir besitęsianti pieno sektoriaus krizė parodė, kaip pažeidžiamas pieno sektorius globalioje rinkoje. Kaip rodo atlikti skaičiavimai, įmonės po ekonominio nuosmukio atsigavo, todėl ir 2016 - 2017 m. galima tikėtis nuoseklaus augimo. Sunkmečiu svarbiausia buvo išgyventi, dabar yra visos galimybės toliau plėtoti sėkmingą veiklą. Skaičiuoti veiklos tęstinumo modeliai parodė įvairius rezultatus, galima išskirti AB Vilkyškių pieninė nuolatinį apyvartinio kapitalo trūkumą, ką reikia vertinti kaip tam tikrą riziką. AB Rokiškio pienas įmonė priešingai, turi daug nenaudojamo apyvartinio kapitalo, kas suteikia galimybes svarstyti dėl jo panaudojimo galimybių. Nagrinėjamos įmonės ryškių veiklos tęstinumo problemų neturi, kas nustatant įmonių vertę suteikia pranašumą.

3.5. Įmonės vertės nustatymas

3.5.1. Vertinimas pridėtinės ekonominės vertės metodu

Nagrinėjant AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris finansines ataskaitas, matome, kad įmonės finansavimo struktūros skiriasi. AB Vilkyškių pieninė savo veiklą vykdo daugiau išorinių finansavimo šaltinių pagalba. Nagrinėjamu laikotarpiu nuosavo kapitalo dalis paaugo 8,59 proc. nuo 31,06 proc. 2009 m. iki 39,65 proc. 2015 m. Didžiausia skolinto kapitalo dalis buvo 2009 m. – 68,94 proc., 2015 m. sumažėjo iki 60,35 proc.

AB Rokiškio pieninė veikla vykdoma iš vidinių finansavimo šaltinių. Nuosavo kapitalo dalis nuosekliai auga, nuo 2009 m. išaugo 22,20 proc. ir 2015 m. sudaro 75,36 proc. viso kapitalo. Lietuvos maisto produktų gamybos sektoriaus įmonių vidutinis nuosavo ir skolinto kapitalo santykis nagrinėjamu laikotarpiu sudaro apie 55 – 45 proc. Komerciniai bankai, siekdami užsitikrinti paskolų saugumą, reikalauja, kad nuosavo ir skolinto kapitalų dalys būtų lygios. Praktikoje vyrauja taisyklė, kad nuosavo ir skolinto kapitalo santykis priimtinas, jei sudaro 30 – 70 proc., išimtiniais atvejais gali

būti priimtinas ir 20 – 80 proc. santykis, tačiau jei investicijų poreikis grindžiamas ekonomiškai. Nagrinėjant įmonių finansinių ataskaitų duomenis, matomos didelės investicijos, vykdomos su Europos Sąjungos struktūrinių fondų pagalba, gaunamos valstybės dotacijos, kas suteikia finansinėms institucijoms saugumo skolinant. AB Vilkyškių pieninė nagrinėjamu laikotarpiu nuolat investuoja pagal Lietuvos kaimo plėtros programos priemones, modernizuoja įrangą. Šiuo metu vykdomos investicijos siekia daugiau nei 26 mln. EUR. AB Rokiškio sūris 2016 m. planuoja 27 mln. EUR investicijas naujų inovatyvių technologijų diegimui. Investicijoms vykdyti reikalingi finansiniai ištekliai, kuriuos įmonės skolinasi ilgalaikių paskolų pavidalu.

Apibendrinant aptarta, galima teigti, kad nagrinėjamų įmonių finansavimo struktūra nėra rizikinga – didžioji dalis tenka nuosavam kapitalui, stabiliai kasmet auga nagrinėjamosiose įmonėse. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris turto finansavimo struktūros dinamika pateikiama prieduose 31 ir 38.

AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris reikalingą finansinį kapitalą skolinasi investicijoms į gamybą, jos plėtros organizavimą. Investicijų tikslas yra padidinti bendrąsias pajamas ir gauti pelną. Siekiant nustatyti įmonių investuoto kapitalo apimtis, remiamasi principu, kai iš turimo įmonės turto eliminuojami tokie įsipareigojimai, už kuriuos nėra mokamos palūkanos: skolos tiekėjams, įsipareigojimai, susiję su darbo užmokesčiu, gauti išankstiniai apmokėjimai, atidėjiniai, kitos mokėtinos sumos. Prieduose 32 ir 39 pateikiami AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris investuoto kapitalo apimtys nustatymo skaičiavimai.

Remiantis konceptualioje darbo dalyje pateiktu CAPM modeliu, pagal 4 formulę nustatoma AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris nuosavo kapitalo kaina. CAPM įvertina investuotojų reikalaujamą grąžą, atsižvelgdamas į nagrinėjamos įmonės būklę. Šalys, su išvystyta kapitalo rinka skaičiavimams naudoja A. Damodaram interneto svetainėje skelbiamais Lietuvos kredito reitingą bei JAV kredito reitingą atitinkančių rizikų įverčius. Kadangi kapitalo rinka Lietuvoje yra vertinama rizikingiau, egzistuoja didesnė nei Vakarų šalyse neigiamų ekonominių bei politinių įvykių tikimybė, remiantis tarptautinės kompanijos Moody's nustatomu Lietuvos VVP reitingu, Lietuvos akcijų rinkoms nustatoma papildoma premija. Rizikos laipsnis beta atspindi pramonės rizikingumo laipsnį, lyginant su įmonėmis rinkoje. Rizikos laipsnis beta nustatytas remiantis A. Damodaram pateikiamais duomenimis apie įmones, veikiančias Europos maisto pramonės sektoriuje. 34 priede pateikiamos skaičiuotinos reikšmės nagrinėjamu laikotarpiu, kuriais remiantis atliekami skaičiavimai pagal CAPM modelį.

AB Vilkyškių pieninė skaičiavimo rezultatai pateikiami prieduose: pelno prieš palūkanas ir mokesčius NOPAT skaičiavimas (priedas 33), skolinto kapitalo WACC nustatymas (priedas 35).

Iš 6 lentelės (t. p. priedas 36) matyti, kad UAB Vilkyškių pieninė ekonominė pridėtinė vertė nagrinėjamu laikotarpiu neigiama buvo tik 2015 m. Tokia EVA reikšmė parodo, kad įmonė gauna

pajamas, kurios yra mažesnės nei ekonominiai kaštai, reikalingi šioms pajamoms uždirbti. Neigiamą EVA reikšmę įtakojo nedidelė veiklos pelno (EBIT) reikšmė. Didžiausia EVA reikšmė pastebima 2010 m. ir 2013 m., kai veiklos pelnas buvo didžiausias (3 978 tūkst. EUR ir 4 723 tūkst. EUR), tačiau 2014 m., dėl sumažėjusio veiklos pelno, ekonominis pelnas mažėjo ir 2015 m. įgavo neigiamą reikšmę (-2 217 tūkst. EUR). Vidutiniai svertiniai kaštai reikšmingos įtakos nedaro, nes kasmetinis kitimas nėra ženklus. AB Vilkyškių pieninė visu nagrinėjamu laikotarpiu sukuria nuo 765 iki 3 080 tūkst. EUR ekonominio pelno arba naujos vertės. Priede 37 pateikiami įmonės vertės skaičiavimai, remiantis EVA, įmonės AB Vilkyškių pieninė nagrinėjamu 2009 -2015 m. laikotarpiu, sukurta pridėtinė ekonominė vertė sudaro 17 025 tūkst. EUR, kas atitinka AB Vilkyškių pieninį įmonės vertę, apskaičiuotą EVA metodu.

6 lentelė. AB Vilkyškių pieninė ekonominės pridėtinės vertės (EVA) dinamika 2009 – 2015 m.

Rodiklis tūkst. EUR /Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Veiklos pelnas EBIT	3 259	3 978	3 581	2 669	4 723	3 766	1 137
Pardavimų pajamos	46 142	70 746	84 028	85 658	105 547	109 660	84 445
Pardavimų savikaina	38 893	62 303	75 578	76 953	93 777	98 380	75 595
Produkcijos savikainos dalis pardavimuose	0,84	0,88	0,90	0,90	0,89	0,90	0,90
Nuosavas kapitalas	11 324	14 427	16 257	17 377	20 586	23 877	24 333
Skolintas kapitalas	25 133	21 347	25 012	29 593	31 919	32 360	37 033
Turtas	36 457	35 774	41 269	46 971	52 506	56 237	61 366
Nuosavo kapitalo dalis visame turte, proc.	31,06	40,33	39,39	37,00	39,21	42,46	39,65
Skolinto kapitalo dalis visame turte, proc.	68,94	59,67	60,61	63,00	60,79	57,54	60,35
Nuosavo kapitalo kaštai, proc.	16,08	8,68	10,68	8,66	9,35	9,80	9,48
Skolinto kapitalo kaštai, proc.	4,00	4,01	4,07	2,82	2,77	2,49	3,52
Pelno mokesčio tarifas, proc.	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai WACC, proc.	7,33	5,52	6,27	4,71	5,08	5,34	5,59
<i>Ekonominė pridėtinė vertė EVA</i>	<i>1 536</i>	<i>2 557</i>	<i>1 590</i>	<i>769</i>	<i>3 080</i>	<i>1 432</i>	<i>-2 217</i>

Šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis įmonių finansinės atskaitomybės duomenimis.

AB Rokiškio sūris skaičiavimo rezultatai pateikiami prieduose: pelno prieš palūkanas ir mokesčius NOPAT skaičiavimas (priedas 40), skolinto kapitalo WACC nustatymas (priedas 41).

AB Rokiškio sūris EVA dinamika pateikiama 7 lentelėje (t. p. priedas 42), pagal pateiktus duomenis matome, kad ekonominė pridėtinė vertė nagrinėjamu laikotarpiu net keturis metus buvo neigiama (2009 m. -2342 tūkst. EUR., 2012 m. -534 tūkst. EUR., 2014 m. -13 712 tūkst. EUR., 2015 m. -6 497 tūkst. EUR.) Įmonės EVA rezultatai įtakojo nedidelės veiklos pelno ir sąlyginai aukštos vidutinių svertinių kapitalo kainų reikšmės. Nuosavas kapitalas sudaro vidutiniškai 65,15 proc. viso kapitalo, jo kaina vidutiniškai svyruoja apie 10,39 proc., kai skolinto kapitalo kaina sudaro apie 3,38 proc. 2014 m. fiksuojama didžiausia neigiama ekonominės pridėtinės vertės suma, nes įmonė

neuždirbo pelno, o patyrė 6 867 tūkst. EUR nuostolį, 2015 m. įmonei pavyko išbristi iš nuostolių, tačiau uždirbti ekonominės pridėtinės vertės nepavyko. 2010 m. dėl 95,30 proc. padidėjusio veiklos pelno, lyginant su 2009 m. įmonė sukūrė 5 132 tūkst. EUR ekonominės pridėtinės vertės. Veiklos pelnas 2014 m. buvo didžiausias (19 490 tūkst. EUR), todėl ekonominė pridėtinė vertė buvo sukurta didžiausia visu nagrinėjamu laikotarpiu – 11 502 tūkst. EUR. AB Rokiškio sūris sukurta pridėtinė ekonominė vertė (žr. 43 priedas) 2009 – 2015 m. sudaro -8 557 EUR. Remiantis apskaičiuotu, įmonė nesukūrė pridėtinės vertės, o ją sunaikino.

7 lentelė. AB Rokiškio sūris ekonominės pridėtinės vertės (EVA) dinamika 2009 – 2015 m.

Rodiklis tūkst. EUR /Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Veiklos pelnas EBIT	4 444	8 680	7 720	5 187	19 490	-6 867	3 480
Pardavimų pajamos	143 561	154 528	199 646	209 668	230 436	223 554	172 575
Pardavimų savikaina	128 942	136 867	177 452	193 371	206 043	217 669	159 128
Produkcijos savikainos dalis pardavimuose	0,90	0,89	0,89	0,92	0,89	0,97	0,92
Nuosavas kapitalas	50 178	52 945	74 509	77 640	95 230	88 088	101 348
Skolintas kapitalas	44 216	36 371	45 035	36 238	43 939	37 614	33 138
Turtas	94 394	89 316	119 544	113 878	139 169	125 702	134 486
Nuosavo kapitalo dalis visame turte, proc.	53,16	59,28	62,33	68,18	68,43	70,08	75,36
Skolinto kapitalo dalis visame turte, proc.	46,84	40,72	37,67	31,82	31,57	29,92	24,64
Nuosavo kapitalo kaštai, proc.	16,08	8,68	10,68	8,66	9,35	9,80	9,48
Skolinto kapitalo kaštai, proc.	4,00	4,01	4,07	2,82	2,77	2,49	3,52
Pelno mokesčio tarifas, proc.	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai WACC, proc.	10,12	6,52	7,93	6,66	7,11	7,49	7,86
<i>Ekonominė pridėtinė vertė EVA</i>	<i>2 342</i>	<i>-5 132</i>	<i>-1 943</i>	<i>534</i>	<i>-11 502</i>	<i>-13 712</i>	<i>6 497</i>

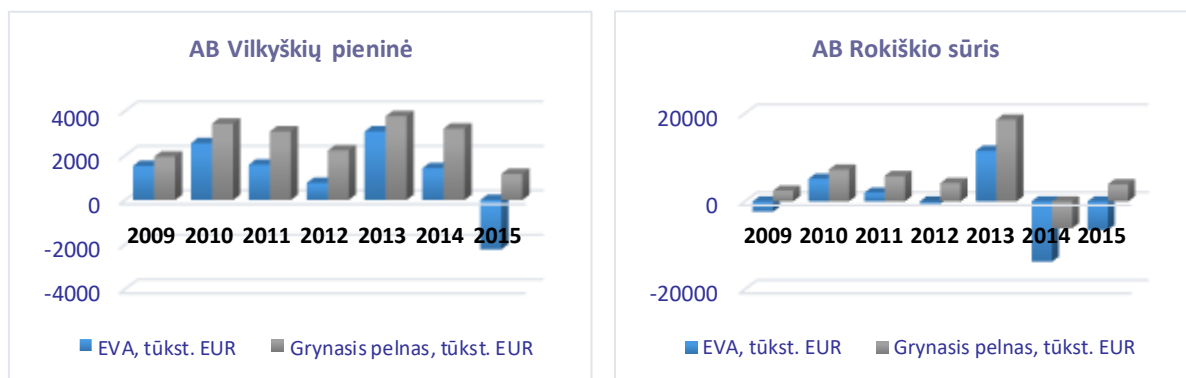
Šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis įmonių finansinės atskaitomybės duomenimis.

Pasak E. Kislingerovos (2000), norint teigti, kad įmonė dirba sėkmingai, EVA rodiklis turi būti didesnis už 0. Tai vienintelė galimybė akcininkų nuosavybės vertei augti, kadangi jie tokiu būdu uždirba daugiau, nei galėtų uždirbti iš kitų investavimo alternatyvų. Žemesnė už 0 EVA rodo, kad nuosavybės vertė yra naikinama. Priimtinas rezultatas ir kai EVA lygi nuliui, vadinasi įmonė sukūrė tiek ekonominės vertės, kiek į ją buvo investuota.

Kaip matome (žr. 5 ir 6 lentelę), apskaičiuotasis EVA rodiklis rodo, kad abi įmonės nesukūrė tiek naudos akcininkams, kiek tikėtasi analizuojant tradicinius finansinės atskaitomybės dokumentus. EVA rodiklio tendencijos parodo, kad įmonė turi galimybes ateityje ir perspektyvas. Įmonių grynojo pelno ir EVA rodiklio palyginimas pateiktas 13 paveiksle.

Esminis skirtumas yra tas, kad tradiciniuose skaičiavimuose nėra traukiamos ir vertinamos kapitalo sąnaudos. Pagal 13 paveiksle pateiktą grynojo pelno ir EVA dinamiką matome, kad tradicinių rodiklių skaičiavimu paremtas įmonės veiklos vertinimas ne visai teisingai atskleidžia situaciją bei

klaidina įmonių akcininkus. Remiantis šia informacija, priimami klaidingi ir finansiškai skaudūs sprendimai.



14 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris grynojo pelno ir EVA rodiklio palyginimas 2009 – 2015 m. Sudaryta darbo autorės, remiantis įmonių finansinės atskaitomybės duomenimis ir atliktais skaičiavimais.

Apžvelgus įmonių AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris atliktas apžvalgas, galima teigti, kad atlikti įmonių grynojo pelno ir EVA rodiklių palyginimai parodė, jog verslas nesukuria akcininkams tiek naudos, kiek rodoma analizuojant tradicines finansines ataskaitas. AB Vilkyškių pieninė ūkinės veiklos efektyvumas yra geresnis nei AB Rokiškio sūris. AB Vilkyškių pieninė vadovai geba efektyviau valdyti įmonės veiklą ir pasiekti geresnių rezultatų, akcininkų investuoto kapitalo vertė yra didinama. Įmonės veiklos finansavimas skolinto kapitalo pagalba duoda teigiamą efektą įmonės veiklos rezultatams, kadangi pasiekama maksimali ekonominė pridėtinė vertė, minimizuojamų vidutinės svertinės kapitalo sąnaudų pagrindu. Darome išvadą, kad įmonės AB Vilkyškių pieninė, naudojančios daugiau skolintą kapitalą veiklos finansavimui, įmonės vertė yra didesnė nei AB Rokiškio sūris, kuri veiklą finansuoja daugiau nuosavu kapitalu. EVA ir WACC skaičiavimai parodė, kad mažėjant svertinei kapitalo kainai didėja ekonominė pridėtinė vertė.

Apibendrinant galima teigti, kad įmonėje AB Vilkyškių pieninė 2015 m. investuotas kapitalas neuždirbo pelno, todėl akcininkų nuosavybės vertė buvo naikinama. Įmonės vadovai turėtų atkreipti dėmesį į tolimesnių, su įmonės veiklos strategija susijusių, prognozių sudarymą. 2009 – 2014 m. įmonės veikla buvo sėkminga ir kūrė ekonominę pridėtinę vertę – investuoto kapitalo grąža kompensavo riziką. AB Rokiškio sūris 2009 m., 2011 m., 2012 m., 2014 m. ir 2015 m. investuotas kapitalas nekompensavo investuoto kapitalo grąžos – EVA buvo neigiama. Šiuo atveju tai nebūtinai reiškia, kad neigiama EVA yra blogo valdymo pasekmė, tą galėjo nulemti nuo įmonės nepriklausančios, ekonominės ir politinės aplinkybės. Tačiau įmonė turėtų peržiūrėti savo strategiją ir įvertinti veiklas, kurių grąža mažesnė nei investuojamo kapitalo kaštai. Galima didinti akcijų vertę ir įdarbinti daugiau pigesnio skolinto kapitalo – spręsti racionalios kapitalo struktūros pasirinkimo klausimus.

3.5.2. Diskontuotų pinigų srautų metodas

Remiantis Europos Komisijos prognozėmis, ilgalaikės perspektyvos pieno produktų gamybai yra palankios, dėl didėjančio pasaulio gyventojų skaičiaus ir išaugiančios pieno produktų paklausos numatomas pasaulinių kainų augimas. Geriausios perspektyvos 2016 – 2017 m. prognozuojamos sūrių gamintojams. Pasak įmonių vadovų, dėl naujai atrastų bei ieškomų rinkų, perorientuotų tam tikrų gamybinių procesų bei žiūrint į bendras rinkos tendencijas, per artimiausius metus įmonės turėtų atsigausti po 2014 - 2015 m. patirto nuosmukio. Pardavimai prognozuojami remiantis žemiau išvardintomis prielaidomis, pagal 45 priede pateiktus rodiklius (AB Vilkyškių pieninė) ir 49 priede nurodytas perspektyvas (AB Rokiškio sūris).

AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris nagrinėjamu 2009 -2015 m. laikotarpiu, pajamų vidurkio pokytis yra teigiamas. 2015 m. ryškiai matosi neigiami pokyčiai, ką didžiąja dalimi lėmė Rusijos embargo tendencijos, todėl tokią pajamų dinamiką vertinti galima kaip išskirtį. Priede 44 ir priede 47 pateikiamos AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris prognozuojamų rodiklių prielaidos.

Remiantis finansinės atskaitomybės aiškinamuosiuose raštuose pateikiamų perspektyvų, 2016 m. AB Vilkyškių pieninė turi augti stabiliai apie 10 proc., AB Rokiškio sūris, įvertinant praėjusių metų nuosmukį – 20 proc. 2017 m. abi nagrinėjamos įmonės gali turėti stabilų augimą – apie 5 proc. didesnį, nei 2016 m. Nuo 2018 m. pajamų augimas turi sumažėti – AB Vilkyškių pieninė augimas prognozuojamas 5 proc., AB Rokiškio sūris 2 proc. 2019 – 2020 m. įmonėms numatomas augimas po 2 proc. Atsižvelgiant į tai, kad Lietuvos pieno perdirbimo rinka yra gana siaura, dominuoja pakankamai daug stiprių įmonių, todėl prognozuojamas augimas yra realiai įvertintas. Remiantis istorine įmonių rodiklių apžvalga ir pilno verslo ciklo teorija, kuri teigia, kad nereguliarūs ir pasikartojantys ekonominės veiklos svyravimai išlaiko tendenciją įmonių veiklos pakilimus keisti nuosmukiais, darome prielaidą, kad 2020 m. įmonių veikla gali susidurti su nuosmukio tendencija, todėl prognozuojamas pajamų augimas nustatomas 2 proc.

Analizuojant AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris pardavimų savikainos dinamiką matome, kad nagrinėjamu laikotarpiu, mažėjant įmonių pardavimo pajamoms, santykinai didėja ir pardavimų savikaina. Pieno supirkimo kainos priklauso nuo daugelio faktorių – Lietuvoje nykstant pieno ūkiams, bei augant pieno pagaminimo sąnaudoms, didėja žaliavinio pieno supirkimo kaina. Įmonėms, norinčioms dirbti pelningai, būtina mažinti žaliavinio pieno supirkimo sąnaudas (transportavimo, gabenimo, sandėliavimo). Dėl šios priežasties darome prielaidas, kad augant pajamoms, pardavimų savikaina santykinai išliks stabili. AB Vilkyškių pieninė pardavimų savikainos prognozė visu prognozuojamu laikotarpiu numatomas 88 proc. santykis su pardavimo pajamomis. AB Rokiškio sūris turi gana drastiškai sumažinti pardavimo savikainą, nes kaip parodė atlikta Du Pont analizė, 2015 m. įmonės pardavimų savikaina augo ženkliau nei įmonės pajamos. Įvertinus aptarta,

prognozuojama, kad įmonė sumažins pardavimų savikainą apie 3 proc., todėl prognozuojamu laikotarpiu nustatomas 88 proc. santykis su pardavimo pajamomis.

AB Vilkyškių pieninė prognozuojamu 2016 – 2020 m. laikotarpiu, trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų rodiklių reikšmės apskaičiuojamos remiantis istoriniais duomenimis – trumpalaikio turto rodikliui nustatomas 15 proc. augimas, trumpalaikių įsipareigojimų – 17 proc. Atliekant nusidėvėjimo ir amortizacijos prognozę, pagal istorinius duomenis apskaičiuota, kad investicijos įmonėje sudaro apie 2 proc. nuo pardavimo pajamų. Ilguoju laikotarpiu prognozuojant investicijas paliekamas 2 proc. augimo rodiklis.

AB Rokiškio sūris, 2014 - 2015 m. ypač stipriai pajutęs Rusijos embargo padarinius, stipriai išsiaugino atsargų kiekį ir susidūrė su atsargų apyvartumo problemomis. Lyginant su 2014 m., atsargų rodiklis padidėjo 25 proc., 2014 m. lyginant su 2013 m. išaugo 23 proc., kaip 2009 m. lyginant su 2010 m. rodiklis krenta apie 8 proc. 2012 m. lyginant su 2011 m. auga 3 proc. Remiantis 2016 m. finansinės atskaitomybės prognozėmis, nustatome, kad 2016 - 2017 m. AB Rokiškio sūris sumažins trumpalaikio turto rodiklio santykį su pardavimo pajamomis – 2016 m. 10 proc., 2017 m. 5 proc. 2018 – 2020 m. prognozuojamas 2 proc. augimas. Trumpalaikių įsipareigojimų augimui prognozuojamu laikotarpiu nustatomas 10 proc. rodiklis. Investicijų poreikis ilguoju laikotarpiu nustatytas 1 proc. nuo prognozuojamų įmonės pardavimų, nes visas dėmesys turi būti skiriamas senųjų rinkų išlaikymui ir naujų rinkų paieškai.

Nagrinėjamų rodiklių prielaidos, nustatytos remiantis prielaidomis ir istoriniais įmonių duomenimis – veiklos sąnaudos, amortizacijos ir nusidėvėjimo, trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų reikšmės nustatomos remiantis 2009 – 2015 m. santykio tarp pajamų ir atitinkamojo kintamojo vidurkiu, tuo pačiu vertinant realias perspektyvas (žr. 44 ir 48 priedas).

Remiantis diskontuotų laisvųjų pinigų srautų metodu pateikiami AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris įmonių vertės nustatymo skaičiavimai. Skaičiavimai paremti 1.2 skyriuje pateikta metodo apžvalga ir analize.

Pirmas žingsnis, vertinant įmones diskontuotų laisvųjų pinigų srautų metodu yra nustatyti laisvųjų pinigų srautų prognozę. Jų prognozavimui būtina atlikti apyvartinio kapitalo prognozes. Remiantis išankstine 2016 m. įmonių finansine atskaitomybe ir pateikiamomis prielaidomis, nustatomas AB Vilkyškių pieninė (žr. priedas 46) ir AB Rokiškio sūris (žr. priedas 50) apyvartinio kapitalo poreikis. Apyvartinio kapitalo rodiklis gali būti teigiamas ir neigiamas, jis parodo, kad metų pabaigai įmonės turi arba neturi galimybių padengti trumpalaikiams įsipareigojimams. AB Vilkyškių pieninė apyvartinio kapitalo rodiklis nagrinėjamu laikotarpiu neigiamas, AB Rokiškio pieninė su apyvartinio kapitalo trūkumo problema nesusiduria. Panašiomis tendencijomis prognozuojami grynųjų apyvartinio kapitalo srautai.

Diskonto normos apskaičiavimas pateikiamas 5.1 poskyryje, skaičiuojant įmonių EVA rodiklį, todėl papildomai aprašomas nebus. Vertinant įmones diskontuotų laisvųjų pinigų srautų metodu AB Vilkyškių pieninė 2015 m. apskaičiuoti vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai (WACC) yra 5,59 proc., AB Rokiškio sūris 7,86 proc. kurie bus toliau naudojami tyrime.

Remiantis Lietuvos ekonominės plėtros asociacijos (2012) pateikiama metodika, įvertinus svertinius kapitalo kaštus, reikia įvertinti tęstinę įmonės verslo vertę, kas reiškia nustatyti, kokia bus įmonių ateities pinigų vertė po prognozuojamo 2016 – 2020 m. laikotarpio. Tęstinę įmonių vertę apskaičiuojama remiantis 7 formule. Formulėje pateikiama g rodiklio reikšmė prilyginama Lietuvos realiojo BVP augimui. Europos Komisija skelbia, kad Lietuvoje realusis BVP augimas 2016 – 2017 m. paspartės dėl eksporto ir investicijų vidutiniškai sieks 2,9 proc.

Lentelėje 8 pateikiama apskaičiuota tęstinė AB Vilkyškių pieninė vertė – 52 827 tūkst. EUR. Įmonės vertė nustatoma sumuojant prognozuojamo laikotarpio diskontuotus pinigų srautus bei tęstinę vertę. AB Vilkyškių pieninė įmonės dabartinė vertė 44 628 tūkst. EUR.

8 lentelė. AB Vilkyškių pieninė 2016 – 2020 m. tęstinės ir dabartinės įmonės vertės skaičiavimas.

<i>Rodiklis, tūkst. EUR/Metai</i>	2016	2017	2018	2019	2020	
Pardavimų pajamos	92 890	97 534	102 411	104 459	106 548	
Pardavimų savikaina	82 247	85 866	89 644	91 258	92 901	
Veiklos sąnaudos	8 291	8 623	8 967	9 326	9 699	
Pelno mokestis 15 proc.	353	457	570	581	592	
Grynasis veiklos pelnas po mokesčių	1 999	2 588	3 229	3 294	3 356	
Nusidėvėjimas ir amortizacija (+)	3 232	3 329	3 429	3 532	3 638	
Investicijų poreikis (-)	-5 089	-5 242	-5 399	-5 561	-5 728	
Apyvartinio kapitalo pokytis (-)	247	99	104	109	115	
Laisvieji pinigų srautai	389	775	1 363	1 374	1 381	
Tęstinė įmonės vertė						52 827
Suminiai pinigų srautai	389	775	1 363	1 374	54 208	
Diskontuoti pinigų srautai	368	695	1 158	1 105	41 301	
Dabartinė vertė						44 628

Šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis įmonių finansinės atskaitomybės duomenimis.

Norint apskaičiuoti akcinio kapitalo vertę, reikia iš įmonės vertės atimti grynąją skolą, kurią sudaro ilgalaikiai įsipareigojimai ir finansinės skolos. 2015 m. AB Vilkyškių pieninė grynoji skola sudaro 26 101 tūkst. EUR. Akcinio kapitalo vertė yra 18 527 tūkst. EUR.

AB Vilkyškių pieninė akcijos rinkoje 2015 m. parduodamos už 1,76 EUR. Remiantis diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota įmonės vertė, nustatyta akcijos kaina –1,55 EUR. Remiantis atliktais skaičiavimais, galima teigti, kad akcijos yra pervertintos ir jų pirkti neverta.

Lentelėje 9 pateikiama apskaičiuota tęstinė įmonės AB Rokiškio sūris vertė - 80 121 tūkst. EUR, įmonės dabartinė vertė – 79 948 tūkst. EUR. 2015 m. AB Rokiškio sūris grynoji skola sudaro 3 279 tūkst. EUR. Akcinio kapitalo vertė yra 76 669 tūkst. EUR. AB Rokiškio sūris akcijos 2015 m. rinkoje parduodamos už 1,42 EUR. Remiantis diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota įmonės vertė, nustatyta akcijos kaina – 2,13 EUR. Remiantis atliktais skaičiavimais, galima teigti, kad akcijos yra neįvertintos ir jas verta pirkti.

9 lentelė. AB Rokiškio sūris 2016 – 2020 m. tęstinės ir dabartinės įmonės vertės skaičiavimas

Rodiklis, tūkst. EUR/Metai	2016	2017	2018	2019	2020
Pardavimų pajamos	207 090	217 445	221 793	226 229	230 754
Pardavimų savikaina	187 135	195 368	198 807	202 306	205 867
Veiklos sąnaudos	17 784	18 673	19 607	20 587	21 616
Pelno mokestis 15 proc.	326	510	507	500	491
Grynasis veiklos pelnas po mokesčių	1 846	2 893	2 873	2 836	2 780
Nusidėvėjimas ir amortizacija (+)	6 083	6 205	6 391	6 583	6 780
Investicijų poreikis	-7 800	-7 956	-8 115	-8 277	-8 443
Apyvartinio kapitalo pokytis (-)	10 560	7 422	2 047	2 378	2 744
Laisvieji pinigų srautai	10 689	8 563	3 196	3 519	3 862
Tęstinė įmonės vertė					80 121
Suminiai pinigų srautai	10 689	8 563	3 196	3 519	83 983
Diskontuoti pinigų srautai	9 910	7 361	2 547	2 600	57 530
Dabartinė vertė					79 948

Šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis įmonių finansinės atskaitomybės duomenimis.

Apskaičiavus įmonių vertes, atlikta jautrumo analizė (priedas 47 ir 51), kurioje vertinama diskonto normos įtaka įmonės vertei. Jautrumo analizė atlikta keičiant diskonto normą, kitus kintamuosius laikant pastoviais. Kaip matome iš 47 priedo, diskonto normos kitimas turi didelę reikšmę įmonės vertei. AB Vilkyškių pieninė diskonto normai sumažėjus iki 1,59 procentinio punkto (iki 4 proc.) įmonės vertė padidėja net 148 proc., tuo tarpu diskonto normai didėjant 1,41 procentinio punkto (iki 7 proc.) įmonės vertė sumažėja 35 proc. AB Rokiškio sūris jautrumo analizė parodė (žr. priedas 51), kad diskonto normai mažėjant 1,86 procentinio punkto, įmonės vertė auga 52 proc., normai mažėjant 1,14 procentinio punkto mažėja 16 proc. Jautrumo normos analizė parodė, kad įmonės AB Vilkyškių pieninė vertės svyravimui didelę įtaką turi diskonto normos pasikeitimas, AB Rokiškio sūris įmonės vertė kinta stabiliau.

Apžvelgus įmonių AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris įmonės vertės nustatymą diskontuotų pinigų srautų metodu, galima teigti, kad laisvųjų pinigų srautų nustatymas yra labai sudėtinga ir reikalaujanti daug įžvalgų diskontuotų pinigų srautų metodo dalis. Prognozuojant ypač sudėtinga nustatyti ateities galimybes po finansinių nuosmukių, nes turi įvertinti ne tik augimo, bet ir

veiklos optimizavimo galimybes. Atlikti skaičiavimai parodė, kad įmonės veiklos finansavimas skolinto kapitalo pagalba duoda teigiamą efektą įmonės veiklos rezultatams, tačiau apskaičiuojant įmonių dabartinę vertę, būtina įvertinti ilgalaikių įsipareigojimų ir finansinių skolų rodiklius, kurie kardinaliai gali pakeisti įmonės vertės skaičiavimus. Darome išvadą, kad įmonės AB Vilkyškių pieninė, naudojančios daugiau skolintą kapitalą veiklos finansavimui, įmonės vertė galimai didesnė nei AB Rokiškio sūris, kuri veiklą finansuoja daugiau nuosavu kapitalu, tačiau įvertinus grynosios skolos rodiklį matome, kad AB Vilkyškių pieninė akcijos yra pervertintos, o AB Rokiškio sūris – neįvertintos. Jautrumo analizė parodė, kad įmonių AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris verslo vertes itin stipriai įtakoja naudojamos diskonto normos kitimas. AB Rokiškio sūris poveikis nėra toks ryškus dėl to, kad įmonės veikla finansuojama daugiau nuosavu kapitalo nei skolintu.

3.5.3. Lyginamasis metodas

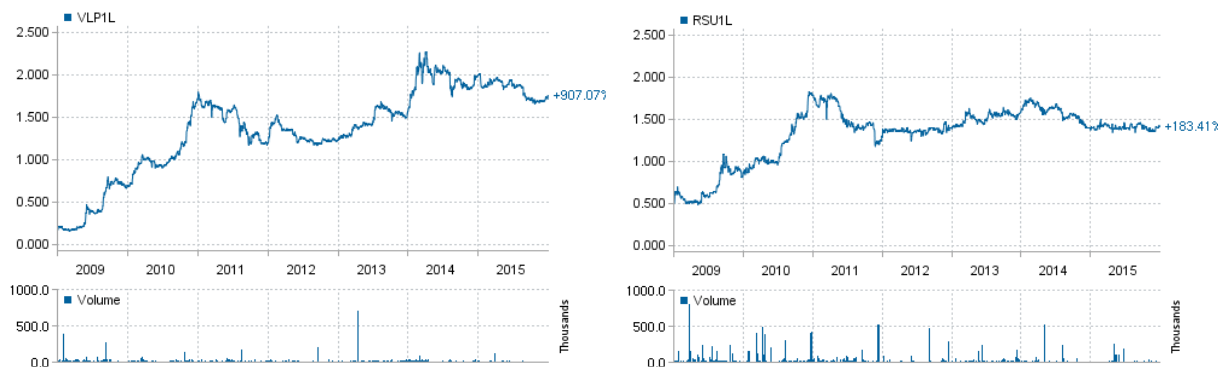
Kapitalo rinkos mechanizmas yra sudėtingas procesas, rinkos dalyviai juo domisi ir nori gauti informaciją ne tik apie procesus, vykstančius finansų rinkoje, bet ir konkrečioje įmonėje, nes nuo to priklauso investavimo pasirinkimas.

15 paveiksle matomi AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris akcijų rinkos kainos kitimo grafikai. AB Vilkyškių pieninė 2009 - 2015 m. laikotarpiu akcijos rinkos kaina pakilo 151 proc. AB Rokiškio sūris tuo pačiu laikotarpiu akcijos kaina augo 73 proc. Nagrinėjamu laikotarpiu akcijų rinkos kainos nuosekliai augo, rinkos kainos kritimas matomas 2011 m., kai AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris akcijų kaina krito po 30 proc., lyginat su 2010 m. akcijų rinkos kaina. 2011 m. Europos Sąjungoje pieno produktų kainos pasiekė santykinai aukštą lygį. AB Vilkyškių pieninė 2011 m. nusprendė suformuoti rezervą, skirtą įsigyti 10 proc. savų akcijų, o AB Rokiškio sūris supirko 802 tūkst. savų akcijų, kas sudaro 2,24 proc. įmonės įstatinio kapitalo. Akcijų rinkos į tokius sprendimus sureagavo pakankamai skausmingai, ko pasekoje abiejų įmonių akcijų rinkos kainos krito po 30 proc.

AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris verslo rinkos vertės standartizuojamos naudojant pelno daugiklį P/E – kainos ir pelno akcijai santykį. Kainos ir pelno vienai akcijai santykis yra vienas labiausiai paplitusių ir paprasčiausiai apskaičiuojamų įmonės vertės nustatymo rodiklių. P/E rodiklis rodo, kiek investuotojas tam tikru laiko momentu linkęs sumokėti už vieną EUR įmonės pelno, kuo mažesnis santykis, tuo pigesnė įmonės akcija.

Remiantis 9 formule apskaičiuojama AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris įmonių vertė lyginamuoju metodu (žr. 52 ir 53 priedas). Siekiant nustatyti ar įmonės akcijos kainos yra brangios ar pigios, būtina nustatyti kiek įvertinta įmonė rinkoje. Rinkos kapitalizacija investuotojui apie įmonės brangumą ar pigumą informacijos nesuteikia, tik galima spręsti, kaip rinkoje yra vertinama įmonės savininkų nuosavybė. AB Vilkyškių pieninė didžiausia įmonės rinkos vertė buvo 2014 m. – 23 886 tūkst. EUR, 2015 m. įmonės vertė krito 13 proc. ir sudarė 21 020 tūkst. EUR. Įmonė AB Rokiškio

sūris labiausiai įvertinta buvo 2010 m. – 68 817 tūkst. EUR, 2015 m. vertė sudarė 50 933 tūkst. EUR (kritimas 26 proc.)



15 pav. AB Vilkųškių pieninė ir AB Rokiškio sūris akcijų rinkos kainos 2009 – 2015 m. Šaltinis: NASDAQ OMX Vilnius, 2015.

AB Vilkųškių pieninė nagrinėjama 2009 – 2014 m. laikotarpiu P/E rodiklis (žr. 52 priedas) yra santykinai žemas ir kinta nuo 4,35 iki 7,41, kas rodo, kad įmonės akcija yra arba pigi arba atspindi pesimistinius investuotojų lūkesčius ir tikimasi kritimo. Nagrinėjama atveju P/E santykis yra mažiau nei 10, galime teigti, kad įmonė susiduria su finansiniais sunkumais ir yra gana rizikinga rinkoje. 2015 m. rodiklis pasiekia 17,60 reikšmę, kas parodo, kad investuotojai, atsigavus įmonei po Rusijos embargo padarinių, ir atradus naujas rinkas, tikisi spartaus įmonės pelno augimo ateityje. Apskaičiavus įmonės vertę lyginamuoju metodu, pastebime, kad vertė nežymiai skiriasi nuo rinkos vertės. 2015 m. rinkos vertė 21 020 tūkst. EUR, lyginamuoju metodu apskaičiuota vertė 20 557 (pokytis 2,3 proc.)

