

ISM VADYBOS IR EKONOMIKOS UNIVERSITETAS

EKONOMIKOS BAKALAURO STUDIJOS

IV kurso studentė
Margarita Igokaitė
2011 11 24 (parašas)

**AB „PANEVĖŽIO STATYBOS TRESTAS“ TIKROSIOS
AKCIJOS VERTĖS NUSTATYMAS**

BAKALAURO BAIGIAMASIS DARBAS

Darbo vadovas
Dr. Viktoras Filipavičius
2011 11 24

VILNIUS, 2011

Santrauka. Igolkaitė, M. AB „Panevėžio statybos trestas“ tikrosios akcijos vertės nustatymas [Rankraštis]: bakalauro baigiamasis darbas: ekonomika. Vilnius, ISM Vadybos ir Ekonomikos universitetas, 2011.

Šiame darbe analizuojama AB „Panevėžio statybos trestas“ įmonės vertė. Nagrinėjama problema – ar įmonės akcijos rinkos kaina atitinka tikrąją įmonės vertę (akcijos kainą). Darbe atlikta įmonės išorinė ir vidinė analizė, pagrindinių vertės nustatymo metodų – turto, pajamų ir rinkos požiūrių - palyginamoji analizė. AB „Panevėžio statybos trestas“ vertės nustatymui pasirinkti diskontuotųjų pinigų srautų, tenkančių įmonei, ir įmonių prekybos biržose daugiklių metodai. Diskontuotųjų pinigų srautų, tenkančių įmonei, metodu apskaičiuota akcijos kaina 2010 m. gruodžio 31 d. buvo 1.71 Lt, įmonių prekybos biržose daugiklių metodu – 6.46 Lt. Akcijos rinkos kaina 2010 m. gruodžio 31 d. buvo 1.95 Lt. Remiantis diskontuotųjų pinigų srautų rezultatu, galima daryti švadą, kad rinkos kaina yra pervertinta, todėl rekomenduojama AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijas dabar parduoti ir pirkti 2012 m.

Raktiniai žodžiai: įmonės vertė, diskontuoti pinigų srautai, diskonto norma.

Executive summary. Igolkaite, M. Valuation of AB "Panevėžio statybos trestas" stock [Manuscript]: bachelor thesis: economics. Vilnius, ISM University of Management and Economics, 2011.

In this paper value of AB "Panevėžio statybos trestas" stock is being analyzed. The question under consideration is whether company's market price coincides with intrinsic value of the company (stock value). In the paper company's external and internal analysis has been carried out. Moreover, the comparative analysis of basic valuation methods (asset-based, income and market approaches) has been performed. The most suitable methods for AB "Panevėžio statybos trestas" valuation are discounted cash flow to firm method and relative valuation method. Stock price provided by discounted cash flow to firm method was 1.71 Lt for 2010 December 31st and relative valuation method produced stock price of 6.46 Lt. Actual market price on 31st of December 2010 was 1.95 Lt. The conclusion from DCF result can be drawn that company's stock is overvalued. Based on the valuation results, investors are recommended to sell AB "Panevėžio statybos trestas" stocks now and buy stocks in 2012.

Key words: value, discounted cash flow, discount rate.

TURINYS

Paveikslų sąrašas	4
Lentelių sąrašas	5
Įvadas	6
1. Situacijos analizė	7
1.1. Bendra informacija apie įmonę	7
1.2. Verslo rizikos vertinimas	9
1.2.1. Sektoriaus analizė	9
1.2.2. Konkurencinė pozicija	14
1.2.3. Įmonės valdymas	16
1.3. Finansinės rizikos vertinimas	16
1.3.1. Finansiniai rodikliai	17
1.3.2. Pelningumo analizė	19
1.3.3. Kapitalo struktūra	20
1.3.4. Finansinis lankstumas	21
1.4. Darbo problemos identifikavimas	21
2. Įmonės vertės nustatymo metodai	22
2.1. Įmonės vertinimas turto požiūriu	24
2.2. Įmonės vertinimas pajamų požiūriu	26
2.2.1. Diskontuotųjų pinigų srautų metodas	26
2.2.2. Pelno kapitalizavimo metodas	29
2.2.3. Perteklinio pelno metodas	30
2.3. Įmonės vertinimas rinkos požiūriu	30
2.3.1. Įmonių prekybos biržose daugiklių metodas	31
2.4. Kiti metodai	33
2.4.1. Spėjimo metodas	33
2.4.2. Įsteigimo kaštų metodas	33
2.4.3. Bankroto tikimybė	33
2.5. Pasirinkti metodai PST vertės nustatymui	35
3. AB „Panevėžio statybos trestas“ tikrosios akcijos vertės nustatymas	36
3.1. AB „PST“ vertinimas diskontuotųjų pinigų srautų metodu (FCFF)	36
3.1.1. Laisvieji pinigų srautai, tenkantys įmonei	43
3.1.2. Diskonto normos ir akcijos vertės skaičiavimas	44
3.2. AB „PST“ vertinimas įmonių prekybos biržose daugiklių metodu	48
3.3. AB „PST“ vertinimas balansinės vertės metodu	49
3.4. PST bankroto tikimybė	49
3.5. Empirinio tyrimo išvados ir rekomendacijos	50
Išvados	51
Literatūros sąrašas	52
Priedai	55