AB Rokiškio sūris nagrinėjama 2009 – 2012 m. laikotarpiu P/E rodiklis (žr. 53 priedas) svyruoja nuo 7,81 iki 13,67. Įmonė yra rinkos senbuvė, todėl jos pelnas nebeauga taip sparčiai arba auga pakankamai lėtai, tačiau P/E rodiklis vertinamas kaip atitinkantis įmonės investuotojų lūkesčius. 2013 m. sparčiai kritus rodikliui iki 2,98, o 2014 m. pasiekus neigiamą rodiklio reikšmę tapo akivaizdu, kad įmonė susidūrė ne tik su ekonominiais sunkumais, bet ir su pesimistiniais investuotojų lūkesčiais. 2015 m. rodikliui pakilus 20,69 procentinio punkto nuo -7,78 iki 12,91, situacija stabilizavosi. Apskaičiavus įmonės vertę lyginamuoju metodu, galima teigti, kad vertė nežymiai skiriasi nuo rinkos vertės - 2015 m. rinkos vertė 50 933 tūkst. EUR, lyginamuoju metodu apskaičiuota vertė 50 074 (pokytis 1,7 proc.)

Tačiau vertinant tai, kad neužtenka pažvelgti tik į skaičius, juos būtina vertinti platesniame kontekste. Nagrinėjamos pieno perdirbimo įmonės priklauso cikliškų įmonių grupei, galima sakyti, kad P/E rodiklis turi kisti tarp 7-8, kas jau yra netgi sąlyginai brangu. AB Vilkųškių pieninė akcijos rinkos kaina galima sakyti atitinka apskaičiuotą P/E rodiklį, kuris nagrinėjama laikotarpiu yra 7,38. AB Rokiškio sūris akcijos yra brangios, nors P/E vidurkis nagrinėjama laikotarpiu yra 7,24, tačiau šis rezultatas skaičiuojamas vertinant neigiamą rodiklio reikšmę. Vidutiniškai P/E rodiklis svyruoja apie 11, kas yra normalu, tačiau vertinant sektoriaus rodiklio vidurkį, investuotojo pasirinkimas būtų

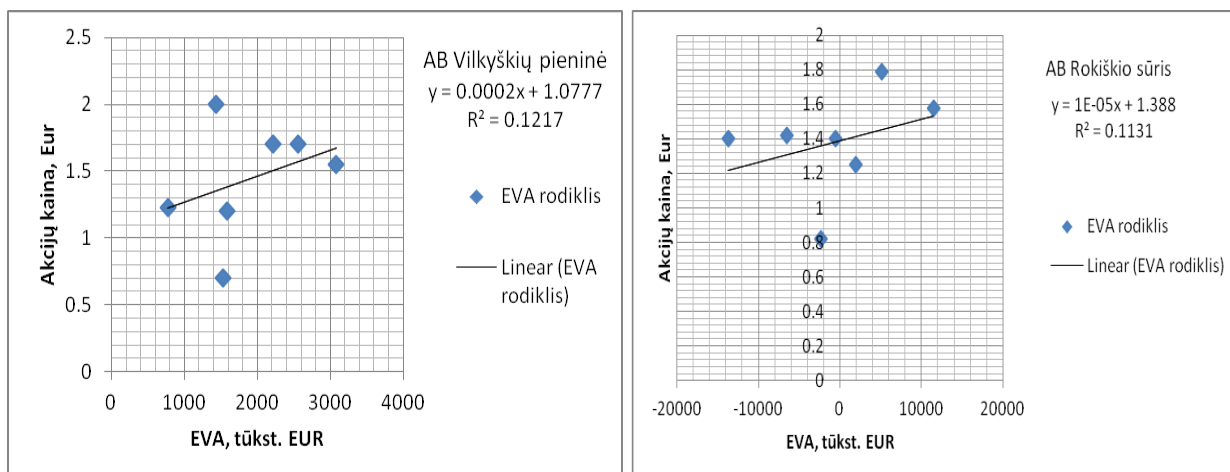
nenaudingas. Rinkos analitikai teigia, kad renkantis įmones, į kurias verta investuoti, reikia peržiūrėti tik tas įmones, kurių P/E rodiklis yra 18-20 arba daugiau, reikšmė 8 – 10 investuotojo visai neturėtų dominti. Pagrindinis rodiklio trūkumas yra tas, kad jis neįvertina įmonės veiklos perspektyvų, kas yra svarbiausias kriterijus priimant sprendimą investuoti ar ne. Pirkdamas akcijas gali įgyti teisę į ateities pelnus, kurie nebūtinai bus tokie, kaip praeityje.

Apibendrinant galima teigti, kad lyginamuoju metodu apskaičiuotos įmonių vertės mažai nukrypsta nuo rinkos kainos, vadinasi įmonių vertės, apskaičiuotos lyginamuoju metodu yra priimtinos, nes atspindi tikrąją rinkos kainą. Lyginant įmones AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris, galima teigti, kad investuotojai savo lūkesčius pastaruojų metu labiau sieja su AB Vilkyškių pieninė akcijomis, pagal 2015 m. P/E rodiklį laukia spartaus augimo. AB Rokiškio sūris investuotojai, po įmonės nuosmukio 2014 m. atstato savo pozicijas ir akcijų P/E rodiklis beveik atitinka 2009 m. P/E rodiklį. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris 2008 m. akcijos buvo priskiriamos didžiausia riziką ir pelningumą turinčių akcijų portfeliui. 2008 m. AB Vilkyškių pieninė akcijų rinkos kainos neteko 90 proc. vertės, atitinkamai per 2009 m. pabrango per 100 proc. Per 2015 m. AB Vilkyškių pieninė akcijos krito 12,50 proc., AB Rokiškio sūris kilo 2,9 proc., lyginant su 2014 m. Agresyvaus tipo investuotojai nuosmukio laikotarpiu perkantys pigias akcijas arba jų neparduodami, priėmė tinkamą sprendimą, nes po ekonominio nuosmukio, akcijų kaina stipriai kyla.

3.5.4. Porinė koreliacinė regresinė analizė

Atlikus AB Vilkyškių pieninė porinę koreliacinę - regresinę analizę (žr. priedai 54 ir 55) matome, kad akcijos kainos ryšys su EVA rodikliu yra teigiamas silpnas $r = 0,349$. Norint įsitikinti ar koreliacija reikšminga, apskaičiuojamas reikšmingumo lygmuo p , kuris lygus 0,443. Reikšmingumo lygmuo yra stipriai didesnis nei 0,05, kas reiškia, kad nustatyta reikšmė atsitiktinumas. Determinacijos koeficientas lygus 0,1217, kuris parodo, kad EVA rodiklis paaiškina 12,20 proc. akcijų rinkos kainos variacijos. Kiti rodikliai paaiškina 87,80 proc. įtakos akcijų rinkos kainos nustatymui, vadinasi ryšio nebuvimą reikia aiškinti kitais išoriniais arba vidiniais įmonės veiksniais. Minėtų AB Vilyškių pieninė ryšių analizė pavaizduota 16 paveiksle.

Atlikus AB Rokiškio sūris koreliacinę – regresinę analizę (žr. priedai 54 ir 57) pastebime, kad akcijos kainos ryšys su EVA rodikliu yra teigiamas silpnas $r = 0,336$. Teigiamas koreliacijos koeficientas parodo, kad didėjant EVA reikšmei, didės ir akcijų rinkos kainos reikšmė. Reikšmingumo lygmuo p lygus 0,461, determinacijos koeficientas lygus 0,1131, kas parodo, kad EVA rodiklis paaiškina tik 11,30 proc. akcijų rinkos kainos variacijos. Kiti rodikliai paaiškina 88,70 proc. įtakos akcijų rinkos kainos nustatymui. Aptartų AB Rokiškio sūris ryšių analizė pavaizduota 16 paveiksle.



16 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris akcijų rinkos kainos ryšys su EVA rodikliu. Sudaryta autorės pagal įmonių finansinių ataskaitų duomenis ir atliktus skaičiavimus.

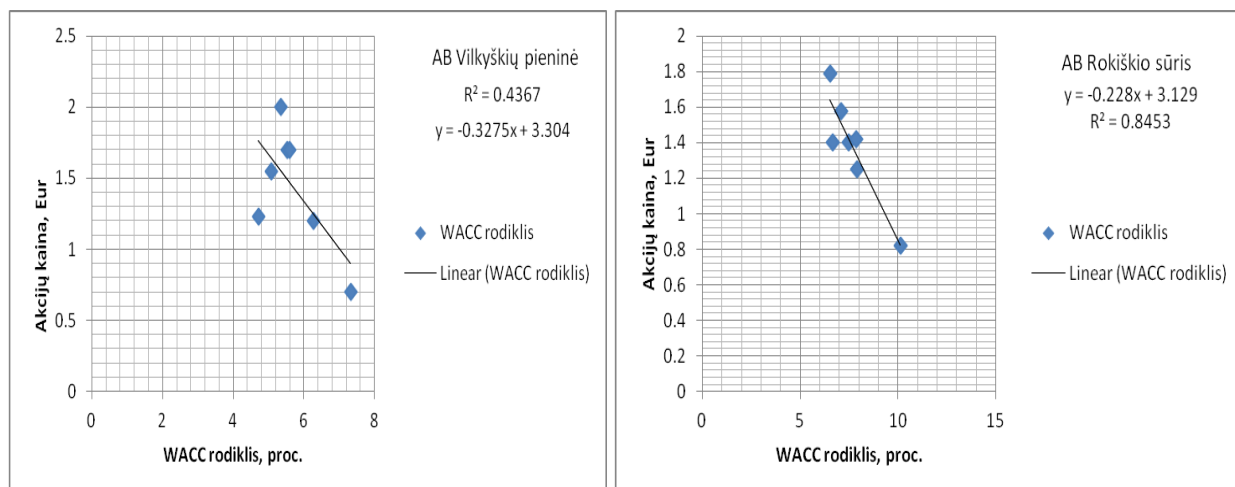
Atlikus AB Vilkyškių pieninė porinę koreliacinę - regresinę analizę (žr. priedai 54 ir 56) matome, kad akcijų rinkos kainos ryšys su EVA rodikliu sudaro vidutinę neigiamą tiesinę koreliaciją (-0,661). Apskaičiavus determinacijos koeficientą galime daryti išvadą, kad 43,70 proc. akcijų rinkos kainos reikšmės gali būti paaiškinta WACC rodiklio kitimu, 56,30 proc. akcijų rinkos kainos priklauso nuo kitų rodiklių. Gauta koreliacija vertinama kaip atsitiktinis sutapimas, nes apskaičiuotas reikšmingumo lygmuo didesnis nei 0,05 - sudaro 0,106. Minėtų AB Vilyškių pieninė ryšių analizė pavaizduota 17 paveiksle.

AB Rokiškio sūris akcijos kainos ryšys su WACC rodikliu yra statistiškai reikšmingas (žr. priedai 54 ir 58), sudaro stiprią neigiamą koreliaciją -0,919. Stipri neigiama koreliacija parodo, kad akcijų kaina mažės, kai WACC rodiklis didės. Determinacijos koeficientas 0,845 reiškia, kad 84,50 proc. Akcijų rinkos kainos reikšmės paaiškinama WACC rodiklio kitimu, ir tik 15,50 proc. akcijų rinkos kainos priklauso nuo kitų rodiklių. Apskaičiuotas reikšmingumo lygmuo 0,003 parodo, kad gauta koreliacija nėra atsitiktinis sutapimas, atsitiktinumą galimybė atmetama.

Minėtų AB Vilyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris ryšių analizė pavaizduota 17 paveiksle.

Apžvelgiant atliktą porinę koreliacinę regresinę analizę aptiktos įvairiapusiškos tendencijos. AB Vilkyškių pieninė akcijų rinkos kainoms nedaro įtakos ekonominės pridėtinės vertės ir vidutinė svartinė kapitalo kaina. Įmonės akcininkų investuoto kapitalo vertė didinama, pasiekiami maksimali ekonominė pridėtinė vertė, minimizuojamų vidutinės svartinės kapitalo sąnaudų pagrindu sukuria pridėtinę vertę, tačiau akcijų rinkos kainai įtakos nedaro. Skaičiuojant įmonės vertę diskontuotų pinigų srautų metodu jautrumo analizė parodė, kad AB Vilkyškių pieninė įmonės vertės svyravimui didelę reikšmę turi diskonto normos pasikeitimas, tačiau porinė koreliacinė regresinė analizė parodė, kad akcijų rinkos kainai WACC reikšmė įtakos nedaro. Akcijos rinkos kainos ryšys su EVA ir WACC

rodikliu yra teigiamas silpnas, nustatytos reikšmės yra atsitiktinumas ir ryšio nebuvimas turi būti aiškinamas kitais išoriniais arba vidiniais įmonės veiksniais.



17 pav. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris akcijų rinkos kainos ryšys su WACC rodikliu. Sudaryta autorės pagal įmonių finansinių ataskaitų duomenis ir atliktus skaičiavimus.

AB Rokiškio sūris akcijų rinkos kainoms nedaro įtakos ekonominės pridėtinės vertės rodiklis, nors atlikta EVA metodo analizė parodė, kad įmonė akcininko požiūriu pelno neuždirbo, mažino jo kapitalą. Nagrinėjant įmonės akcijų kainos, pelno, P/E rodiklio kitimą 2014 – 2015 m., matome labai stiprius rodiklių svyravimus, kas, galime daryti prielaidą, turėjo įtakos nagrinėjamam ryšiui atrasti, nes investuotojų laukiami lūkesčiai nagrinėjamu laikotarpiu buvo gana prieštaringi, todėl neįmanoma nustatyti aiškaus santykio tarp EVA ir akcijų rinkos kainos. Akcijų rinkos kaina labai jautriai reaguoja į WACC rodiklio kitimą, nes investuotojai šios įmonės akcijas laiko patraukliomis dėl jos nuosavo kapitalo vertės. Įmonės akcijų rinkos kainų pokyčius 84,50 proc. paaiškina WACC rodiklio kitimas. Atlikta jautrumo normos analizė parodė, kad įmonės AB Rokiškio sūris įmonės vertė, keičiantis diskonto normai kinta stabiliai, todėl tikėtis staigių, nenumatytų pokyčių įmonės veiklos tęstinume investuotojai nelinkę. Įmonės veiklos rodikliai neparodo ypatingai pelningos veiklos rodiklių, tačiau įmonės balansas atrodo patraukliai, matoma, kad įmonė per gerus laikus užsiaugino rezervus.

Apibendrinant galima teigti, kad mokslininkų teiginiai apie mokslinėje literatūroje pateiktus įrodymus dėl akcijų kainos priklausomybės nuo įmonės sukurtos vertės, nagrinėjamu atveju nepasitvirtino. Atlikus AB Vilkyškių pieninė porinę koreliacinę - regresinę analizę matome, kad akcijos kainos ryšys su EVA rodikliu yra teigiamas silpnas $r = 0,349$. Reikšmingumo lygmuo yra stipriai didesnis nei 0,05 - nustatyta reikšmė atsitiktinumas. Determinacijos koeficientas parodo, kad EVA rodiklis paaiškina 12,20 proc. akcijų rinkos kainos variacijos. Atlikus AB Rokiškio sūris koreliacinę – regresinę analizę matome, kad akcijos kainos ryšys su EVA rodikliu yra teigiamas silpnas $r = 0,336$. Determinacijos koeficientas lygus 0,1131, kas parodo, kad EVA rodiklis paaiškina tik 11,30 proc. akcijų rinkos kainos variacijos. Hipotezė nr. 1 dėl akcijų biržoje listinguojamų akcinių

bendrovių akcijų rinkos kainos reikšmingos įtakos nuo ekonominės pridėtinės vertės kūrimo įmonės akcininkams atmetama.

Atlikus AB Vilkyškių pieninė porinę koreliacinę - regresinę analizę matome, kad akcijų rinkos kainos ryšys su EVA rodikliu sudaro vidutinę neigiamą tiesinę koreliaciją, determinacijos koeficientas parodo, kad 43,70 proc. akcijų rinkos kainos reikšmės gali būti paaiškinta WACC rodiklio kitimu, Gauta koreliacija vertinama kaip atsitiktinis sutapimas, nes apskaičiuotas reikšmingumo lygmuo didesnis nei 0,05. AB Rokiškio sūris akcijos kainos ryšys su WACC rodikliu sudaro stiprią neigiamą koreliaciją -0,919, kuri koreliacija parodo, kad akcijų kaina mažės, kai WACC rodiklis didės. Determinacijos koeficientas 0,845 reiškia, kad 84,50 proc. akcijų rinkos kainos reikšmės paaiškinama WACC rodiklio kitimu. Apskaičiuotas reikšmingumo lygmuo 0,003 parodo, kad gauta koreliacija nėra atsitiktinis sutapimas. Hipotezė nr. 2 dėl akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainos reikšmingai įtakojančios vidutinės svertinės kapitalo kainos patvirtinama tik AB Rokiškio sūris įmonei.

IŠVADOS

1. Išanalizavus ir apibendrinus mokslinę literatūrą galima teigti, kad terminas „vertė“ kaip reiškinys aiškinamas iš subjektyvaus ir objektyvaus požiūrių perspektyvos, išskiriant apčiuopiamumo ir neapčiuopiamumo elementus. Subjektyviosios vertės požiūris aiškinamas ne „vertės“ egzistavimu versle, o vertintojo sąmonėje. Objektyvioji vertė grindžiama verslo rodiklių, savybių, jo naudingumo ir ulitarizmo pagrindu. Pagrindinis verslo tikslas turi būti traktuojamas kaip visų akcininkų interesų tenkinimas, pasiekiamas užtikrinant nuolatinį bei tęstinį jų vertės didinimo procesą. Globalus ir pažangus mąstymas turėtų remtis ne tik pelno generavimo, bet ir verslo vertės didinimo pagrindu.

2. Tradiciniai vertės matavimo rodikliai, kurie apskaičiuojami turto, rinkos ir pajamų požiūriu, vertę įvertina nevisapusiškai, nepajėgūs įvertinti ir tikrųjų įmonės vertę kuriančių veiksnių. Būtina verslo vertę skaičiuoti veiklos vertinimo būdais, kurie pagrįsti kaštų, srautų apskaita, galimo pelno, veiklos tęstinumo bei sukuriamos pridėtinės ekonominės vertės vertinimu. Kaip parodė atliktas tyrimas, tinkamai pritaikyti vertės matavimo metodus yra sudėtingas uždavinys, reikalaujantis daug analitinių žinių ir plataus mąstymo. Gana rizikinga sudaryti ilgo laikotarpio prognozes dėl pasaulio ir šalies ekonominės situacijos, vertinimo rodiklių taikymas priklauso nuo galimybės gauti patikimų ir pakankamų duomenų - įmonės vertės metodų taikymas neapsiriboja tik finansinių ataskaitų analize.

3. Įmonės vertės metodų taikymo metu susiduriama su problemomis nustatinėjant vidutinę svertinę kapitalo kainą, dėl jo prilyginimo skolinto kapitalo kainai. Norint tinkamai apskaičiuoti vidutinę svertinę kainą, naudojamas kapitalo vertinimo modelis CAPM – metodas nepopuliarus, nes naudojamas kaip tam tikros rizikos traktavimas, ne tik kaip vertinimo metodo sudėtinė dalis. CAPM modelį praktikoje įmonės taiko retai dėl didelio prielaidų skaičiaus. Taikant diskontuotų pinigų srautų metodą susiduriama su problemomis, kurias sąlygoja pinigų srautų nustatymo rizika, sudėtinga nustatyti tęstinės vertės augimo tempą, kuris dažniausiai dėl šios priežasties prilyginamas šalies BVP augimo tempui, nes daroma prielaida, kad brandaus sektoriaus įmonės metinis augimo tempas dažniausiai negali būti didesnis nei BVP augimo tempas.

4. Nustatant įmonės vertę ekonominės pridėtinės vertės metodu, susiduriama su rodiklio NOPAT bei investuoto kapitalo apimties apskaičiavimo problematika. Siekiant apskaičiuoti teisingą kapitalo kainą, reikia tikslios jos metodikos bei tradicinių buhalterinių finansinių dokumentų koregavimo. Visą turimą ir gautą informaciją svarbu lyginti su rinkos informacija, nes tik tada gaunamas vaizdas, kuris atskleidžia įmonės pervertinimo, neįvertinimo ar tikslaus apskaičiavimo rezultatus. Įmonės kapitalizacija priklauso nuo akcijų kainos, todėl būtina rasti ryšį, nuo ko priklauso akcijų kainos pokyčiai. Investuotojai, įmonės vertę bei jos priklausomybę nuo vidinių ar išorinių

veiksnių turi vertinti kaip tam tikrą modelio dedamąją – taip įvertinta investavimo strategiją sąlygos investicinę grąžą.

5. AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris pelningumo poveikio įmonės vertės įrodymui pasirinkta Du Pont analizė parodė, kad įmonėms pavyko atsigausti po 2008 m. pasaulį apėmusio nuosmukio, tačiau 2015 m. jos dar kartą galėjo įsitikinti, kad pieno produktų rinka ir eksportas yra ta sritis, kurioje stabilumo ir nuspėjamumo faktorius yra labai žemas. Du Pont analizė parodė, kad įmonės turi peržiūrėti savo veiklos strategiją bei ieškoti naujų galimybių, nes įmonių pardavimo pajamos 2014 – 2015 m. augo mažiau nei jų sąnaudos. Nagrinėjami įmonių grynojo pelningumo, turto apyvartumo ir nuosavybės koeficientai kinta gana stabiliai, atitinkamai reaguodami į nuosavo kapitalo pelningumo rodiklio pokyčius. Įmonių finansiniai pelningumo rodikliai, grynojo pelno dinamika atskleidžia informaciją, kur formuojasi nuostoliai ir kodėl, ar yra galimybės maksimizuoti pelną bei galimybės plėstis.

6. Išankstinis veiklos tęstinumo prognozavimas parodė, kad vertinant įmonei AB Vilkyškių pieninė R. Lis, Chesser ir G. Springate bankroto prognozavimo modeliai nagrinėjamu laikotarpiu rodo veiklos tęstinumo problemas. Rodiklių skaičiavimams daugiausia įtakos turi rizikingas skolinto ir nuosavo kapitalo santykis (vidutiniškai 40/60 proc.) bei fiksuojamas neigiamas apyvartinis kapitalas. Įmonei AB Rokiškio sūris veiklos tęstinumo problemas nurodo R. Lis, Chesser, Zavgner bankroto prognozavimo modeliai. Logistinės regresijos modelių skaičiavimą įtakojo reikšminga grynujų pinigų straipsnio įtaka. Bankroto prognozavimo modelių trūkumas yra ekonominių pokyčių ir specifinės pieno sektoriaus struktūros aspektų neįvertinimas. Apskaičiuoti veiklos tęstinumo modeliai parodė įvairius rezultatus, galima išskirti AB Vilkyškių pieninė nuolatinį apyvartinio kapitalo trūkumą, ką reikia vertinti kaip tam tikrą riziką. AB Rokiškio pienas įmonė priešingai, turi daug nenaudojamo apyvartinio kapitalo, kas suteikia galimybes svarstyti dėl jo panaudojimo galimybių.

7. Vertinant AB Vilkyškių pieninė uždirbamo ekonominio pridėtinio pelno aspektu, galima teigti, kad įmonės vadovai geba efektyviai valdyti įmonės veiklą. Beveik visu nagrinėjamu laikotarpiu verslas kūrė ekonominę pridėtinę vertę – investuoto kapitalo grąža kompensavo riziką. AB Rokiškio sūris nagrinėjamu laikotarpiu investuotas kapitalas nekompensavo investuoto kapitalo grąžos – EVA buvo neigiamas. Svarstyta galimybė, kad EVA rodiklis būtų teigiamas, jei įmonė įdarbintų daugiau pigaus skolinto kapitalo – akcijų pelningumas yra kur kas aukštesnis veiklą finansuojant rizikos kapitalu. EVA rodiklis gali būti naudojamas kaip vienas iš komponentų subalansuotam įmonės vertės nustatymui, nes metodas nevertina pinigų laiko vertės.

8. Skaičiuojant įmonių AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris vertę diskontuotų pinigų srautų metodu projektuojame artimiausius 5 metus planuojančių veikti įmonių veiklą, remiantis scenarijumi „be esminių pokyčių“, prognozuojant veiklos rodiklius remiamasi istorinių dinamika,

pritaikant juos prie rinkos ateities tendencijų prognozių. Diskontuotų pinigų srautu apskaičiuotos įmonių vertės yra didžiausios. Diskontavus ateities pinigų srautus, apskaičiuota AB Vilkyškių pieninė įmonės vertė parodė, kas įmonės akcijos pervertintos. Apskaičiuota AB Rokiškio sūris įmonės vertė parodė, kad įmonės akcijos yra neįvertintos. Skaičiavimai parodo, kad grynosios skolos rodiklis turi didelę įtaką įmonės vertės ir akcijų kainos nustatymui.

9. Lyginamojo metodo būdu apskaičiuotos įmonės vertės parodė, kad skaičiavimai, atlikti remiantis lyginamojo metodo vertinamu mažai skiriasi nuo įmonių rinkos kainos. Lyginamojo metodo trūkumas, kuris nurodomas kaip veiklos perspektyvų nevertinimas, šiuo atveju nėra vertinamas, nes svarbiausias kriterijus yra sprendimo investuoti priėmimas. Lyginant AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris kainos ir pelno akcijai santykį, galima teigti, kad investuotojai savo lūkesčius pastaruoju metu labiau sieja su įmonės AB Vilkyškių pieninė akcijomis, laukdami spartaus augimo.

10. Ieškant koreliacinio ryšio tarp įmonių akcijų rinkos kainų bei ekonominės pridėtinės vertės kūrimo jų akcininkams ir vidutinės svertinės kapitalo kainos matyti, kad AB Vilkyškių pieninė akcijų rinkos kainoms nedaro įtakos ekonominės pridėtinės vertės ir vidutinė svertinė kapitalo kaina. Akcijos rinkos kainos ryšys su EVA ir WACC rodikliu yra teigiamas silpnas, nustatytos reikšmės yra atsitiktinumai ir ryšio nebuvimas turi būti aiškinamas kitais išoriniais arba vidiniais įmonės veiksniais. AB Rokiškio sūris akcijų rinkos kainoms nedaro įtakos ekonominės pridėtinės vertės rodiklis, nors atlikta EVA metodo analizė parodė, kad įmonė akcininko požiūriu pelno neuždirbo, mažino jo kapitalą. Akcijų rinkos kaina labai jautriai reaguoja į WACC rodiklio kitimą, nes investuotojai šios įmonės akcijas laiko patraukliomis dėl jos nuosavo kapitalo vertės. Įmonės akcijų rinkos kainų pokyčius 84,50 proc. paaiškina WACC rodiklio kitimas. Mokslininkų teiginiai apie mokslinėje literatūroje pateiktus įrodymus dėl akcijų kainos priklausomybės nuo įmonės sukurtos vertės, nagrinėjamu atveju nepasitvirtino. Hipotezė nr. 1 dėl akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainos reikšmingos įtakos nuo ekonominės pridėtinės vertės kūrimo įmonės akcininkams atmetama. Hipotezė nr. 2 dėl akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainos reikšmingai įtakojančios vidutinės svertinės kapitalo kainos patvirtinama tik AB Rokiškio sūris įmonei.

11. Nestabilumas ir toliau kelia iššūkius pieno sektoriui. Bendros sektoriaus perspektyvos nurodomos tiek vidaus tiek pasaulinėje rinkoje. Pieno pramonė išlieka vieninteliu ūkio pajamų ir užimtumo sektoriumi daugumoje regionų. Europos Komisija nurodo, kad siekia užtikrinti subalansuotą pieno gamybos plėtrą visoje Europos Sąjungoje, tačiau niekaip su problemomis susiduriantis pieno sektorius priežasčių investuoti nesuteikia. Žaliavinio pieno kainoms pasiekus dugną, tikėtini geresni ateinančių laikotarpių rodikliai. AB Vilkyškių pieninė vadovybę galima laikyti viena iš efektyviausių ir pažangiausių, kurios veiklą galima vertinti pakankamai stabiliai, todėl

investuotojai linkę rizikuoti, nors skaičiavimais įrodyta, kad įmonės akcijų kaina yra pervertinta, jų pirkti neverta. AB Rokiškio sūris akcijų kaina yra neįvertinta, investuoti verta, tačiau investuotojai vis dar nepasitiki bendrove po 2014 m. patirto nuostolio, kai įmonės akcijos buvo nuostolingos.

LITERATŪRA IR ŠALTINIAI

1. AB „Vilkyškių pieninė“ finansinės ataskaitos. (2009-2015). Prieiga per internetą: <http://www.nasdaqombaltic.com/market/?instrument=LT0000127508&list=2&pg=details&tab=reports> [žiūrėta 2017 01 17]
2. AB „Rokiškio sūris“ finansinės ataskaitos. (2009-2015). Prieiga per internetą: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=issuers&lang=lt> [žiūrėta 2017 01 17]
3. Agrawal, A., K. (2008). Corporate Governance Objectives of Labor Union Shareholders: Evidence from Proxy Voting. *The Review of Financial Studies*, 25(1): 187-226. Prieiga per internetą: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr081>, [žiūrėta 2017 02 20]
4. Lietuvos Respublikos Specialiųjų tyrimų tarnyba. (2015). *Antikorupcinio vertinimo išvada dėl turto ir verslo vertinimą reglamentuojančių teisės aktų Nr. 4-01-4614*. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAK/67c99e401f1c11e585eaba374ef4b409?jfwid=-15uh8xpo7> [žiūrėta 2017 01 19]
5. Adamauskas, S. (2016). *Technologijų diegimo rinkos sąlygomis laiko nustatymo modelis* (daktaro disertacijos santrauka). Prieiga per internetą: http://ktu.edu/sites/default/files/santrauka_adamauskas_0.pdf [žiūrėta 2017 01 19]
6. Adomavičiūtė, D. (2011). *Muitinės audito modelis verslo įmonių veiklos vertinimui* (daktaro disertacija). Prieiga per internetą: <http://talpykla.elaba.lt/elaba-fedora/objects/elaba:1960045/datastreams/MAIN/content> [žiūrėta 2017 01 20]
7. Aleknevičienė, V. (2005). *Finansai ir kreditas. Enciklopedija*. Valiulio leidykla.
8. Bartkauskaitė, I., Stankevičienė, J. ir Miečinskienė, A. (2016). Įmonės finansinis likvidumas kaip priemonė įmonės vertei didinti. *Verslas XXI amžiuje*, 2016, 8(2): 192-199. Prieiga per internetą: <http://www.mla.vgtu.lt/index.php/mla/article/viewFile/923/pdf> [žiūrėta 2017 01 19].
9. Barker, R. (2001). *Determining value: valuation models and financial statements*. Prieiga per internetą: [https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=Q0m86T4yB_kC&oi=fnd&pg=PR8&dq=BARKER,+R.++\(2001\)+Determining+value:+Valuation+models+and+financial+statements,+p.+201&ots=KZ2kKh13ac&sig=Po26WIMMnmjQ_gePQNIkHrES_w&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false](https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=Q0m86T4yB_kC&oi=fnd&pg=PR8&dq=BARKER,+R.++(2001)+Determining+value:+Valuation+models+and+financial+statements,+p.+201&ots=KZ2kKh13ac&sig=Po26WIMMnmjQ_gePQNIkHrES_w&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false) [žiūrėta 2017 01 20].
10. Begovič, V.S., Momčilovic, M. and Jovin, Slabodanska. (2013). Advantages and limitations of the discounted cash flow to firm valuation. *Skola biznisa*. Broj 1/2013. Prieiga per internetą: <http://www.vps.ns.ac.rs/SB/2013/1.4.pdf>, [žiūrėta 2017 01 25]

11. Berman, B. (2008). *Kaip uždirbti iš inovacijų. Žmonės, intelektinę nuosavybę paverčiantys akcininkų turtu*. Vilnius: Apostrofa.
12. Berzkalne, I. (2013). Application of innovative company valuation methods in Latvia : analysis and possibilities for improvement. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, 2013. 66. Prieiga per internetą: http://vddb.library.lt/obj/LT-eLABa-0001:J.04~2013~ISSN_2335-8750.N_66.PG_19-36, [žiūrėta 2017 01 18]
13. Cibulskienė, D. ir Padgurekienė, A. (2011). Prekybinės įmonės kapitalo struktūros, pagrįstos EVA maksimalizavimu, formavimo sprendimai. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, 2011. 2 (22). 80-92.
14. Chmieliauskaitė, M. (2006). *Ekonominės pridėtinės vertės modelis ir jo nauda SVV*. Mokslinė – praktinė konferencija „Smulkaus ir vidutinio verslo plėtros perspektyvos integracijos į Europos Sąjungą kontekste“. Kaunas: Kolpingo kolegija. Prieiga per internetą: http://www.elibrary.lt/resursai/Mokslai/Kolegijos/Kolpingo_kolegija/konferencija2006/04.pdf [žiūrėta 2017 01 20]
15. Pat, C. O. (1998). *Verslo finansų pagrindai*. Kaunas: Technologija.
16. Condra, L. W. (1995). *Value-added Management with design of experiments*. England: Clays Ltd., Stves plc. Prieiga per internetą: <https://books.google.lt/books?id=2Sn4CAAQBAJ&pg=PA66&lpg=PA66&dq=16.%09Condra+Lloyd.+N.+Valueadded+Management+with+design+of+experiments&source=bl&ots=sFofstCnlH&sig=minsoAKaBtGSOxOJRMCP5AIK5Y&hl=lt&sa=X&ved=0ahUKEwjO4Gdir3TAhUBhiwKHWYhArcQ6AEIJDA#v=onepage&q=16.%09Condra%20Lloyd.%20N.%20Valueadded%20Management%20with%20design%20of%20experiments&f=false>, [žiūrėta 2017 02 25]
17. Deveikis, S. (2011). *Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai*. Prieiga per internetą: <http://aivaweb.com/images/3496/baigtasleidinys2011.pdf>, [žiūrėta 2017-01-20]
18. Čepinskis, J. ir Žirgūtis, V. (2002). Šiuolaikinės aplinkonaudos vadybos vystymo kryptys. *Aplinkos tyrimai, inžinerija ir vadyba*. 2002, 2(20).
19. Černius, G. (2013). Įmonės finansų valdymo tikslas – tvarumo reikalavimas. *Business systems and Economics*, Vol. 3 (1), 2013. Prieiga per internetą: https://www.mruni.eu/upload/iblock/c0f/008_cernius.pdf, [žiūrėta 2017 02 10]
20. Čiegis, R. (2012). *Makroekonomika*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
21. *Ekonomikos terminų žodynas*. (2015). Prieiga per internetą: <http://ekonomika.tv3.lt/ekonomikos-terminu-zodynas>, [žiūrėta 2017 01 19]
22. Fernandez, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. Prieiga per internetą: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf>, [žiūrėta 2017 01 17]

23. Galinienė, B. (2015). *Turto ir verslo vertinimo sistemos transformacijos: monografija*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
24. Galilienė, B. (2005). *Turto ir verslo vertinimo sistema: Formavimas ir plėtros koncepcija*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
25. Garškaitė – Milvydienė, K. (2011). *Įmonių bankroto grėsmės diagnostika* (daktaro disertacija). VGTU leidykla: Technika.
26. Gimžauskienė, E. (2007). *Organizacijos veiklos vertinimo sistemos* (mokslo monografija). Kaunas: Technologija.
27. Gronskas, V. (2006). *Ekonominė analizė*. Technologija.
28. Grubbe, F. H. (2008). *The Appraisal of Real Estate. Thirteenth Edition. Appraisal institute*. Chicago: Wycena.
29. Gudonytė, V. (2012). Išsivysčiusių ir besivystančių kapitalo rinkų sąveika: Baltijos šalių ūkio sektorių indeksai pasauliniame kontekste. *Verslas: Teorija ir praktika*. Vilnius: Technika.
30. Hitchner, J. (2011). *Financial Valuation: applications and models*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
31. Jurevičienė, K. ir Pilelienė, L. (2010). Alkoholinius gėrimus gaminančių įmonių vertės kūrimas: marketingo sprendimų įtaka // *Vadyba: Journal of Management*, 2010, Nr. 1(17).
32. Kancerevyčius, G. (2009). *Finansai ir investicijos. Bibliografija*. Kaunas: Smaltija.
33. Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and the Managing the Value of Companies*. Prieiga per internetą: <http://equity-research.com/wp-content/uploads/2010/04/Wiley-Valuation-Measuring-and-Managing-the-Value-of-Companies-Fourth-Edition-University-Edition-2005.pdf> [žiūrėta 2017-02-19]
34. Komleva, L.V. (2013). *Airline valuation using discounted cash flow method*. Prieiga per internetą: <http://earchive.tpu.ru/bitstream/11683/21737/1/jess-4-36.pdf>, [žiūrėta 2017 01 17]
35. Kovaliov, V. V. (1995). *Finansų analizė. Kapitalo valdymas. Investicijų pasirinkimas. Atskaitomybės analizė*. Maskva.
36. Kinderis, R. ir Jucevičius, G. (2013a). Verslo modelio inovacijos: tipologijos ir dimensijos vadybos teorijoje. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, 29, 84-95.
37. Kunigėlytė, L., Laškovas, J. ir Markelevičius, J. (1986). *Bendroji statistikos teorija*. Vilnius: Mintis.
38. *Lietuvos Aukščiausiojo teismo civilinių bylų skyriaus 2012 m. vasario 15 d. nutartis byloje 35-3-566/2012*. Prieiga per internetą: <http://eteismai.lt/byla/83534157123757/3K-3-566/2012>, [žiūrėta 2017 01 20]
39. Lietuvos ekonominės plėtros agentūra. (2011). *Investicijų projektų, kuriems siekiama gauti finansavimą iš ES struktūrinių fondų ir valstybės biudžeto lėšų, rengimo metodika*. Prieiga per

internetą: <http://esinvesticijos.lt/lt/dokumentai/investiciju-projektu-kuriems-siekiamas-gauti-finansavima-is-europos-sajungos-strukturines-paramos-ir-ar-valstybes-biudzeto-lesu-rengimo-metodika>, [žiūrėta 2017-01-25]

40. Lietuvos Vyriausiojo administracinio teismo administracinių bylų skyriaus 2016 m. lapkričio 7 d. nutartis byloje A-3168-575/2016. Prieiga per internetą: <http://eteismai.lt/byla/135800148066189/A-3168-575/2016> [žiūrėta 2017 01 20]

41. Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas Nr. XI-1497. (2011). Prieiga per internetą: <https://www.e-tar.lt/acc/legalAct.html?documentId=TAR.D2209F75A97F&lang=lt> [žiūrėta 2017 01 19]

42. Lietuvių kalbos žodynas. (2015). Prieiga per internetą: http://www.lkzd.lki.lt/Zodynas/Naujas_n/Visas.asp [žiūrėta 2017 01 18]

43. Makutėnaitė, J., Gliubickas, D. ir Makutėnaitė, D. (2014). *Ekonominės pridėtinės vertės metodo tinkamumas įmonės vertei nustatyti*. Prieiga per internetą: <https://doi.org/10.15544/ssaf.2014.15> [žiūrėta 2017 01 20]

44. Mackevičius, J., Poškaitė, D. ir Villis, L. (2011). *Finansinė analizė*. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.