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 paveikslas. PST grupės struktūra	9
2 paveikslas. Šalies teritorijoje atliktų statybos darbų indeksai	11
3 paveikslas. PST grupės pajamos 2004-2010 m.	11
4 paveikslas. Gimstamumas Lietuvos Respublikoje	12
5 paveikslas. Vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis Lietuvos Respublikoje, Lt.	12
6 paveikslas. PST valdymo schema	16
7 paveikslas. Atsargų apyvartumas, kartais	17
8 paveikslas. Gautinų sumų apyvartumas, kartais	17
9 paveikslas. Skolų tiekėjams apyvartumas, kartais	18
10 paveikslas. Grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumas	18
11 paveikslas. Ilgalaikio turto apyvartumas	18
12 paveikslas. Viso turto apyvartumas	18
13 paveikslas. Bendrasis pelningumas	19
14 paveikslas. Grynasis pelningumas	19
15 paveikslas. Veiklos pelningumas	19
16 paveikslas. Turto grąža (ROA)	20
17 paveikslas. Nuosavybės grąža (ROE)	20
18 paveikslas. Skolos ir turto santykis	20
19 paveikslas. Skolos ir nuosavo kapitalo santykis	20
20 paveikslas. Einamojo likvidumo koeficientas	21
21 paveikslas. Kritinio likvidumo koeficientas	21
22 paveikslas. Beaver profilio analizė	34
23 paveikslas. PST pajamų Lietuvoje ir BVP koreliacija	36
24 paveikslas. Lietuvos BVP ir PST pajamų kaita 2004-2010 m. bei prognozės	37
25 paveikslas. PST pardavimo savikainos kaita ir prognozės 2011-2020 m., mln. Lt.	38
26 paveikslas. PST veiklos rezultato kaita ir prognozės 2011-2020 m.	38
27 paveikslas. PST ilgalaikio nematerialaus turto kaita ir prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	40
28 paveikslas. PST trumpalaikio turto kaita ir prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	41
29 paveikslas. Beta koeficientas	45
30 paveikslas. PST akcijos kainos kaita nuo 2004-01-01 iki 2011-11-18	47
31 paveikslas. PST profilio analizė	49

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. AB „Panevėžio statybos trestas“ pagrindiniai akcininkai	8
2 lentelė. PST įmonių grupę 2011 06 30 sudarančios bendrovės	8
3 lentelė. PST užimama rinkos dalis	14
4 lentelė. Geografinis PST grupės pajamų pasiskirstymas	1 priedas
5 lentelė. PST turto panaudojimo efektyvumo rodikliai	1 priedas
6 lentelė. Statybos sektoriaus skolų tiekėjams apyvartumas, tūkst. Lt.	1 priedas
7 lentelė. Statybos sektoriaus grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumas, tūkst. Lt.	1 priedas
8 lentelė. PST pelningumo rodikliai	1 priedas
9 lentelė. PST kapitalo struktūra	1 priedas
10 lentelė. Statybos sektoriaus pagrindiniai kapitalo struktūros rodikliai, tūkst. Lt.	1 priedas
11 lentelė. PST likvidumo rodikliai	1 priedas
12 lentelė. Įmonės vertinimo tikslai	23
13 lentelė. Lietuvos BVP ir PST pardavimo pajamų prognozės 2011-2020 m.	37
14 lentelė. PST pardavimo savikainos prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	37
15 lentelė. PST veiklos rezultato prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	38
16 lentelė. PST ilgalaikio materialaus turto (IMT) prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	39
17 lentelė. PST ilgalaikio nematerialaus turto prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	40
18 lentelė. PST trumpalaikio turto prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	41
19 lentelė. PST ilgalaikių įsipareigojimų prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	42
20 lentelė. PST trumpalaikių įsipareigojimų prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	42
21 lentelė. PST finansinių veiklos sąnaudų prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.	43
22 lentelė. PST laisvieji pinigų srautai (FCFF), Lt.	43
23 lentelė. Nerizikingo pelno norma	44
24 lentelė. WACC	46
25 lentelė. Diskontuotieji pinigų srautai ir įmonės vertė, Lt.	47
26 lentelė. Prognozuojama PST akcijos kaina 2011-2015 m.	47
27 lentelė. Palyginamųjų rodiklių formulės	48
28 lentelė. PST vertinimas palyginamųjų rodiklių metodu	48