45. Mackevičius, J., Giriūnas, L. ir Valkauskas, R. (2014). *Finansinė analizė*. Vilniaus universiteto leidykla.

46. Mackevičius, J. ir Rakštelienė, A. (2005). Altman modelių taikymas lietuvių įmonių bankrotui prognozuoti. *Ekonomikos teorija ir praktika. Pinigų studijos*, 2005/1. Prieiga per internetą: http://elibrary.lt/resursai/DB/LB/LB_p pinigų studijos/Pinigų studijos 2005_01_02.pdf [žiūrėta 2017 01 20].

47. Mackevičius, J. ir Silvanavičiūtė, S. (2006). Įmonių bankroto prognozavimo modelių tinkamumo nustatymas. *Verslas: teorija ir praktika*, vol. VII No. 4, 193-202. Prieiga per internetą: <http://gs.elaba.lt/object/elaba:6172715/6172715.pdf> [žiūrėta 2017 01 20]

48. Makelainen, E. and Roztockis, N. (1998). *Economic Value Added (EVA) for small business*. Prieiga per internetą: <http://www.evanomics.com/presenta/evaspres.pdf> [žiūrėta 2017 01 20].

49. Marčiauskienė, A. (2016). Ar Lietuvos Respublikos bankroto įstatyme nustatyti kriterijai įmonės nemokumo įvertinimui užtikrina, kad nebūtų pradėta bankroto procedūra įmonėms, turinčioms laikinų finansinių sunkumų. *Teisės apžvalga*, No. 1 (13). Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.7220/2029-4239.13.3> [žiūrėta 2017 02 20]

50. Miliauskienė, E. ir Paliulytė, I. (2013). Bankroto prognozavimo metodų pritaikomumas pasirinktų gamybinių įmonių pavyzdžiu. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, 2013. 1. (29). 72-82. Prieiga per internetą: <http://etalpykla.lituanistikadb.lt/fedora/objects/LT-LDB-0001:J.04~2013~1372367026269/datastreams/DS.002.0.01.ARTIC/content> [žiūrėta 2017 01 20].

51. Budrikenė, R. ir Paliulytė, I. (2012). Bankroto prognozavimo modelių pritaikomumas skirtingo mokumo ir pelningumo įmonėms. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, 2012. 2 (26). 90-103. Prieiga per internetą: http://www.su.lt/bylos/mokslo_leidiniai/ekonomika/2012_2_26/budrikiene_paliulyte.pdf [žiūrėta 2017 01 20].

52. Mickevičius, T. (2010). Akcijos kainos nustatymo metodai. *Akademinio jaunimo siekiai: ekonomikos, vadybos ir technologijų išvalgos*. Šiauliai: Vakarų Lietuvos verslo kolegija.

53. Mikelionytė, D. (2014). Lietuvos pieno gamybos vystymąsi po kvotų panaikinimo lemsiantys veiksniai. *Management Theory and Studies for Rural Business and Infrastructure Development*, vol. 36. No. 4:890-901. Prieiga per internetą: <http://mts.asu.lt/mtsrbid/article/viewFile/893/910> [žiūrėta 2017 03 10].

54. Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius. (2010) Įmonių finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika – diskontavimas. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu_skaiciavimo_metodika-final.pdf, [žiūrėta 2017 01 18].

55. Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius. (2006). Listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas. Prieiga per internetą: [http://www.nasdaqbaltic.com/files/vilnius/teisesaktai/Bendroviu%20valdymo%20kodeksas%20\(galioja%20nuo%202010-01-01\).pdf](http://www.nasdaqbaltic.com/files/vilnius/teisesaktai/Bendroviu%20valdymo%20kodeksas%20(galioja%20nuo%202010-01-01).pdf), [žiūrėta 2017 01 20]

56. Nissim, D. (2011). *Relative Valuation of U.S. Insurance Companies*. Prieiga per internetą: <http://www.columbia.edu/~dn75/Relative%20Valuation%20of%20U.S.%20Insurance%20Companies.pdf> [žiūrėta 2017 01 18]

57. Panigrahi, S., Zainuddin, Y., Azlinan, N. and Azizan. (2014). Comparing Traditional and Economic Performance Measures for Creating Shareholder's Value: a Perspective from Malaysia. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, vol. 4, No.4. 280-289. Prieiga per internetą: http://hrmars.com/hrmars_papers/Article_26_Comparing_Traditional_and_Economic_Performance.pdf [žiūrėta 2017 03 20]

58. Ramanauskaitė, A. ir Rūtytė, L. (2016). Įmonių intelektualinio kapitalo ir veiklos rodiklių ryšio analizė. *Apskaitos ir finansų mokslas ir studijos*, vol. 10, no 1: 138-50.

59. Rupulytė, V. (2013). Paprastosios akcijos tikroji vertė ir jos nustatymo metodai. *Verslas XXI amžiuje*. Vilnius: Technika.

60. Sharma, A. K. (2008). Economic value added (EVA) - Literature review and relevant issues. *International Journal of Economics and Finance*. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v2n2p200>, [žiūrėta 2017 01 17]

61. Šlefendorfas, G. (2016). Bankruptcy prediction model for private limited companies of Lithuania. *Ekonomika* 2016, Vol. 95(1). Prieiga per internetą: <http://www.zurnalai.vu.lt/ekonomika/article/viewFile/9910/7750>, [žiūrėta 2017-01-20]
62. Tamošiūnienė, R. ir Paškevičienė, J. (2016). Finansinių rodiklių ryšys su listinguojamos įmonės akcijų kaina nustatant vertę. *Verslas XXI amžiuje*, 2016 8(2): 182-191.
63. Tarptautiniai vertinimo standartai. (2012). Diskontuoti pinigų srautai. Diskontuotų pinigų skaičiavimo būdas. Prieiga per internetą: http://www.atvi.lt/uploads/files/dir33/dir1/6_0.php, [žiūrėta 2017 01 20]
64. TRANSREGIO. (2006). Verslo pardavimas ir įsigijimas. *Metodinis vadovas*. Prieiga per internetą: <https://www.yumpu.com/lt/document/view/37443260/verslo-pardavimas-ir-isisigijimas-taxlt/6> [žiūrėta 2016-01-20]
65. Lietuvos Respublikos Finansų ministro įsakymas. (2012). *Turto ir verslo vertinimo metodika Nr. 1K-159*. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAD/TAIS.423436> [žiūrėta 2017 01 19]
66. Valakevičius, E. (2002). *Investicijų mokslas*. Kaunas: Technologija.
67. Vitunskienė, V. (2013). *Žemės ūkio ekonomika*. Akademija: Aleksandro Stulginskio universitetas.
68. Žaptorius, J. ir Garbanovas, G. (2007). Verslo vertės kintamųjų rizikingumas ir tarpusavio įtaka. *Verslas: teorija ir praktika.*, Vol. 8, no. 3, 2007. Vilnius: Technika.

Apyvalaitė J. / *Įmonės vertės nustatymo metodų taikymas* / Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovė prof. Dr. L. A. Vasiliauskaitė. - Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos verslo fakultetas, 2017.

ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe nagrinėjama vertės teorija, pateikiama įmonės vertės samprata, atsižvelgiant į akcininkų nuosavybės vertės didinimo svarbą, aptariami įmonės vertės nustatymo metodai bei veiklos tęstinumo vertinimo modeliai. Antrajame darbo skyriuje aprašoma tyrimo metodologija, pateikiama pelningumo rodiklių, Du Pont metodo apžvalga, sukuriamas koncepcinis įmonės vertės nustatymo modelis ir iškeliamos pagrindinės tyrimo hipotezės. Trečiajame skyriuje, siekiant pritaikyti sukurtą koncepcinį modelį, apžvelgiama nagrinėjamų įmonių veikla, atliekami finansinių rodiklių skaičiavimai, reikalingi įmonių vertės bei jos kūrimo galimybių nustatymui. Remiantis koreliacine regresine analize nustatomas pasirinktų finansinių rodiklių ryšys su akcijos rinkos kaina. Atlikus tyrimą nustatyta, kad įmonės vertės nustatymo metodų pasirinkimas lemia skirtingas įmonių vertes, todėl jas reikia vertinti visapusiškai kaip komponentes subalansuotam įmonės vertės nustatymui. Porinė koreliacinė regresinė analizė parodė, kad mokslininkų teiginiai apie mokslinėje literatūroje pateiktus įrodymus dėl akcijų kainos priklausomybės nuo įmonės sukurtos vertės, nagrinėjamu atveju nepasitvirtino.

Pagrindiniai žodžiai: vertė, akcinė bendrovė, verslo vertinimas, akcijų kaina, pelningumo, Du Pont, veiklos tęstinumo, pridėtinės ekonominės vertės, diskontuotų pinigų srautų, lyginamasis, metodas, koreliacija, regresija.

Apyvalaitė J. / *Application of methods for companies value determination* / Financial Management Master's thesis. Supervisor prof. Dr. L. A. Vasiliauskaitė. – Vilnius: Mykolas Romeris University, Faculty of Economics and Business, 2017.

ANNOTATION

Master's thesis examines the theory of the value, the concept of the company's value taking into account the importance of growing shareholders' equity, discusses methods of business assessment and business continuity evaluation models. The second chapter describes the research methodology, profitability indicators, survey of Du Pont method, creates a concept of business evaluation model and the key research hypotheses. In the third section, in order to adapt the developed conceptual model, an overview of the relevant business activities and calculation of financial indicators, required for business assessment and its growing possibilities, conducted. Correlation regression analysis is the basis for defining the relationship between selected financial indicators and share price. The investigation showed that final value of the business will vary depending on chosen method of business assessment, so they need to be fully analyzed as critical component of the sustainable evaluation of the companies. Twinning correlation and regression analysis showed that scientists' statements about evidences published in scientific literature about dependency of share price from earned company value, are not true in current case.

Key words: value, joint-stock company, business evaluation, share price, profitability, Du Pont, business continuity, added economic value, discounted cash flow method, comparative method, correlation, regression.

Apyvalaitė J. / *Įmonės vertės nustatymo metodų taikymas* / Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovė prof. Dr. L. A. Vasiliauskaitė. - Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos verslo fakultetas, 2017.

SANTRAUKA

Strateginio augimo laikotarpiu, kuris prasidėjo praėjusio amžiaus paskutiniu dešimtmečiu, tapo ypač aktuali įmonės vertės didinimo koncepcija. Įmonių ir jų akcijų vertei nustatyti sukurta gana daug vertinimo metodų – pritaikyti tinkamą yra sudėtingas uždavinys, nes jie skiriasi ne tik teoriniu pagrindu, bet ir naudojamomis prielaidomis, kas sąlygoja skirtingus rezultatus. Nuolatiniai pasikeitimai finansų rinkose reikalauja naujo mąstymo ir naujų rodiklių, reikalingų tikslesnei įmonės analizei.

Darbo tikslas: Šio magistro darbo tikslas išanalizuoti pasirinktų įmonių AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris, veikiančių pieno šakos sektoriuje veiklą ir nustatyti šių įmonių vertę bei vertės kūrimo galimybes. Norint pasiekti šį tikslą autorė išskėlė šiuos darbo uždavinius:

Darbo uždaviniai:

1. Naudojantis moksline literatūra apžvelgti įmonės vertės sampratą, išskiriant pagrindinius įmonės vertės nustatymo metodus, bei jų klasifikavimą;
2. Remiantis teorinėje ir metodologinėje dalyje aptartais metodais, sudaryti įmonės vertės nustatymo vertinimo modelį.
3. Remiantis sudarytu įmonės vertės nustatymo modeliu, atlikti pritaikomumo tyrimą, apskaičiuoti įmonės vertę bei įvertinti jos kūrimo galimybes.

Tyrimo problema: verslo vertinimo metodų pasirinkimas, įvertinant jų privalumus ir trūkumus.

Tyrimo objektas: AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris įmonės vertė ir jos kūrimo įtaka įmonės vertei.

Hipotezė Nr. 1: akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainą reikšmingai įtakoja ekonominės pridėtinės vertės kūrimas įmonės akcininkams.

Hipotezė Nr. 2: akcijų biržoje listinguojamų akcinių bendrovių akcijų rinkos kainą reikšmingai įtakoja vidutinė svertinė kapitalo kaina.

Darbo struktūra. Pirmojoje darbo dalyje pateikiami teoriniai įmonės vertinimo aspektai: analizuojama mokslinė literatūra, išskiriama vertės koncepcija, apžvelgiami įmonės vertės nustatymo metodai, atskleidžiama jų samprata ir ypatumai. Antroje darbo dalyje aprašoma tyrimo metodika ir metodologija, sukuriamas koncepcinis įmonės vertės nustatymo modelis. Trečioji darbo dalis skirta

nagrinėjamų įmonių veiklos apžvalgai, finansinių rodiklių skaičiavimui, atliekami įmonių vertės bei jos kūrimo galimybių teoriniai skaičiavimai.

Darbo metodai: užsienio bei Lietuvos autorių mokslinės literatūros sisteminė ir lyginamoji analizė, loginis sukaupų žinių pateikimas. Įmonės vertė nustatoma remiantis diskontuotų pinigų srautų vertinimo, ekonominės pridėtinės vertės, lyginimo metodais. Duomenų analizė atliekama remiantis pelningumo rodiklių, Du Pont metodo analize. Veiklos tęstinumo galimybės nustatomos remiantis bankroto prognozavimo modelių analize, porine koreliacine regresine analize atliekama nustatant pasirinktų finansinių rodiklių ryšį su akcijos kaina.

Atlikus tyrimą, nustatyta, kad įmonės vertės nustatymo metodų pasirinkimas lemia skirtingas įmonių vertes, todėl jas reikia vertinti visapusiškai kaip komponentes subalansuotam įmonės vertės nustatymui. Porinė koreliacinė regresinė analizė parodė, kad mokslininkų teiginiai apie mokslinėje literatūroje pateiktus įrodymus dėl akcijų kainos priklausomybės nuo įmonės sukurtos vertės, nagrinėjamu atveju nepasitvirtino.

Apyvalaitė J. / *Application of methods for companies value determination* / Financial Management Master's thesis. Supervisor prof. Dr. L. A. Vasiliauskaitė. – Vilnius: Mykolas Romeris University, Faculty of Economics and Business, 2017.

SUMMARY

During strategic growth period that began in the last decade of the last century, the company's value enhancement concept has become particularly crucial. There are a lot of different methods that assess the value of the company and its share, however it is not an easy task to apply correct one, as these methods differ in theoretical justification, assumptions, which in the end of the day leads to different results. Constant changes in the financial markets require new thinking and new indicators needed for more accurate analysis of the company.

Thesis purpose: the master's work is to analyze the selected companies Vilkyškiu pienine and AB Rokiškio sūris operating in dairy industries and to determine the value of companies and value creation opportunities. To achieve this goal the author raised the following objectives

Thesis tasks:

1. Using the scientific literature to overview the concept of the company's value highlighting the main business evaluation methods and their classification;
2. Based on the methods discussed in theoretical and methodological parts to create the model of company value's assessment;
3. Based on the concluded model of company value's assessment to perform applicability analysis and to calculate company's value and its growing opportunity.

The Problem: selection of business evaluation methods taking into account their advantages and shortcomings.

The object: the value of the companies AB Vilkyškių pieninė ir AB Rokiškio sūris and influence of the value's creation.

The research methods: **Hypothesis No. 1:** stock market price of the Listed Companies in the Stock Exchange significantly affects the economic added value creation for shareholders. **Hypothesis No. 2:** stock market price of the Listed Companies in the Stock Exchange significantly affects the weighted average cost of capital.

The structure. the first part provides the theoretical aspects of the company's assessment: analysis of scientific literature, value concept, overview of business evaluation methods including

their concept and features. The second part describes the research methods and methodology, creates a concept of business valuation model. The purpose of the third part is to review the activity of mentioned companies, to calculate operating and financial indicators, to carry out its corporate value and feasibility of theoretical calculations.

Research methods: systematic and comparative analysis of Lithuanian and foreign scientific literature, logical presentation of accumulated knowledge. Companies' value is determined based on a discounted cash flow evaluation, economic value added, comparative methods. Data analysis is performed on the basis of the profitability indicators, Du Pont analysis method. Business continuity options determined on the basis of bankruptcy prediction models, paired correlation and regression analysis is performed for the currently selected financial indicators in connection with the share price.

The analysis showed final value of the business will vary depending on chosen method of business assessment, so they need to be fully analyzed as critical component of the sustainable evaluation of the companies. Twinning correlation and regression analysis showed that scientists' statements about evidences published in scientific literature about dependency of share price from earned company value, are not true in current case.

PRIEDAI

PELNINGUMO RODIKLIŲ ORIENTACININIS VERTINIMO LYGIS PRIEDAS 1

Rodiklio pavadinimas	Vertinimo lygis				
	Labai geras	Geras	Patenkinamas	Nepatenkinamas	Blogas
Bendrojo pelningumo rodiklis	>35	>15	<15	<7	<0
Grynojo pelningumo rodiklis	>25	>10	<10	<5	<0
Veiklos pelningumo rodiklis	>25	>15	>10	<5	<0
Nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis	>30	>20	>10	<10	<0
Turto pelningumo rodiklis	>20	>15	>8	<8	<0

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ BALANSAS 2009 -2015 M. PRIEDAS 2

Balansas	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ilgalaikis materialusis turtas	19187	19021	20952	27203	28236	31210	35263
Prestižas	7091	7030	-	-	-		
Nematerialusis turtas			6954	6916	6928	6951	7047
Ilgalaikės gautinos sumos	412	431	452	404	486	406	405
Iš viso ilgalaikio turto	26689	26481	28358	34523	35650	38567	42715
Atsargos	5361	4909	6736	6942	8740	10321	12047
Gautinos sumos	4177	3761	5614	4844	7389	6756	6002
Suteiktos paskolos			464	407	656		
Išankstiniai apmokėjimai	115	519	0	0	0	478	448
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai	114	104	98	255	70	115	154
Iš viso trumpalaikio turto	9768	9293	12912	12448	16855	17670	18651
Iš viso turto	36457	35774	41269	46971	52506	56237	61366
Akcinis kapitalas	3459	3459	3459	3459	3459	3459	3463
Akcijų priedai	3301	3301	3301	3301	3301	3301	3301
Rezervas nuosavoms akcijoms įsigyti	2498	2390	3619	3298	3422	5126	5157
Nepaskirstytasis rezultatas	2041	5233	5849	7279	10352	11944	12366
Mažumos dalis	25	45	30	41	53	47	46
Iš viso akcininkų nuosavybės priskirta akcininkams	11324	14427	16257	17377	20586	23877	24333
Subsidijos	2376	2456	2271	3639	3245	3119	3134
Išvestinės finansinės priemonės			303	494	350	375	239
Paskolos ir skolinimosi lėšos	6454	6452	6985	10355	8307	7216	13092
Atidėtasis mokestis	666	793	763	539	886	1022	388
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	9496	9701	10321	15028	12788	11732	16853
Išvestinės finansinės priemonės			102	126	104	109	125
Paskolos ir skolinimosi lėšos	9550	5335	6124	5199	7480	8965	9123
Mokėtinas pelno mokestis		0,29				11	8
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	6088	6310	8466	9240	11548	11543	10924
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	15637	11646	14691	14565	19132	20628	20180
Iš viso įsipareigojimų	25133	21347	25012	29593	31919	32360	37033
Iš viso akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų	36457	35774	41269	46971	52506	56237	61366