IVADAS

Temos aktualumas. Daugelyje šaltinių galima pastebėti, kad vienu iš svarbiausių sektorių Lietuvoje bei Europoje yra laikomas statybos sektorius. Statybos sektorius Europoje pasižymėjo kaip vienas iš labiausiai nukentėjusių nuo pasaulį 2008 – 2009 metais ištikusios ekonominės krizės. Lietuvoje šis sektorius 2007 metais, kai ekonomika buvo augimo stadijoje, užėmė 9% BVP. AB „Panevėžio statybos trestas“ yra viena didžiausių Lietuvoje ir jau daugiau nei 50 metų veikianti statybos bendrovė. AB „Panevėžio statybos trestas“ tikrosios akcijos vertės žinojimas yra labai naudingas įmonės vadovybei, esamiems ir potencialiems investuotojams ir įmonės kreditoriams.

Problemoms apibūdinimas. Ar įmonės akcijų kaina rinkoje atitinka tikrąją įmonės akcijų vertę?

Darbo tikslas. Nustatyti AB „Panevėžio statybos trestas“ tikrąją akcijos kainą 2010-12-31 ir palyginti ją su akcijos rinkos kaina bei pateikti rekomendacijas esamiems ir potencialiems investuotojams.

Uždaviniai:

1. Atlikti išorinę ir vidinę įmonės analizę;
2. Atlikti vertės nustatymo metodų palyginamąją analizę ir pasirinkti labiausiai tinkamus metodus nagrinėjamos įmonės vertinimui;
3. Pasirinktais dviem metodais apskaičiuoti tikrąją įmonės akcijos vertę;
4. Palyginti dabartinę akcijos kainą rinkoje su kainomis rastomis naudojant anksčiau minėtus metodus;
5. Pateikti rekomendacijas potencialiems investuotojams arba dabartiniams akcijų savininkams.

Tyrimo metodai. Palyginamoji įmonės vertės nustatymo metodų analizė, koreliacinė analizė, finansinių rodiklių analizė, diskontuotų pinigų srautų, tenkančių įmonei, metodas ir palyginamosios vertės metodas.

Praktinė darbo vertė. AB „Panevėžio statybos trestas“ tikrosios akcijos vertės žinojimas yra naudingas daugeliui žmonių: pačiai įmonei, t.y. jos vadovybei, nes parodo tikrąją įmonės situaciją ir leidžia priimti tinkamus sprendimus; taip pat įmonės akcininkams, nes leidžia priimti tinkamą sprendimą akcijas laikyti ar parduoti; potencialiems įmonės akcininkams, nes jiems bus lengviau apsispręsti, ar verta šiuo metu pirkti įmonės akcijas; bei bendrovės kreditoriams, nes parodys tikrąją bendrovės finansinę situaciją.

1. SITUACIJOS ANALIZĖ

Šioje darbo dalyje bus pristatyta įmonė, atlikta įmonės vidinė bei išorinė analizė. Informacija, jei nenurodyta kitaip, yra paimta iš AB „Panevėžio statybos trestas“ metinių bei tarpinių finansinių ataskaitų ir bendrovės internetinio puslapio www.pst.lt.

1.1. Bendra informacija apie įmonę

AB „Panevėžio statybos trestas“ – tai 1957 metais Panevėžyje įsteigta bendrovė, kuri ilgą laiką buvo Šiaurės Lietuvos statybos trestas. Susikūrimo pradžioje, 1957 metais buvo Valstybinis statybos trestas Nr. 9, o jau už metų pradėjo plėtoti savo veiklą kaip „Panevėžio statybos trestas“. 1990 m. bendrovė pradėjo savo veiklą vykdyti Rusijoje, Čerepovece. 1991 metais įmonė buvo įregistruota kaip Panevėžio valstybinė akcinė statybos įmonė, pirmą kartą suformuotas įmonės įstatinis kapitalas, kurio 77% priklausė valstybei, likusieji – akcininkams. Praėjus dviems metams, įmonė vėl ėmė veikti kaip AB „Panevėžio statybos trestas“ (PST), buvo sukurtas įmonės logotipas. 1998 metais įmonėje buvo įvesta kokybės vadybos sistema, suteiktas atitikimą ISO 9002:1994 standartams patvirtinantis sertifikatas. Dar po metų įvykus privatizacijai, didžiausią akcijų paketą – 49.9% - įsigijo bendrovė „Panevėžio keliai“. 2000 metais bendrovė pastatė ir įrengė pirmąjį savo objektą Vakarų Europoje – parodų paviljoną „EXPO 2000“ Hanoveryje, Vokietijoje. Nuo 2003 m. kasmet atsitikdavo svarbių įvykių įmonės gyvenime:

2003 m. bendrovei suteikta licencija projektavimo darbams;

2004 m. įdiegta aplinkos apsaugos vadybos sistema, atitinkanti ISO 14001 standarto reikalavimus;

2005 m. Suomijos investicinis bankas Evli ir FMĮ „Suprema“ įsigijo 33.34% PST bendrovės akcijų;

2006 m. 2006 m. liepos 13 d. į Vilniaus vertybinių popierių biržos (VVPB) Oficialųjį prekybos sąrašą buvo įtrauktos bendrovės paprastosios vardinės akcijos;

2007 m. įmonės veikla įvertinta Nacionaliniu kokybės prizu – bendrovės pastatyta Šiaulių arena apdovanota Metų gaminio aukso medaliu;

2008 m. įdiegta darbuotojų saugos ir sveikatos sistema, atitinkanti tarptautinio standarto OHSAS 18001 reikalavimus; Lietuvos nacionalinis akreditacijos biuras, akreditavo 5 metams įmonės statybinę laboratoriją pagal LST EN ISO/IEC 17025:2005, suteikdamas jai teisę atlikti statybinių medžiagų bandymus;

2009 m. dėl finansinės krizės įmonės apyvartos krito, tačiau PST sugebėjo išlikti didžiausia statybine įmone Lietuvoje. Už Panevėžio universalios sporto arenos „CIDO ARENA“ statybą įmonė apdovanota „Lietuvos metų gaminio“ Aukso medaliu;

2010 m. įmonė įkūrė dukterines įmones Lenkijoje ir Jungtinėje Karalystėje. Už Tauragės nuotekų valymo įrenginių statybą įmonė apdovanota „Lietuvos metų gaminio“ Aukso medaliu.

Nuo 2006 m. akcinė bendrovė DnB NORD bankas tvarko AB „Panevėžio statybos trestas“ išleistų vertybinių popierių apskaitą. Bendrovės įstatinį kapitalą sudaro 16,350,000 Lt, padalintų į 16,350,000 paprastąsias vardines akcijas, kurios vieneto nominali vertė – 1 Lt. Visos akcijos yra nematerialios ir visiškai apmokėtos, nei vienas akcininkas neturi jokių specialių kontrolės teisių.

Paprastųjų akcijų savininkai turi vieno balso už vieną akciją teisę patronuojančios bendrovės akcininkų susirinkime bei teisę gauti dividendus kai jie paskelbiami ar lėšas įstatinio kapitalo mažinimo atveju. 2011 m. birželio 30 d. bendrovė turėjo 2552 akcininkus, žemiau 1 lentelėje pateikiamas sąrašas akcininkų, turinčių ar valdančių daugiau kaip 5% bendrovės įstatinio kapitalo.

1 lentelė. AB „Panevėžio statybos trestas“ pagrindiniai akcininkai

Akcininkas	Akcijų skaičius (vnt.)	Turima įstatinio kapitalo dalis (%)
AB „Panevėžio keliai“	8 138 932	49.78
Bank of New York	1 040 000	6.36
Skandinaviska Enskildas Banken clients	1 017 155	5.94

Kitos akcijos, tai yra 37.92% visų įmonės akcijų, yra laisvai cirkuliuojančios. Be to, bendrovė, jos dukterinės įmonės ar joks kitas asmuo, kuris veiktų savo vardu, bei bendrovės interesais ar lėšomis, nėra įsigiję bendrovės akcijų. Šiuo metu užsienio kapitalo dalis įmonėje yra 12.3% arba 2057155 Lt.

Grupės pagrindinė veikla yra įvairios paskirties pastatų, statinių, įrenginių, komunikacijų ir kitų objektų statyba bei projektavimas Lietuvoje ir už jos ribų, statybinių medžiagų pardavimas, nekilnojamo turto vystymas, patalpų ir mechanizmų nuoma.

AB „Panevėžio statybos trestas“ vizija – tapti pripažinta statybos sektoriaus lydere, naudojančia pažangias technologijas, garantuojančia kokybę bei sutartus darbų atlikimo terminus.