AB ROKIŠKIO SŪRIS BALANSAS 2009 -2015 M. PRIEDAS 3

Balansas	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ilgalaikis materialusis turtas	23050	18110	36969	31299	29109	26467	35058
Nematerialusis turtas	116	163	123	62	34	21	10
Investicijos į dukterines įmones	8197	7961	8208	8208	8208	8005	5054
Atidėtojo mokesčio turtas	108	376	317	312	756	1490	1657
Pardavimui skirtas turtas	0	1994	1938	0	0	0	0
Suteiktos paskolos	5099	3350	3094	9824	11519	1880	2376
Kitos gautinos sumos	0	935	3094	512	558	0	0
Iš viso ilgalaikio turto	36570	32889	50648	50218	50185	37863	44155
Atsargos	7089	16091	25296	25142	34497	41823	52342
Suteiktos paskolos	5105	8839	14607	9988	9037	12327	6585
Prekybos ir kitos gautinos sumos	16180	26125	26201	27348	40274	31845	29427
Iš anksto sumokėtas pelno mokestis	257	187	390	317	0	779	1576
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai	29193	5185	2402	864	5176	1065	401
Iš viso trumpalaikio turto	57824	56427	68896	63660	88984	87839	90331
Iš viso turto	94394	89316	119544	113878	139169	125702	134486
Akcinis kapitalas	11134	11134	10388	10388	10388	10388	10402
Akcijų priedai	12011	12011	12011	12011	12011	12011	12011
Rezervas nuosavoms akcijoms įsigyti	4109	8453	11668	11668	11668	11668	11668
Nuosavos akcijos	0	-3324	-1120	-1120	-1120	-1120	-3426
Kiti rezervai	2049	2153	20117	17238	13389	9527	18615
Nepaskirstytasis rezultatas	20874	22517	21445	27455	48894	45614	52078
Mažumos dalis	149	130	0	0	0		
Iš viso akcininkų nuosavybės priskirta akcininkams	50178	52945	74509	77640	95230	88088	101348
Finansinės skolos	0	0	0	366	1175	0	0
Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimas	0	0	3170	2662	1983	1301	2905
Ateinančio laikotarpio pajamos	1518	878	588	447	564	374	234
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	1518	878	3758	3475	3722	1675	3139
Pelno mokesčio įsipareigojimas	94	1446	1620	0	476	0	0
Finansinės skolos	28806	17080	20768	15956	22628	15880	14978
Ateinančio laikotarpio pajamos	738	666	762	509	230	191	140
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	12823	16063	17889	16297	16883	19868	14881
Atidėjiniai	239	239	239	0	0	0	0
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	42699	35493	41277	32762	40217	35939	29999
Iš viso įsipareigojimų	44216	36371	45035	36238	43939	37614	33138
Iš viso akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų	94394	89316	119544	113878	139169	125702	134486

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ PELNO NUOSTOLIO SUVESTINĖ 2009 -2015 M. PRIEDAS 4

Pelno nuostolio ataskaita	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pajamos	46142	70746	84028	85658	105547	109660	84445
Pardavimų savikaina	-	-62303	-75578	-76953	-93777	-98380	-75595
Bendrasis pelnas	7249	8443	8451	8704	11770	11280	8850
Kitos veiklos pajamos	1280	1017	239	317	417	747	424
Paskirstymo sąnaudos	-2041	-2171	-2833	-3707	-5013	-4898	-5443
Administracinės sąnaudos	-1891	-2196	-2197	-2547	-2376	-3083	-2529
Kitos veiklos sąnaudos	-1339	-1114	-78	-99	-74	-280	-165
Veiklos pelnas prieš finansinės veiklos sąnaudas	3259	3978	3581	2669	4723	3766	1137
Finansinės veiklos pajamos	19	149	39	32	29	20	37
Finansinės veiklos sąnaudos	-969	-551	-549	-702	-638	-615	-629
Grynoji finansinės veikla	-950	-403	-510	-670	-609	-595	-592
Pelnas prieš apmokestinimą	2309	3576	3071	1999	4115	3171	545
Pelno mokesčio sąnaudos	-362	-146	11	224	-347	36	623
Grynasis pelnas po mokesčių	1947	3430	3082	2223	3768	3207	1168
Pelnas 1 akcijai (eurais)	0,16	0,29	0,26	0,18	0,31	0,27	0,10

AB ROKIŠKIO SŪRIS PELNO NUOSTOLIO SUVESTINĖ 2009 -2015 M. PRIEDAS 5

Pelno nuostolio ataskaita	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pajamos	143561	154528	199646	209668	230436	223554	172575
Pardavimų savikaina	-	-136867	-177452	-193371	-206043	-217669	-159128
Bendrasis pelnas	14619	17662	22193	16297	24393	5885	13447
Pardavimo ir rinkodaros sąnaudos	-5136	-5280	-7350	-8399	-7815	-9534	-11191
Bendrosios ir administracinės sąnaudos	-5959	-5026	-8305	-3618	-7235	-4796	-5746
Kitos veiklos sąnaudos	-1735	-2016	-5215	-2716	-5849	-2755	-2282
Kitos veiklos pajamos	2657	3347	6359	3599	16101	4820	9228
Kiti veiklos nuostoliai/pajamos	-2	-6	38	24	-105	-487	-48
Veiklos pelnas prieš finansinės veiklos sąnaudas	4444	8680	7720	5187	19490	-6867	3408
Finansinės veiklos sąnaudos	-655	-295	-437	-308	-209	-297	-124
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos/pajamos	-655	-295	-437	-308	-209	-297	-124
Pelnas prieš apmokestinimą	3789	8386	7283	4880	19281	-7164	3284
Pelno mokesčio sąnaudos	-1371	-1180	-1525	-732	-676	-1037	595
Grynasis pelnas po mokesčių	2418	7205	5759	4147	18605	-6127	3879
Pelnas 1 akcijai (eurais)	0,06	0,19	0,16	0,12	0,53	-0,18	0,11

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ PELNINGUMO RODIKLIŲ DINAMIKA 2009 -2015 M. PRIEDAS 6

Rodiklis (proc.)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrojo pelningumo	15,71	11,93	10,06	10,16	11,15	10,29	10,48
Grynojo pelningumo	4,22	4,85	3,67	2,60	3,57	2,92	1,38
Veiklos pelningumo	7,06	5,62	4,26	3,12	4,48	3,43	1,35
Nuosavo kapitalo pelningumo	17,18	23,77	18,96	12,79	18,30	13,43	4,80
Turto pelningumo	5,34	9,59	7,47	4,73	7,18	5,70	1,90

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ DU PONT ANALIZĖS RODIKLIŲ SKAIČIAVIMAS 2009 -2015 M. PRIEDAS 7

Rodiklis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Grynasis pelnas	1 947	3 430	3 082	2 223	3 768	3 207	1 168
Nuosavas kapitalas	11 324	14 427	16 257	17 377	20 586	23 877	24 333
Nuosavo kapitalo pelningumas (proc.)	17,19	23,77	18,96	12,79	18,30	13,43	4,80
Grynasis pelnas	1 947	3 430	3 082	2 223	3 768	3 207	1 168
Pardavimų pajamos	46 142	70 746	84 028	85 658	105 547	109 660	84 445
Grynasis pelningumas (proc.)	4,22	4,85	3,67	2,60	3,57	2,92	1,38
Pardavimų pajamos	46 142	70 746	84 028	85 658	105 547	109 660	84 445
Turtas	36 457	35 774	41 269	46 971	52 506	56 237	61 366
Turto apyvartumo koeficientas	1,27	1,98	2,04	1,82	2,01	1,95	1,38
Turtas	36 457	35 774	41 269	46 971	52 506	56 237	61 366
Nuosavas kapitalas	11 324	14 427	16 257	17 377	20 586	23 877	24 333
Nuosavybės koeficientas	3,22	2,48	2,54	2,70	2,55	2,36	2,52

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ DU PONT ANALIZĖS RODIKLIŲ POKYČIAI 2009 -2015 M. PRIEDAS 8

	Nuosavo kapitalo pelningumas (proc.)	=	Grynasis pelningumas (proc.)	x	Turto apyvartumo koeficientas	x	Nuosavybės koeficientas
2009	17,19		4,22		1,27		3,22
2010	23,77		4,85		1,98		2,48
<i>Pokytis (proc.)</i>	6,58		0,63		0,71		-0,74
2010	23,77		4,85		1,98		2,48
2011	18,96		3,67		2,04		2,54
<i>Pokytis (proc.)</i>	-4,81		-1,18		0,06		0,06
2011	18,96		3,67		2,04		2,54
2012	12,79		2,60		1,82		2,70
<i>Pokytis (proc.)</i>	-6,17		-1,07		-0,22		0,16
2012	12,79		2,60		1,82		2,7
2013	18,3		3,57		2,01		2,55
<i>Pokytis (proc.)</i>	5,51		0,97		0,19		-0,15
2013	18,3		3,57		2,01		2,55
2014	13,43		2,92		1,95		2,36
<i>Pokytis (proc.)</i>	-4,87		-0,65		-0,06		-0,19
2014	13,43		2,92		1,95		2,36
2015	4,8		1,38		1,38		2,52
<i>Pokytis (proc.)</i>	-8,63		-1,54		-0,57		0,16
2009	17,19		4,22		1,27		3,22
2015	4,8		1,38		1,38		2,52
<i>Pokytis (proc.)</i>	-12,39		-2,84		0,11		-0,7

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ GRŪNOJO PELNINGUMO ANALIZĖ 2009 -2015 M. PRIEDAS 9

	Grynasis pelningumas (proc.)	=	Grynasis pelnas	/	Pardavimų pajamos
2009	4,22		1 947		46 142
2010	4,85		3 430		70 746
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>0,63</i>		<i>76,17</i>		<i>53,32</i>
2010	4,85		3 430		70 746
2011	3,67		3 082		84 028
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-1,18</i>		<i>-10,15</i>		<i>18,77</i>
2011	3,67		3 082		84 028
2012	2,6		2 223		85 658
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-1,07</i>		<i>-27,87</i>		<i>1,94</i>
2012	2,6		2 223		85 658
2013	3,57		3 768		105 547
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>0,97</i>		<i>69,50</i>		<i>23,22</i>
2013	3,57		3 768		105 547
2014	2,92		3 207		109 660
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-0,65</i>		<i>-14,89</i>		<i>3,90</i>
2014	2,92		3 207		109 660
2015	1,38		1 168		84 445
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-1,54</i>		<i>-63,58</i>		<i>-22,99</i>
2009	4,22		1 947		46 142
2015	1,38		1 168		84 445
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-2,84</i>		<i>-40,01</i>		<i>83,01</i>

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ GRŪNOJO PELNO POKYČIŲ ANALIZĖ 2009 -2015 M. PRIEDAS 10

	Grynasis pelnas	=	Pajamos	-	Išlaidos	-	Pelno mokestis
2009	1 947		47 441		45 132		-362
2010	3 430		71 912		68 336		-146
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>76,17</i>		<i>51,58</i>		<i>51,41</i>		<i>59,67</i>
2010	3 430		71 912		68 336		-146
2011	3 082		84 306		81 213		11
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-10,15</i>		<i>17,23</i>		<i>18,84</i>		<i>107,53</i>
2011	3 082		84 306		81 213		11
2012	2 223		86 007		83 560		224
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-27,87</i>		<i>2,02</i>		<i>2,89</i>		<i>1936,36</i>
2012	2 223		86 007		83 560		224
2013	3 768		105 993		101 878		-347
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>69,50</i>		<i>23,24</i>		<i>21,92</i>		<i>-254,91</i>
2013	3 768		105 993		102 572		-347
2014	3 207		110 427		107 184		36
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-14,89</i>		<i>4,18</i>		<i>4,50</i>		<i>110,37</i>
2014	3 207		110 427		107 184		36
2015	1 168		84 906		83 115		623
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-63,58</i>		<i>-23,11</i>		<i>-22,46</i>		<i>1630,56</i>
2009	1 947		47 441		45 856		-362
2015	1 168		84 906		83 115		623
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-40,01</i>		<i>78,97</i>		<i>81,25</i>		<i>272,10</i>

AB ROKIŠKIO SŪRIS PELNINGUMO RODIKLIŲ DINAMIKA 2009 -2015 M. PRIEDAS 11

Rodiklis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrojo pelningumo	10,18	11,43	11,12	7,77	10,59	2,63	7,79
Grynojo pelningumo	1,68	4,66	2,88	1,98	8,07	-2,74	2,25
Veiklos pelningumo	3,10	5,62	3,87	2,47	8,46	-3,07	1,97
Nuosavo kapitalo pelningumo	4,82	13,61	7,73	5,34	19,54	-6,96	3,83
Turto pelningumo	2,56	8,07	4,82	3,64	13,37	-4,87	2,88

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ DU PONT ANALIZĖS RODIKLIŲ SKAIČIAVIMAS 2009 -2015 M. PRIEDAS 12

Rodiklis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Grynasis pelnas	2.418	7.205	5.759	4.147	18.605	-6.127	3.879
Nuosavas kapitalas	50.178	52.945	74.509	77.640	95.230	88.088	101.348
Nuosavo kapitalo pelningumas (proc.)	4,82	13,61	7,73	5,34	19,54	-6,96	3,83
Grynasis pelnas	2.418	7.205	5.759	4.147	18.605	-6.127	3.879
Pardavimų pajamos	143.561	154.528	199.646	209.668	230.436	223.554	172.575
Grynasis pelningumas (proc.)	1,68	4,66	2,88	1,98	8,07	-2,74	2,25
Pardavimų pajamos	143.561	154.528	199.646	209.668	230.436	223.554	172.575
Turtas	94.394	89.316	119.544	113.878	139.169	125.702	134.486
Turto apyvartumo koeficientas	1,52	1,73	1,67	1,84	1,66	1,78	1,28
Turtas	94.394	89.316	119.544	113.878	139.169	125.702	134.486
Nuosavas kapitalas	50.178	52.945	74.509	77.640	95.230	88.088	101.348
Nuosavybės koeficientas	1,88	1,69	1,60	1,47	1,46	1,43	1,33

AB ROKIŠKIO SŪRIS DU PONT ANALIZĖS RODIKLIŲ POKYČIAI 2009 -2015 M. PRIEDAS 13

	Nuosavo kapitalo pelningumas (proc.)	=	Grynasis pelningumas (proc.)	x	Turto apyvartumo koeficientas	x	Nuosavybės koeficientas
2009	4,82		1,68		1,52		1,88
2010	13,61		4,66		1,73		1,69
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>8,79</i>		<i>2,98</i>		<i>0,21</i>		<i>-0,19</i>
2010	13,61		4,66		1,73		1,69
2011	7,73		2,88		1,67		1,60
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-5,88</i>		<i>-1,78</i>		<i>-0,06</i>		<i>-0,09</i>
2011	7,73		2,88		1,67		1,60
2012	5,34		1,98		1,84		1,47
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-2,39</i>		<i>-0,90</i>		<i>0,17</i>		<i>-0,13</i>
2012	5,34		1,98		1,84		1,47
2013	19,54		8,07		1,66		1,46
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>14,20</i>		<i>6,09</i>		<i>-0,18</i>		<i>-0,01</i>
2013	19,54		8,07		1,66		1,46
2014	-6,96		-2,74		1,78		1,43
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-26,50</i>		<i>-10,81</i>		<i>0,12</i>		<i>-0,03</i>
2014	-6,96		-2,74		1,78		1,43
2015	3,83		2,25		1,28		1,33
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>10,79</i>		<i>4,99</i>		<i>-0,50</i>		<i>-0,10</i>
2009	4,82		1,68		1,52		1,88
2015	3,83		2,25		1,28		1,33
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-0,99</i>		<i>0,57</i>		<i>-0,24</i>		<i>-0,55</i>

AB ROKIŠKIO SŪRIS GRŪNOJO PELNINGUMO ANALIZĖ 2009 -2015 M. PRIEDAS 14

	Grynasis pelningumas (proc.)	=	Grynasis pelnas	/	Pardavimų pajamos
2009	4,82		2 418		143 561
2010	13,61		7 205		154 528
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>8,79</i>		<i>197,97</i>		<i>7,64</i>
2010	13,61		7 205		154 528
2011	7,73		5 759		199 646
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-5,88</i>		<i>-20,07</i>		<i>29,20</i>
2011	7,73		5 759		199 646
2012	5,34		4 147		209 668
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-2,39</i>		<i>-27,99</i>		<i>5,02</i>
2012	5,34		4 147		209 668
2013	19,54		18 605		230 436
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>14,2</i>		<i>348,64</i>		<i>9,91</i>
2013	19,54		18 605		230 436
2014	-6,96		-6 127		223 554
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-26,5</i>		<i>-132,93</i>		<i>-2,99</i>
2014	-6,96		-6 127		223 554
2015	3,83		3 879		172 575
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>10,79</i>		<i>163,31</i>		<i>-22,80</i>
2009	4,82		2 418		143 561
2015	3,83		3 879		172 575
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-0,99</i>		<i>60,42</i>		<i>20,21</i>

AB ROKIŠKIO SŪRIS GRŪNOJO PELNO POKYČIŲ ANALIZĖ 2009 -2015 M. PRIEDAS 15

	Grynasis pelnas	=	Pajamos	-	Išlaidos	-	Pelno mokestis
2009	2 418		146 218		142 429		-1 371
2010	7 205		157 875		149 490		-1 180
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>197,97</i>		<i>7,97</i>		<i>4,96</i>		<i>-13,93</i>
2010	7 205		157 875		149 490		-1 180
2011	5 759		206 005		198 721		-1 525
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-20,07</i>		<i>30,49</i>		<i>32,93</i>		<i>29,24</i>
2011	5 759		206 005		198 721		-1 525
2012	4 147		213 267		208 388		-732
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-27,99</i>		<i>3,53</i>		<i>4,86</i>		<i>-52,00</i>
2012	4 147		213 267		208 388		-732
2013	18 605		246 508		227 227		-676
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>348,64</i>		<i>15,59</i>		<i>9,04</i>		<i>-7,65</i>
2013	18 605		246 508		227 227		-676
2014	-6 127		228 374		233 464		-1 037
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>-132,93</i>		<i>-7,36</i>		<i>2,74</i>		<i>53,40</i>
2014	-6 127		228 374		233 464		-1 037
2015	3 879		181 803		177 329		595
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>163,31</i>		<i>-20,39</i>		<i>-24,04</i>		<i>42,62</i>
2009	2 418		146 218		142 429		-1 371
2015	3 879		181 803		177 329		595
<i>Pokytis (proc.)</i>	<i>60,42</i>		<i>24,34</i>		<i>24,50</i>		<i>56,60</i>

BANKROTO PROGNOZAVIMO MODELIŲ APRAŠYMAS PRIEDAS 16

Modelis	Modelio kintamieji	Bankroto tikimybė
E. Altman $Z1 = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 0,999X5,$ $Z2 = 0,717X1 + 0,847X2 + 3,3107X3 + 0,420X4 + 0,999X5,$ $Z3 = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4,$	X1 – Apyvartinis kapitalas / turtas; X2 – Nepaskirstytas pelnas / turtas; X3 – Pelnas prieš apmokestinimą / turtas; X4 – Nuosavas kapitalas / įsipareigojimai X5 – Pardavimo pajamos / turtas.	Z1 - tikimybė maža, kai $Z > 2,9$; galimas, kai $1,8 < Z < 2,9$; didelė, kai $Z < 1,8$. Z2 - tikimybė maža, kai $Z > 2,9$; galimas, kai $1,23 < Z < 2,9$; didelė, kai $Z < 1,23$. Z3 -tikimybė maža, kai $Z > 2,6$; galimas, kai $1,1 < Z < 2,6$; didelė, kai $Z < 1,1$.
R. Taffler ir H. Tisshaw $Z = 0,53X1 + 0,13X2 + 0,18X3 + 0,16X4,$	X1 – Bendrasis pelnas / trumpalaikiai įsipareigojimai; X2 – Apyvartinis kapitalas / įsipareigojimai; X3 – Trumpalaikiai įsipareigojimai / turtas; X4 – Grynasis pelnas / turtas	Tikimybė maža, kai $Z > 0,3$; galimas, kai $0,2 < Z < 0,3$; didelė, kai $Z < 0,2$.
G. Springate $Z = 1,03X1 + 3,07X2 + 0,66X3 + 0,4X4,$	X1 – Apyvartinis kapitalas / turtas; X2 – Pelnas prieš apmokestinimą / turtas ; X3 – Pelnas prieš apmokestinimą / trumpalaikiai įsipareigojimai; X4 – Pardavimų pajamos / turtas.	Tikimybė maža, kai $Z > 0,862$; didelė, kai $Z < 0,862$.
R. Lis $Z = 0,063X1 + 0,092X2 + 0,057X3 + 0,001X4,$	X1 – Apyvartinis kapitalas / turtas; X2 – Bendrasis pelnas / turtas; X3 – Grynasis pelnas - dividendai / turtas; X4 – Nuosavas kaitalas / įsipareigojimai.	Tikimybė maža, kai $Z > 0,037$; didelė, kai $Z < 0,037$.
Zavgren $Z1 = 0,11A + 1,58B + 10,78C + 3,07D - 0,49E + 4,35F - 0,11G - 0,24$ $Z2 = 4,19A + 2,22B + 11,23C - 2,69D - 1,44E + 4,46F + 0,06G - 2,61$ $Z3 = 6,257A + 0,829B + 42,48C - 1,549D + 0,519E + 1,822F + 0,002G - 1,5115$ $Z4 = 9,157A + 1,667B + 5,917C - 0,41D + 1,95E + 4,1F + 0,363G - 5,9457$ $Z5 = 8,84A + 0,69B + 15,79C + 0,02D - 2,3E + 4,37F + 0,798G - 6,88$	A – Atsargos / pardavimo pajamos; B – Gautinos sumos / atsargos; C – Pinigai / turtas; D – Pinigai / trumpalaikiai įsipareigojimai; E – Įprastinės veiklos pelnas / (Nuosavas kapitalas - trumpalaikiai įsipareigojimai); F – Ilgalaikiai įsipareigojimai / (Nuosavas kapitalas - trumpalaikiai įsipareigojimai); G – Pardavimo pajamos / turtas;	Tikimybė maža, kai $Z > 0,5$; didelė, kai $Z < 0,5$.
Chesser $Z = -2,0434 - 5,42*X1 + 0,0052*X2 - 6,6507*X3 + 4,4009*X4 - 0,0791*X5 - 0,1021*X6$	X1 – Pinigai / turtas; X2 – Pardavimo pajamos / pinigai; X3 – Pelnas prieš apmokestinimą / turtas; X4 – Įsipareigojimai / turtas; X5 – Ilgalaikis materialus turtas / nuosavas kapitalas; X6 – Apyvartinis kapitalas / pardavimo pajamos;	Tikimybė maža, kai $Z > 0,5$; didelė, kai $Z < 0,5$.
Logistinės regresijos formulė $P_B = \frac{1}{1 + e^{-z}}$	kur: P - bankroto tikimybė e - 2,71828 Z = tiesinės analizės funkcija	

Sudarytas autorės remiantis J. Mackevičius (2010); J. Mackevičius, S. Silvanavičiūtė (2006).