Bendrovės misija – sąžiningai vykdydama įsipareigojimus, plėtodama ilgalaikį bendradarbiavimą ir siūlydama brandžius statybų sprendimus, bendrovė didina vertę akcininkams ir plėtoja savo veiklą. Įmonė taip pat skelbiasi kurianti aukštesnės kokybės aplinką verslui, visuomenei ir žmonėms.

Akcinė bendrovė savo pagrindines vertybes įvardina kaip sąžiningumą, atsakingumą, profesionalumą, kokybišką darbą bei efektyvius sprendimus.

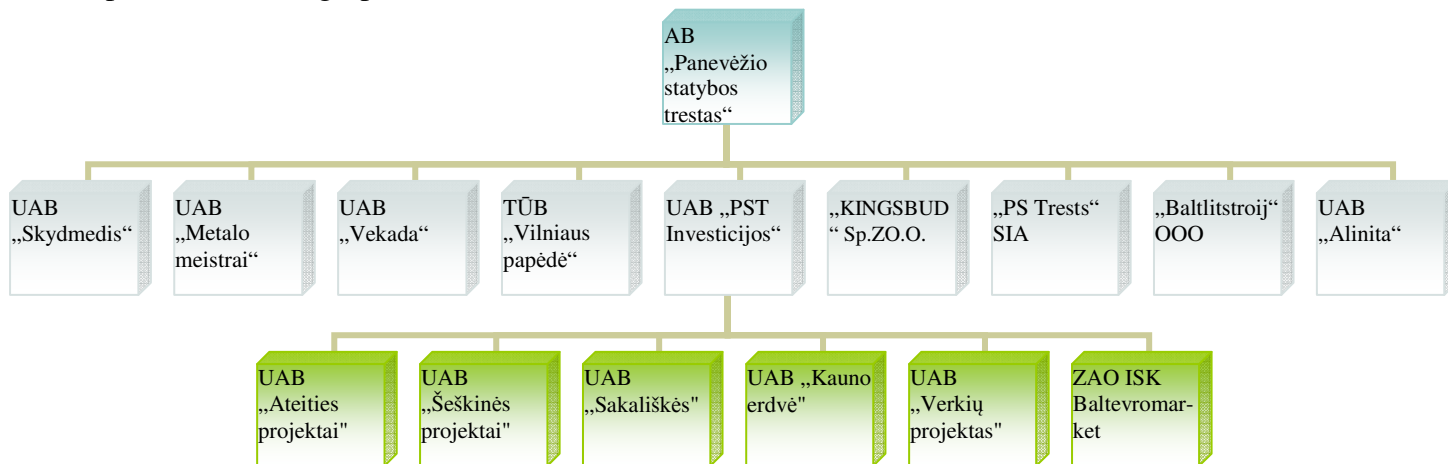
Bendrovė 2011 metais turėjo devynias dukterines įmones, informacija apie dukterines įmones pateikta 2 lentelėje.

2 lentelė. PST įmonių grupę 2011 06 30 sudarančios bendrovės

Dukterinė įmonė	Veiklos pobūdis	Valdoma dalis (%)	Buveinė
UAB „Skydmedis“	Medinių konstrukcijų gamyba	100	Panevėžys
UAB „Metalų meistrai“	Medinių konstrukcijų gamyba	100	Panevėžys
UAB „Vekada“	Elektros montavimo darbai	96	Panevėžys
TŪB „Vilniaus papėdė“	Statybos darbai	69	Vilnius
UAB „Alinita“	Pastatų vėdinimas ir kondicionavimas	100	Klaipėda
„KINGSBUD“ Sp.ZO.O.	Statybinių medžiagų didmeninė prekyba	100	Suvalkai
„PS Trests“ SIA	Statyba	100	Ryga
„Baltlitstroij“ OOO	Statyba	100	Kaliningradas
UAB „PST Investicijos“	Nekilnojamo turto vystymas	68	Vilnius

Įmonė UAB „PST Investicijos“ turi šešias dukterines įmones, kurias visas valdo 100%. Penkios iš dukterinių įmonių yra įsikūrusios Vilniuje ir užsiima nekilnojamo turto plėtra ir pardavimu, o šeštoji yra Kaliningrade ir veiklą vykdo kaip investicinė statybos įmonė. Žemiau esančiame paveiksle pateikiama holdingo struktūra.

1 paveikslas. PST grupės struktūra



2010 m. gruodžio 31 d. duomenimis, grupėje iš viso dirbo 1067 darbuotojų, o per 2011 m. I pusmetį vidutinis darbuotojų skaičius išaugo iki 1202. Vidutinis bruto darbo užmokestis vadovams šiemet sumažėjo 1273 Lt lyginant su 2010 m., specialistams vidutinis darbo užmokestis sumažėjo 457 Lt tuo pačiu laikotarpiu, o darbininkams – išaugo 213 Lt.

Bendrovės finansinėse ataskaitose pateikiama informacija apie geografinį pajamų pasiskirstymą. Didžiausią dalį pajamų, daugiau nei 90%, bendrovė gauna Lietuvoje, dažnai apie 6% metinių pajamų bendrovė gauna Rusijoje, mažesniąją procentą Skandinavijos šalyse. Šiemet bendrovė įėjo į Didžiosios Britanijos rinką, kur pirmo pusmečio pajamos sudarė 2.59% visų pajamų, beveik dvigubai daugiau nei tuo pat metu Skandinavijos šalyse.

Bendrovė planuoja siekti gerų rezultatų ir 2011 metais bei pardavimų apimtimis viršyti 2010 metus. Nors ekonominis fonas šalyje bei statybų rinkoje nėra palankus, stabilumą ateinančiais metais AB „Panevėžio statybos trestas“ sieks išlaikyti tęsdami pradėtus darbus, ieškodami galimybių įgyvendinti naujus projektus ir turėdami tikslą išlikti didžiausia statybų bendrove Lietuvoje.

1.2. Verslo rizikos vertinimas

1.2.1. Sektoriaus analizė

Profesinio mokymo metodikos centro 2008 m. išleistoje „Statybos sektoriaus studijoje“ rašoma, kad statybos sektorius – vienas svarbiausių Europos Sąjungoje, nes jame sukuriama apie 10% BVP ir jis teigiamai veikia užimtumo augimą kitose susijusiose ekonominėse veiklose. Daugelyje šaltinių (pvz.: Angliškame DnB Nord banko 2010-ųjų Baltic Rim Economies leidinyje, Europos komisijos ataskaitoje) rašoma, kad Lietuvoje labiausiai ekonominio nuosmukio buvo paveikti statybos ir nekilnojamojo turto sektoriai.

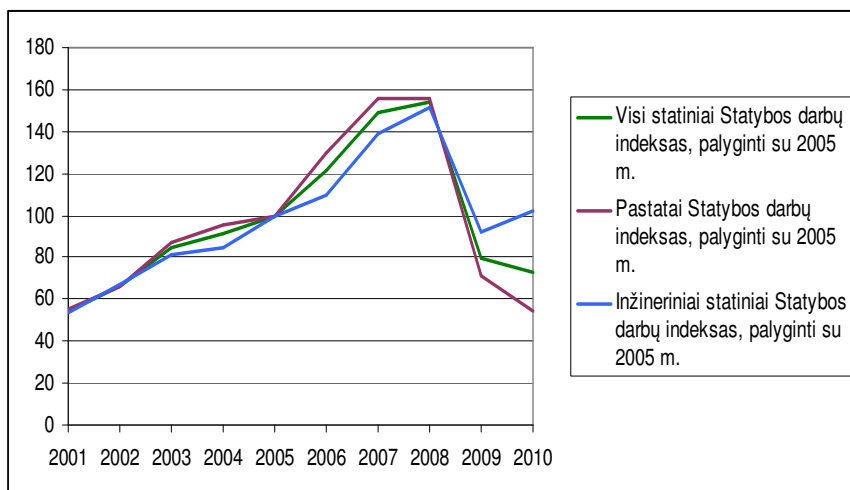
DnB Nord banko 2010-ųjų Baltic Rim Economies: By Country leidinyje pabrėžiama, kad Baltijos šalys demonstravo giliausią nuosmukį Europos Sąjungoje (pagal BVP metinį pokytį palyginamosiomis kainomis). Taip pat rašoma, kad 2009 metais ženkliausiai krito transporto paslaugų eksportas, statybų eksportas nusmuko net 27%. Tame pačiame leidinyje minima, kad statybų ir pramonės pridėtinės vertės svoris 2009 m. ypač susitraukė – statybos pridėtinė vertė nukrito nuo 10% iki 6.3%. Pagal ekonominėse veiklose sukurtos realios pridėtinės vertės metinį pokytį, statybos sektorius išsiskiria labiausiai, nes krito nuo 0.8% iki -43.3%. DnB Nord banko leidinio „Lietuvos ekonomikos perspektyvos“ pristatyme guodžia tai, kad 2010 metais statybos sektoriuje sukurta pridėtinė vertė pakilo iki -7.1%. Dar vienas džiuginantis faktas yra tai, kad 2010 m. visi ūkio sektoriai pagerino pelno rodiklius, statybos sektoriaus turto grąža iš -3.2% (2009 metais) pakilo iki -0.3%. Statybos sektorius pirmauja ir pagal darbo kaštų smukimą – vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis per metus sumažėjo 20.8% (nuo 2410 Lt iki 1909 Lt). Dar vienoje antraštėje minimas statybos sektorius, kur rašoma, kad išskirtinį užimtųjų skaičiaus sumažėjimą demonstravo apdirbamoji pramonė, statyba ir vidaus prekyba, statybos sektoriuje užimtųjų skaičius tūkstančiais 2008 metais buvo 159.5, o 2009 metais 101.4. Pastebima ir tai, kad statybos ir prekybos bendrovių įsiskolinimo lygis vis dar grėsmingas – statybos įsiskolinimo koeficientas 2009 metų pabaigoje buvo 58%.