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ ZAVGREN MODELIS PRIEDAS 22

Straipsnis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Atsargos, tūkst., EUR	5 361	4 909	6 736	6 942	8 740	10 321	12 047
Pardavimo pajamos, tūkst., EUR	46 142	70 746	84 028	85 658	105 547	109 660	84 445
Gautinos sumos, tūkst., EUR	4 177	3 761	6 078	5 251	8 045	6 756	6 002
Pinigai, tūkst., EUR	114	104	98	255	70	115	154
Turtas, tūkst., EUR	36 457	35 774	41 269	46 971	52 506	56 237	61 366
Trumpalaikiai įsipareigojimai, tūkst., EUR	15 637	11 646	14 691	14 565	19 132	20 628	20 180
Nuosavas kapitalas, tūkst., EUR	11 324	14 427	16 257	17 377	20 586	23 877	24 333
Veiklos pelnas, tūkst., EUR	3 259	3 978	3 581	9 216	2 669	4 723	3 766
Ilgalaikiai įsipareigojimai, tūkst., EUR	9 496	9 701	10 321	15 028	12 788	11 732	16 853
A – Atsargos / pardavimo pajamos;	0,12	0,07	0,08	0,08	0,08	0,09	0,14
B – Gautinos sumos / atsargos;	0,78	0,77	0,90	0,76	0,92	0,65	0,50
C – Pinigai / turtas;	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
D – Pinigai / trumpalaikiai įsipareigojimai;	0,01	0,01	0,01	0,02	0,00	0,01	0,01
E – Įprastinės veiklos pelnas / (Nuosavas kapitalas - trump. įsip.)	-0,76	1,43	2,29	3,28	1,84	1,45	0,91
F – Ilgalaikiai įsipareigojimai / (Nuosavas kapitalas - trump. įsip.)	-0,77	-1,27	-0,93	-2,81	-0,78	-0,74	-1,03
G – Pardavimo pajamos / turtas;	1,27	1,98	2,04	1,82	2,01	1,95	1,38
Z1 = 0,11A + 1,58B + 10,78C + 3,07D - 0,49E + 4,35F - 0,11G - 0,24	-2,05	-5,38	-4,14	-12,95	-3,25	-3,29	-4,45
Z2 = 4,19A + 2,22B + 11,23C - 2,69D - 1,44E + 4,46F + 0,06G - 2,61	-2,64	-8,19	-7,58	-17,72	-6,20	-6,02	-6,70
Z3 = 6,257A + 0,829B + 42,48C - 1,549D + 0,519E + 1,822F + 0,002G - 1,5115	-1,80	-1,89	-0,67	-3,59	-0,64	-0,89	-1,51
Z4 = 9,157A + 1,667B + 5,917C - 0,41D + 1,95E + 4,1F + 0,363G - 5,9457	-7,73	-5,70	-2,31	-8,38	-2,52	-3,46	-5,74
Z5 = 8,84A + 0,69B + 15,79C + 0,02D - 2,3E + 4,37F + 0,798G - 6,88	-5,87	-12,93	-13,21	-23,92	-11,50	-10,57	-10,71
P1 reikšmė	0,11405	0,00458	0,01567	0,00000	0,03732	0,03591	0,01154
P2 reikšmė	0,06660	0,00027	0,00051	0,00000	0,00202	0,00242	0,00123
P3 reikšmė	0,14185	0,13124	0,33850	0,02685	0,34524	0,29111	0,18094
P4 reikšmė	0,00043	0,00333	0,09029	0,00023	0,07446	0,03047	0,00320
P5 reikšmė	0,00281	0,00000	0,00000	0,00000	0,00001	0,00003	0,00002
P1 tikimybė	maža	maža	maža	maža	maža	maža	maža
P2 tikimybė	maža	maža	maža	maža	maža	maža	maža
P3 tikimybė	maža	maža	maža	maža	maža	maža	maža
P4 tikimybė	maža	maža	maža	maža	maža	maža	maža
P5 tikimybė	maža	maža	maža	maža	maža	maža	maža

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ BANKROTO PROGNOZAVIMO MODELIAI PRIEDAS 23

Tikimybė	Rodikis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	R. Taffer ir H. Tisshaw rodiklis	galima	maža	maža	maža	maža	maža	maža
G. Springate rodiklis	didelė	maža	maža	maža	maža	maža	maža	didelė
E. Altman rodiklis	didelė	galima	galima	galima	galima	galima	galima	galima
R. Lis rodiklis	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė
Chesser rodiklis	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė
Reikšmės	Rodikis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	R. Taffer ir H. Tisshaw rodiklis	0,30	0,44	0,37	0,37	0,39	0,35	0,29
G. Springate rodiklis	0,63	1,23	1,14	0,90	1,14	1,00	0,57	
E. Altman rodiklis	1,65	2,86	2,84	2,50	2,90	2,86	2,06	
R. Lis rodiklis	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	
Chesser rodiklis	0,92	0,97	0,99	0,74	1,00	0,99	0,99	

AB ROKIŠKIO SŪRIS R. LIS MODELIS PRIEDAS 27

Straipsnis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Trumpalaikis turtas, tūkst., EUR	57 824	56 427	68 896	63 660	88 984	87 839	90 331
Trumpalaikiai įsipareigojimai, tūkst., EUR	42 699	35 493	41 277	32 762	40 217	35 939	29 999
Apyvartinis kapitalas, tūkst., EUR	15 125	20 934	27 619	30 898	48 767	51 900	60 332
Turtas, tūkst., EUR	94 394	89 316	119 544	113 878	139 169	125 702	134 486
Grynasis pelnas, tūkst., EUR	2 418	7 205	5 759	4 147	18 605	-6 127	3 879
Nuosavas kapitalas, tūkst., EUR	50 178	52 945	74 509	77 640	95 230	88 088	101 348
Bendrasis pelnas, tūkst., EUR	14 619	17 662	22 193	16 297	24 393	5 885	13 447
Dividendai, tūkst., EUR	245	1 039	1 016	1 016	1 016	0	2 342
Įsipareigojimai, tūkst., EUR	44 216	36 371	45 035	36 238	43 939	37 614	33 138
X1 – Apyvartinis kapitalas / turtas;	0,16	0,23	0,23	0,27	0,35	0,41	0,45
X2 – Bendrasis pelnas / turtas;	0,15	0,20	0,19	0,14	0,18	0,05	0,10
X3 – Grynasis pelnas - dividendai / turtas;	0,05	0,07	0,04	0,03	0,13	-0,05	0,01
X4 – Nuosavas kapitalas / įsipareigojimai;	1,13	1,46	1,65	2,14	2,17	2,34	3,06
Z = 0,063X1 + 0,092X2 + 0,057X3 + 0,001X4	0,03	0,04	0,04	0,03	0,05	0,03	0,04
Tikimybė	didelė	maža	maža	didelė	maža	didelė	maža

AB ROKIŠKIO SŪRIS CHESSER MODELIS PRIEDAS 28

Straipsnis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pinigai, tūkst., EUR	29 193	5 185	2 402	864	5 176	1 065	401
Pardavimo pajamos, tūkst., EUR	143 561	154 528	199 646	209 668	230 436	223 554	172 575
Turtas, tūkst., EUR	94 394	89 316	119 544	113 878	139 169	125 702	134 486
Pelnas prieš apmokestinimą, tūkst., EUR	3 789	8 386	7 283	4 880	19 281	-7 164	3 284
Įsipareigojimai, tūkst., EUR	44 216	36 371	45 035	36 238	43 939	37 614	33 138
Ilgalaikis materialus turtas, tūkst., EUR	23 050	18 110	26 969	31 299	29 109	26 467	35 058
Apyvartinis kapitalas, tūkst., EUR	15 125	20 934	27 619	30 898	48 767	51 900	60 332
Nuosavas kapitalas, tūkst., EUR	50 178	52 945	74 509	77 640	95 230	88 088	101 348
X1 – Pinigai / turtas;	0,31	0,06	0,02	0,01	0,04	0,01	0,00
X2 – Pardavimo pajamos / pinigai;	4,92	29,80	83,12	242,67	44,52	209,91	430,36
X3 – Pelnas prieš apmokestinimą / turtas;	0,04	0,09	0,06	0,04	0,14	-0,06	0,02
X4 – Įsipareigojimai / turtas;	0,47	0,41	0,38	0,32	0,32	0,30	0,25
X5 – Ilgalaikis materialus turtas / nuosavas kap.	0,46	0,34	0,36	0,40	0,31	0,30	0,35
X6 – Apyvartinis kapitalas / pardavimo pajamos;	0,11	0,14	0,14	0,15	0,21	0,23	0,35
Z = -2,0434 - 5,42*X1 + 0,0052*X2 - 6,6507*X3 + 4,4009*X4 - 0,0791*X5 - 0,1021*X6	-1,95	-1,07	-0,50	0,27	-1,59	0,67	1,08
P	0,12	0,26	0,38	0,57	0,17	0,66	0,75
Tikimybė	maža	maža	maža	didelė	maža	didelė	didelė

AB ROKIŠKIO SŪRIS ŽAVGREN MODELIS PRIEDAS 29

Straipsnis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Atsargos, tūkst., EUR	7 089	16 091	25 296	25 142	34 497	41 823	52 342
Pardavimo pajamos, tūkst., EUR	143 561	154 528	199 646	209 668	230 436	223 554	172 575
Gautinos sumos, tūkst., EUR	21 542	35 151	41 198	37 653	49 311	44 951	37 588
Pinigai, tūkst., EUR	29 193	5 185	2 402	864	5 176	1 065	401
Turtas, tūkst., EUR	94 394	89 316	119 544	113 878	139 169	125 702	134 486
Trumpalaikiai įsipareigojimai, tūkst., EUR	42 699	35 493	41 277	32 762	40 217	35 939	29 999
Nuosavas kapitalas, tūkst., EUR	50 178	52 945	74 509	77 640	95 230	88 088	101 348
Veiklos pelnas, tūkst., EUR	4 444	8 680	7 720	5 187	19 490	-6 867	3 408
Ilgalaikiai įsipareigojimai, tūkst., EUR	1 518	878	3 758	3 475	3 722	1 675	3 139
A – Atsargos / pardavimo pajamos;	0,05	0,10	0,13	0,12	0,15	0,19	0,30
B – Gautinos sumos / atsargos;	3,04	2,18	1,63	1,50	1,43	1,07	0,72
C – Pinigai / turtas;	0,31	0,06	0,02	0,01	0,04	0,01	0,00
D – Pinigai / trumpalaikiai įsipareigojimai;	0,68	0,15	0,06	0,03	0,13	0,03	0,01
E – Įprastinės veiklos pelnas / (Nuosavas kapitalas - trumpalaikiai įsipareigojimai)	0,59	0,50	0,23	0,12	0,35	-0,13	0,05
F – Ilgalaikiai įsipareigojimai / (Nuosavas kapitalas - trumpalaikiai įsipareigojimai)	-0,04	-0,03	-0,11	-0,13	-0,18	-0,04	-0,12
G – Pardavimo pajamos / turtas;	1,52	1,73	1,67	1,84	1,66	1,78	1,28
Z1 = 0,11A + 1,58B + 10,78C + 3,07D - 0,49E + 4,35F - 0,11G - 0,24	9,37	3,72	1,96	1,49	1,69	1,36	0,32
Z2 = 4,19A + 2,22B + 11,23C - 2,69D - 1,44E + 4,46F + 0,06G - 2,61	5,04	2,18	0,87	0,61	0,05	0,70	-0,27
Z3 = 6,257A + 0,829B + 42,48C - 1,549D + 0,519E + 1,822F + 0,002G - 1,5115	13,63	3,39	1,31	0,60	1,85	0,73	0,90
Z4 = 9,157A + 1,667B + 5,917C - 0,41D + 1,95E + 4,1F + 0,363G - 5,9457	2,67	0,40	-1,38	-1,94	-1,47	-2,17	-1,88
Z5 = 8,84A + 0,69B + 15,79C + 0,02D - 2,3E + 4,37F + 0,798G - 6,88	0,22	-3,44	-4,01	-4,01	-4,26	-2,80	-3,26
P1 reikšmė	0,99991	0,97633	0,87653	0,81607	0,84422	0,79575	0,57932
P2 reikšmė	0,99357	0,89844	0,70475	0,64794	0,51249	0,66819	0,43290
P3 reikšmė	0,99999	0,96739	0,78751	0,64566	0,86412	0,67481	0,71095
P4 reikšmė	0,93523	0,59869	0,20101	0,12565	0,18694	0,10248	0,13239
P5 reikšmė	0,55478	0,03106	0,01781	0,01781	0,01393	0,05732	0,03696
P1 tikimybė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė
P2 tikimybė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	didelė	maža
P3 tikimybė	didelė	didelė	maža	maža	maža	maža	maža
P4 tikimybė	didelė	didelė	maža	maža	maža	maža	maža
P5 tikimybė	didelė	maža	maža	maža	maža	maža	maža

AB ROKIŠKIO SŪRIS BANKROTO PROGNOZAVIMO MODELIAI PRIEDAS 30

Tikimybė	Rodikis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	R. Taffer ir H. Tisshaw rodiklis	maža	maža	maža	maža	maža	maža	maža
G. Springate rodiklis	maža	maža	maža	maža	maža	maža	maža	maža
E. Altman rodiklis	galima	maža	maža	maža	maža	maža	maža	maža
R. Lis rodiklis	didelė	maža	maža	didelė	maža	didelė	maža	maža
Chesser rodiklis	maža	maža	maža	didelė	maža	maža	maža	didelė
Reikšmės	Rodikis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	R. Taffer ir H. Tisshaw rodiklis	0,31	0,42	0,43	0,43	0,54	0,31	0,52
G. Springate rodiklis	0,96	1,38	1,21	1,39	1,76	0,83	1,12	
E. Altman rodiklis	2,88	3,6	3,46	4,10	4,41	4,09	4,40	
R. Lis rodiklis	0,03	0,04	0,04	0,03	0,05	0,03	0,04	
Chesser rodiklis	0,12	0,26	0,38	0,57	0,17	0,66	0,75	

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ FINANSAVIMO STRUKTŪRA 2009 – 2015 M. PRIEDAS 31

<i>Rodiklis, tūkst. EUR/Metai</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nuosavas kapitalas	11 324	14 427	16 257	17 377	20 586	23 877	24 333
Skolintas kapitalas	25 133	21 347	25 012	29 593	31 919	32 360	37 033
Turtas	36 457	35 774	41 269	46 971	52 506	56 237	61 366
<i>Nuosavo kapitalo dalis (proc.)</i>	<i>31,06</i>	<i>40,33</i>	<i>39,39</i>	<i>37,00</i>	<i>39,21</i>	<i>42,46</i>	<i>39,65</i>
<i>Skolinto kapitalo dalis (proc.)</i>	<i>68,94</i>	<i>59,67</i>	<i>60,61</i>	<i>63,00</i>	<i>60,79</i>	<i>57,54</i>	<i>60,35</i>
Nuosavo ir skolinto kapitalo santykis	0,45	0,68	0,65	0,59	0,64	0,74	0,66

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ INVESTUOTO KAPITALO APIMTIS 2009 – 2015 M. PRIEDAS 32

<i>Rodiklis, tūkst. EUR/Metai</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Trumpalaikis turtas	9 768	9 293	12 912	12 448	16 855	17 670	18 651
Įsipareigojimai už kuriuos nemokamos palūkanos	6 058	6 301	8 466	9 240	11 548	11 543	10 924
Koreguotas apyvartinis kapitalas	3 710	2 992	4 446	3 208	5 307	6 127	7 727
Ilgalaikis turtas	26 689	26 481	28 358	34 523	35 650	38 567	42 715
<i>Kapitalas</i>	<i>30 399</i>	<i>29 473</i>	<i>32 804</i>	<i>37 731</i>	<i>40 957</i>	<i>44 694</i>	<i>50 442</i>

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ NOPAT SKAIČIAVIMAS 2009 – 2015 M. PRIEDAS 33

<i>Rodiklis, tūkst. EUR/Metai</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	3 259	3 978	3 581	2 669	4 723	3 766	1 137
Pelno mokestis	-362	-146	11	224	-347	36	623
Finansinės veiklos sąnaudos	950	403	510	670	609	595	592
Pelno mokesčio efektas nuo palūkanų	143	60	77	101	91	89	89
<i>Grynasis veiklos pelnas po mokesčių NOPAT</i>	<i>3 764</i>	<i>4 184</i>	<i>3 647</i>	<i>2 546</i>	<i>5 161</i>	<i>3 819</i>	<i>603</i>

NUOSAVO SKOLINTO KAPITALO KAINOS NUSTATYMAS 2009 – 2015 M. PRIEDAS 34

<i>Reikšmė, proc.</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nerizikingų investicijų grąžos norma	6,48	2,73	2,22	1,31	0,49	0,29	0,31
Rinkos grąžos norma	7,40	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,15
Papildoma rizikos premija	2,40	2,40	2,25	2,25	2,25	2,40	1,71
<i>Rizikos grąžos norma</i>	<i>9,80</i>	<i>9,30</i>	<i>9,50</i>	<i>10,50</i>	<i>10,30</i>	<i>9,80</i>	<i>9,86</i>
Banko paskolos palūkanų norma	4,00	4,01	4,07	2,82	2,77	2,49	3,52
Rizikos laipsnis beta	0,98	0,64	0,89	0,70	0,86	0,97	0,93
<i>Nuosavo kapitalo kaina</i>	<i>16,08</i>	<i>8,68</i>	<i>10,68</i>	<i>8,66</i>	<i>9,35</i>	<i>9,80</i>	<i>9,48</i>