Įmonės išorinės aplinkos analizės tikslas yra išsiaiškinti galimybes, kuriomis įmonė galėtų pasinaudoti, ir grėsmes, kurių reikėtų išvengti. Įmonės makro aplinkos įvertinimui pasirinkta PESTEL (*angl.* Political, Economic, Social, Technological, Environmental, Legal) analizė.

Politinė aplinka. Nuo įstojimo į Europos Sąjungą statybos sektorius žymiai patobulėjo, buvo modernizuotas, siekiant Europos statybų standartų. Lietuvos statybos kompanijos įgijo didesnes eksporto ir kvalifikacijos ugdymo galimybes, o pati Lietuva – teisę dalyvauti Europos Sąjungos finansuojamuose infrastruktūros plėtros projektuose bei naudotis skiriamais struktūriniais paramos fondais. Įstojimas į NATO, Lietuvos Ūkio ministerijos nuomone, padidino investicijų į Lietuvą patikimumą. Pagal Morkūnaitę (2010), iš viso dėl ES paramos 2008 m. pabaigai Lietuvos ūkyje buvo sukurta 26,8 tūkst. daugiau darbo vietų, nei būtų sukurta be ES paramos, statybos sektoriuje buvo sukurta apie 40% visų dėl paramos sukurtų darbo vietų. Tai paaiškina didžiulės investicijos į naujos viešosios infrastruktūros statybą paramos lėšomis bei sparčiausias lėšų, skirtų infrastruktūrai, įsisavinimas. Pasak Morkūnaitės (2010), nors tai turėjo teigiamų pasekmių sprendžiant regionų nedarbą, tačiau kartu prisidėjo prie nestabilios nekilnojamo turto sektoriaus plėtros, spaudimo darbo užmokesčiui kilti statybų sektoriuje ir stipraus ekonominio nuosmukio nuo 2008 m. rudens. Politiniai sprendimai turi didelės įtakos statybos sektoriui - mokesstinės bazės didinimas neigiamai veikia įmonių pelną. Nors yra daug juridiniams asmenims taikomų mokesčių, nagrinėjama bendrovė finansinėse ataskaitose mini tik pelno mokesčių, kuris apskaičiuojamas nuo metų apmokestinamojo pelno taikant galiojantį mokesčio tarifą (nuo 2010 m. sausio 1d. Pelno mokesčio tarifas yra 15%).

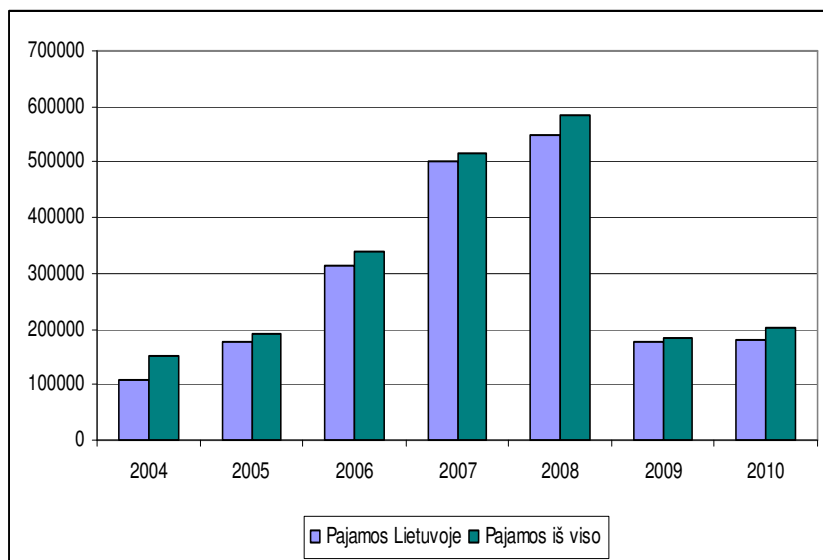
Ekonominė aplinka. AB „Panevėžio statybos trestas“ pajamos, kaip ir statybos sektorius, priklauso nuo ekonominės situacijos Lietuvoje, kuriai turi įtakos ekonominė situacija pasaulyje. Statybos sektoriui būdingas verslo cikliškumas, t.y. šis sektorius yra jautrus ekonominei šalies padėčiai, nes smarkiai priklauso nuo gyventojų gaunamų pajamų.