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ SKOLINTO KAPITALO KAINOS WACC NUSTATYMAS 2009 – 2015 M. PRIEDAS 35

Reikšmė, proc.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nerizikingų investicijų grąžos norma	6,48	2,73	2,22	1,31	0,49	0,29	0,31
Rinkos grąžos norma	7,40	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,15
Papildoma rizikos premija	2,40	2,40	2,25	2,25	2,25	2,40	1,71
<i>Rizikos grąžos norma</i>	<i>9,80</i>	<i>9,30</i>	<i>9,50</i>	<i>10,50</i>	<i>10,30</i>	<i>9,80</i>	<i>9,86</i>
Banko paskolų palūkanų norma	4,00	4,01	4,07	2,82	2,77	2,49	3,52
Rizikos laipsnis beta	0,98	0,64	0,89	0,70	0,86	0,97	0,93
Mokamas pelno mokestis	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
<i>Nuosavo kapitalo kaina</i>	<i>16,08</i>	<i>8,68</i>	<i>10,68</i>	<i>8,66</i>	<i>9,35</i>	<i>9,80</i>	<i>9,48</i>
Nuosavo kapitalo dalis visame turte	0,31	0,40	0,39	0,37	0,39	0,42	0,40
Skolinto kapitalo dalis visame turte	0,69	0,60	0,61	0,63	0,61	0,58	0,60
<i>Vidutinė svertinė kapitalo kaina WACC</i>	<i>7,33</i>	<i>5,52</i>	<i>6,27</i>	<i>4,71</i>	<i>5,08</i>	<i>5,34</i>	<i>5,59</i>

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ EVA RODIKLIO APSKAIČIAVIMAS 2009 – 2015 M. PRIEDAS 36

Rodiklis, tūkst. EUR/Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investuotas kapitalas	30 399	29 473	32 804	37 731	40 957	44 694	50 442
Vidutinė svertinė kapitalo kaina WACC, proc.	7,33	5,52	6,27	4,71	5,08	5,34	5,59
Kapitalo kaina	2 228	1 627	2 057	1 777	2 081	2 387	2 820
NOPAT	3 764	4 184	3 647	2 546	5 161	3 819	603
<i>EVA</i>	<i>1 536</i>	<i>2 557</i>	<i>1 590</i>	<i>769</i>	<i>3 080</i>	<i>1 432</i>	<i>-2 217</i>

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ ĮMONĖ VERTĖ EVA MEDODU 2009 – 2015 M. PRIEDAS 37

Rodiklis/Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EVA	1.536	2.557	1.590	769	3.080	1.432	-2.217
(1+WACC)n	1,07	1,06	1,06	1,05	1,05	1,05	1,06
EVA/(1+WACC)	1.431	2.423	1.496	734	2.931	1.360	-2.099
Įmonės vertė, tūkst. EUR	2.967	4.980	3.087	1.503	6.012	2.792	-4.316

AB ROKIŠKIO SŪRIS FINANSAVIMO STRUKTŪRA 2009 – 2015 M. PRIEDAS 38

Rodiklis, tūkst. EUR/Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nuosavas kapitalas	50 178	52 945	74 509	77 640	95 230	88 088	101 348
Skolintas kapitalas	44 216	36 371	45 035	36 238	43 939	37 614	33 138
Turtas	94 394	89 316	119 544	113 878	139 169	125 702	134 486
<i>Nuosavo kapitalo dalis (proc.)</i>	<i>53,16</i>	<i>59,28</i>	<i>62,33</i>	<i>68,18</i>	<i>68,43</i>	<i>70,08</i>	<i>75,36</i>
<i>Skolinto kapitalo dalis (proc.)</i>	<i>46,84</i>	<i>40,72</i>	<i>37,67</i>	<i>31,82</i>	<i>31,57</i>	<i>29,92</i>	<i>24,64</i>
Nuosavo ir skolinto kapitalo santykis	1,13	1,46	1,65	2,14	2,17	2,34	3,06

AB ROKIŠKIO SŪRIS INVESTUOTO KAPITALO APIMTIS 2009 – 2015 M. PRIEDAS 39

Rodiklis, tūkst. EUR/Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Trumpalaikis turtas	57 824	56 427	68 896	63 660	88 984	87 839	90 331
Įsipareigojimai už kuriuos nemokamos palūkanos	12 823	16 063	26 635	16 297	16 883	19 868	14 882
Koreguotas apyvartinis kapitalas	45 001	40 364	42 261	47 363	72 101	67 971	75 449
Ilgalaikis turtas	36 570	32 889	50 648	50 218	50 185	37 863	44 155
<i>Kapitalas</i>	<i>81 571</i>	<i>73 253</i>	<i>92 909</i>	<i>97 581</i>	<i>122 286</i>	<i>105 834</i>	<i>119 604</i>

AB ROKIŠKIO SŪRIS NOPAT SKAIČIAVIMAS 2009 – 2015 M. PRIEDAS 40

Rodiklis, tūkst. EUR/Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	4 444	8 680	7 720	5 187	19 490	-6 867	3 480
Pelno mokestis	-1 371	-1 180	-1 525	-732	-676	-1 037	595
Finansinės veiklos sąnaudos	655	295	437	308	209	297	124
Pelno mokesčio efektas nuo palūkanų	98	44	66	46	31	45	19
<i>Grynasis veiklos pelnas po mokesčių NOPAT</i>	<i>5 913</i>	<i>9 904</i>	<i>9 311</i>	<i>5 965</i>	<i>20 197</i>	<i>-5 785</i>	<i>2 904</i>

AB ROKIŠKIO SŪRIS KAPITALO KAINOS WACC NUSTATYMAS 2009 – 2015 M. PRIEDAS 41

Reikšmė, proc.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nerizikingų investicijų grąžos norma	6,48	2,73	2,22	1,31	0,49	0,29	0,31
Rinkos grąžos norma	7,40	6,90	7,25	8,25	8,05	7,40	8,15
Papildoma rizikos premija	2,40	2,40	2,25	2,25	2,25	2,40	1,71
<i>Rizikos grąžos norma</i>	<i>9,80</i>	<i>9,30</i>	<i>9,50</i>	<i>10,50</i>	<i>10,30</i>	<i>9,80</i>	<i>9,86</i>
Banko paskolų palūkanų norma	4,00	4,01	4,07	2,82	2,77	2,49	3,52
Rizikos laipsnis beta	0,98	0,64	0,89	0,70	0,86	0,97	0,93
Mokamas pelno mokestis	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
<i>Nuosavo kapitalo kaina</i>	<i>16,08</i>	<i>8,68</i>	<i>10,68</i>	<i>8,66</i>	<i>9,35</i>	<i>9,80</i>	<i>9,48</i>
Nuosavo kapitalo dalis visame turte	0,53	0,59	0,62	0,68	0,68	0,70	0,75
Skolinto kapitalo dalis visame turte	0,47	0,41	0,38	0,32	0,32	0,30	0,25
<i>Vidutinė svertinė kapitalo kaina WACC</i>	<i>10,12</i>	<i>6,52</i>	<i>7,93</i>	<i>6,66</i>	<i>7,11</i>	<i>7,49</i>	<i>7,86</i>

AB ROKIŠKIO SŪRIS EVA RODIKLIO APSKAIČIAVIMAS 2009 – 2015 M. PRIEDAS 42

Rodiklis, tūkst. EUR/Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investuotas kapitalas	81 571	73 253	92 909	97 581	122 286	105 834	119 604
Vidutinė svertinė kapitalo kaina WACC, proc.	10,12	6,52	7,93	6,66	7,11	7,49	7,86
Kapitalo kaina	8 255	4 776	7 368	6 499	8 695	7 927	9 401
NOPAT	5 913	9 908	9 311	5 965	20 197	-5 785	2 904
<i>EVA</i>	<i>-2 342</i>	<i>5 132</i>	<i>1 943</i>	<i>-534</i>	<i>11 502</i>	<i>-13 712</i>	<i>-6 497</i>

AB ROKIŠKIO SŪRIS ĮMONĖS VERTĖ EVA MEDODU 2009 – 2015 M. PRIEDAS 43

Rodiklis/Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EVA	1.536	2.557	1.590	769	3.080	1.432	-2.217
(1+WACC) ⁿ	1,07	1,06	1,06	1,05	1,05	1,05	1,06
EVA/(1+WACC)	1.431	2.423	1.496	734	2.931	1.360	-2.099
Įmonės vertė, tūkst. EUR	2.967	4.980	3.087	1.503	6.012	2.792	-4.316

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ ISTORINIŲ RODIKLIŲ DUOMENYS 2019 – 2015 M. PRIEDAS 44

Rodiklis, tūkst. EUR.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pardavimų pajamos	46.142	70.746	84.028	85.658	105.547	109.660	84.445
Pardavimų savikaina	38.893	62.303	75.589	76.953	93.777	98.380	75.595
Veiklos sąnaudos	3.932	4.367	5.030	3707	7.389	7.981	7.972
Nusidėvėjimas ir amortizacija	1.740	1.718	1.796	1.966	2.647	2.826	3.138
Trumpalaikis turtas	9.768	9.293	12.912	12.448	16.855	17.670	18.651
Trumpalaikiai įsipareigojimai	15637	11645	14691	14565	19132	20628	20180
Apyvartinis kapitalas	-5.869	-2.352	-1.779	-2.117	-2.277	-2.958	-1.529
Pardavimų pajamų pokytis (proc)	14,46	34,78	15,81	1,90	18,84	3,75	-29,86
Pardavimų savikaina/pardavimų pajamos (proc.)	84,29	88,07	89,96	89,84	88,85	89,71	89,52
Veikos sąnaudos/pardavimų pajamos (proc.)	8,52	6,17	5,99	4,33	7,00	7,28	9,44
Nusidėvėjimas ir amortizacija/pardavimų pajamos (proc.)	3,77	2,43	2,14	2,30	2,51	2,58	3,72
Trumpalaikis turtas/pardavimų pajamos (proc.)	21,17	13,14	15,37	14,53	15,97	16,11	22,09
Trumpalaikiai įsipareigojimai/pardavimų pajamos (proc.)	33,89	16,46	17,48	17,00	18,13	18,81	23,90

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ PROGNOZUOJAMŲ RODIKLIAI 2016 – 2020 M. PRIEDAS 45

Rodiklis, (proc.)	2016	2017	2018	2019	2020
Pardavimų pajamų pokytis	10,00	5,00	5,00	2,00	2,00
Pardavimų savikaina/pardavimų pajamos	88,00	88,00	88,00	88,00	88,00
Veikos sąnaudos/pardavimų pajamos	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Nusidėvėjimas ir amortizacija/pardavimų pajamos	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Trumpalaikis turtas/pardavimų pajamos	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
Trumpalaikiai įsipareigojimai/pardavimų pajamos	17,00	17,00	17,00	17,00	17,00

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ APYVARTINIO KAPITALO PROGNOZĖ 2016 – 2020 M. PRIEDAS 46

Rodiklis, tūkst. EUR/Metai	2016	2017	2018	2019	2020
Trumpalaikis turtas	17.935	18.832	19.773	20.762	21.800
Trumpalaikiai įsipareigojimai	19.920	20.916	21.962	23.060	24.213
Apyvartinis kapitalas	-1.985	-2.084	-2.188	-2.298	-2.413
Apyvartinio kapitalo pokytis	-247	-99	-104	-109	-115

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ JAUTRUMO ANALIZĖ 2016 – 2020 M. PRIEDAS 47

Diskonto norma, proc.	3,00	4,00	5,59	7,00	8,00
Įmonės vertė, tūkst. EUR	1.231.773	110.798	44.628	28.898	27.651
Įmonės vertės pokytis, proc.	276,00	148,00	0,00	-35,00	-38,00

AB ROKIŠKIO SŪRIS ISTORINIŲ RODIKLIŲ DUOMENYS 2019 – 2015 M. PRIEDAS 48

Rodiklis, tūkst. EUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pardavimų pajamos	143.561	154.528	199.646	209.668	230.436	223.554	172.575
Pardavimų savikaina	128.942	136.867	177.452	193.371	206.043	217.669	159.128
Veiklos sąnaudos*	10.095	10.306	15.655	12.017	15.050	14.330	16.937
Nusidėvėjimas ir amortizacija	6.913	6.292	4.805	7.715	8.820	7.127	5.906
Trumpalaikis turtas	57.824	56.427	68.896	63.660	88.984	87.839	90.331
Trumpalaikiai įsipareigojimai	42.699	35.493	41.277	32.762	40.217	35.939	29.999
Apyvartinis kapitalas	15.125	20.934	27.619	30.898	48.767	51.900	60.332
Pardavimų pajamų pokytis (proc)	72,51	7,10	22,60	4,78	9,01	-3,08	-29,54
Pardavimų savikaina/pardavimų pajamos (proc.)	89,82	88,57	88,88	92,23	89,41	97,37	92,21
Veikos sąnaudos/pardavimų pajamos (proc.)	7,03	6,67	7,84	5,73	6,53	6,41	9,81
Nusidėvėjimas ir amortizacija/pardavimų pajamos (proc.)	4,82	4,07	2,41	3,68	3,83	3,19	3,42
Trumpalaikis turtas/pardavimų pajamos (proc.)	40,28	36,52	34,51	30,36	38,62	39,29	52,34
Trumpalaikiai įsipareigojimai/pardavimų pajamos (proc.)	29,74	22,97	20,68	15,63	17,45	16,08	17,38

AB ROKIŠKIO SŪRIS PROGNOZUOJAMŲ RODIKLIŲ PRIELAIDOS 2016 – 2020 M. PRIEDAS 49

Rodiklis (proc.)	2016	2017	2018	2019	2020
Pardavimų pajamų pokytis	20,00	5,00	2,00	2,00	2,00
Pardavimų savikaina/pardavimų pajamos	88,00	88,00	88,00	88,00	88,00
Veikos sąnaudos/pardavimų pajamos	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Nusidėvėjimas ir amortizacija/pardavimų pajamos	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Trumpalaikis turtas/pardavimų pajamos	-10,00	-5,00	2,00	2,00	2,00
Trumpalaikiai įsipareigojimai/pardavimų pajamos	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00

AB ROKIŠKIO SŪRIS APYVARTINIO KAPITALO PROGNOZĖ 2016 – 2020 M. PRIEDAS 50

Rodiklis, tūkst. EUR/Metai	2016	2017	2018	2019	2020
Trumpalaikis turtas	82.662	78.529	80.099	81.701	83.335
Trumpalaikiai įsipareigojimai	32.890	36.179	39.797	43.777	48.154
Apyvartinis kapitalas	49.772	42.350	40.303	37.925	35.181
Apyvartinio kapitalo pokytis	-10.560	-7.422	-2.047	-2.378	-2.744

AB ROKIŠKIO SŪRIS JAUTRUMO ANALIZĖ 2016 – 2020 M. PRIEDAS 51

Diskonto norma, proc.	5,00	6,00	7,86	9,00	10,00
Įmonės vertė, tūkst. EUR	127.070	121.871	79.948	66.828	64.449
Įmonės vertės pokytis, proc.	59,00	52,00	0,00	-16,00	-19,00

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ VERTĖ LYGINAMUOJU METODU 2009 – 2015 M. PRIEDAS 52

Rodiklis\Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Akcijos rinkos kaina	0,70	1,70	1,20	1,23	1,55	2,00	1,76
Akcijų skaičius, tūkst.	11.943	11.943	11.943	11.943	11.943	11.943	11.943
Rinkos vertė, tūkst. EUR	8.360	20.303	14.332	14.690	18.512	23.886	21.020
Pelnas 1 akcijai	0,16	0,29	0,26	0,18	0,31	0,27	0,1
P/E rodiklis	4,38	5,86	4,62	6,83	5,00	7,41	17,60
Grynasis pelnas, tūkst. EUR	1947	3430	3082	2223	3768	3207	1168
Įmonės vertė lyginamuoju metodu, tūkst. EUR	8.518	20.107	14.225	15.191	18.840	23.756	20.557

AB ROKIŠKIO SŪRIS VERTĖ LYGINAMUOJU METODU 2009 – 2015 M. PRIEDAS 53

Rodiklis\Metai	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Akcijos rinkos kaina	0,82	1,79	1,25	1,40	1,58	1,40	1,42
Akcijų skaičius, tūkst.	38.445	38.445	35.868	35.868	35.868	35.868	35.868
Rinkos vertė, tūkst. EUR	31.525	68.817	44.835	50.215	56.671	50.215	50.933
Pelnas 1 akcijai	0,06	0,19	0,16	0,12	0,53	-0,18	0,11
P/E rodiklis	13,67	9,42	7,81	11,67	2,98	-7,78	12,91
Grynasis pelnas, tūkst. EUR	2.418	7.205	5.759	4.147	18.605	-6.127	3.879
Įmonės vertė lyginamuoju metodu, tūkst. EUR	33.046	67.879	44.992	48.382	55.464	47.654	50.074

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ IR AB ROKIŠKIO SŪRIS KORELIACINĖ MATRICA PRIEDAS 54

	<i>AB Vilkyškių pieninė</i>	<i>Akcijų kaina</i>	<i>EVA rodiklis</i>	<i>WACC rodiklis</i>
Akcijų kaina		1		
EVA rodiklis		0,348878513	1	
WACC rodiklis		-0,660823381	-0,090512223	1
	<i>AB Rokiškio sūris</i>	<i>Akcijų kaina</i>	<i>EVA rodiklis</i>	<i>WACC rodiklis</i>
Akcijų kaina		1		
EVA rodiklis		0,336256718	1	
WACC rodiklis		-0,919413867	-0,267940536	1

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ REGRESIJA EVA RODIKLIS 55

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,34887851
R Square	0,12171621
Adjusted R Square	-0,05394054
Standard Error	0,44160404
Observations	4
	7

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,13512934	0,13512	0,692920	0,4431022
Residual	5	0,97507065	0,19501		
Total	6	1,1102			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	1,07765638	0,46619379	2,31160	0,068769	-0,1207329	2,276045	0,12073291	2,27604569
EVA rodiklis	0,00019242	0,00023116	0,83241	0,443102	-0,0004018	0,000786	0,00040180	0,00078666

AB VILKYŠKIŲ PIENINĖ REGRESIJA WACC RODIKLIS 56

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,66082338
R Square	0,43668754
Adjusted R Square	0,32402504
Standard Error	0,35366353
Observations	8

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,48481050	0,48481	3,876068	0,1060903
Residual	5	0,62538949	0,12507		
Total	6	1,1102			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	3,30398998	0,95616713	3,45545	0,018130	0,8460841	5,761895	0,84608412	5,76189584
WACC rodiklis	-0,32750828	0,16635143	1,96877	0,106090	-0,7551283	0,100111	0,75512826	0,10011170

AB ROKIŠKIO SŪRIS REGRESIJA EVA RODIKLIS 57

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,3362567
R Square	0,1130686
Adjusted R Square	-0,064318
Standard Error	0,3097838
Observations	7

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,061170102	0,0611701	0,6374145	0,4608703
Residual	5	0,479829898	0,095966		
Total	6	0,541			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	1,388009	0,117516202	11,811214	7,657E-05	1,085924	1,690094	1,085924	1,690094
EVA rodiklis	1,244E-05	1,55769E-05	0,7983824	0,4608703	-2,761E-05	5,248E-05	-2,761E-05	5,248E-05

AB ROKIŠKIO SŪRIS REGRESIJA WACC RODIKLIS 58

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9194139
R Square	0,8453219
Adjusted R Square	0,8143862
Standard Error	0,1293684
Observations	7

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,457319126	0,4573191	27,325188	0,0033892
Residual	5	0,083680874	0,0167362		
Total	6	0,541			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	3,1290091	0,338142091	9,2535332	0,0002477	2,2597872	3,998231	2,2597872	3,998231
WACC rodiklis	-0,228032	0,043622959	-5,22735	0,0033892	-0,3401689	0,1158961	0,3401689	0,1158961