2 paveikslas. Šalies teritorijoje atliktų statybos darbų indeksai



Šaltinis: Lietuvos statistikos departamentas

3 paveikslas. Grupės pajamos 2004 – 2010 m.



kurių beveik 95% įvykdyta Lietuvos teritorijoje. Tokie statybos mastai, palyginti su antruoju 2010 m. ketvirčiu, sudarė 16,8% augimą, daugiausiai plėtėsi inžinerinių pastatų statyba (19%), mažiausiai – gyvenamųjų pastatų statyba (5%). Leidinyje pastebima, kad statybos ekonominės veiklos plėtrai daugiausiai įtakos turi negyvenamųjų pastatų statyba, tačiau antrasis 2011 m. ketvirtis buvo pirmasis nuo 2008 m. krizės, kai kilo ir gyvenamųjų pastatų statyba. Apžvalgoje teigiama, kad tokia situacija nestebina, nes gyvenamųjų pastatų statyba iš esmės buvo nekilnojamo turto bumo epicentre ir krizės metu labiausiai nukentėjo. Pagal naujų pastatų statybos sukuriamą vertę 2011 m. (beveik lygiai trečdalis visų atliktų statybos darbų vertės), matoma, kad statybų verslas plečiasi kur kas nuosaikesniais tempais nei 2005-2008 m. bumo metu, kai naujų pastatų statyba sukurdavo apie du trečdalius vertės. Apžvalgoje aiškinama, kad tai nulemta mažesnės paklausos, kuri po krizės daugiau remiasi ne spekuliaciniais, o realiais motyvais (statinių reikia ne siekiant uždirbti iš jų vertės pakilimo). Trečią ketvirtį iš eilės mažėja išduodamų leidimų naujoms gyvenamųjų pastatų statyboms, tačiau negyvenamųjų pastatų statyboms – auga, todėl galima laukti atvėsimo vėlesniu laikotarpiu. Išduodamų leidimų skaičiaus mažėjimą lemia demografinės priežastys, t.y. gyventojų skaičiaus šalyje mažėjimas, kuris mažina paklausą gyvenamajam plotui, bei dėl 2008 m. sunkmečio

Lietuvoje statybų sektorius intensyviai augo iki 2008 metų (žr. 2 paveikslą), o pasaulį ištikęs ekonominis nuosmukis taip neigiamai įtakojo šį sektorių, kad statinių apimtys 2009 metais nukrito iki 2003 metų lygio. Grupės pajamos tolygiai augo 2004-2008 metais, o 2009 metais krito dėl pasaulį ištikusios globalinės ekonominės krizės, lygiai taip pat kaip ir viso statybos sektoriaus Lietuvoje apimtys (žr. 3 paveikslą).

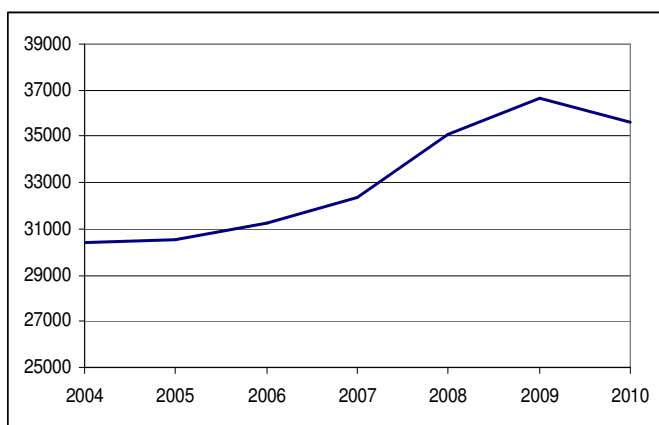
Naujausioje Lietuvos ekonomikos apžvalgoje 2011-09-13, išleistoje Ūkio Ministerijos, skelbiama, kad pirmąjį 2011 m. pusmetį statybų sektorius augo 17,4%, statybos darbų buvo atlikta už 2,4 mlrd. Litų. Taip pat rašoma, kad Lietuvos statistikos departamento duomenimis antrąjį 2011 m. ketvirtį statybos darbų atlikta už 1579 mln. Lt,

likę išaldyti projektai, kurių pabaigimui vykdytojai teikia pirmumą (nuo 2007 m. iki 2011 m. pirmosios pusės išduotų leidimų skaičius gyvenamųjų pastatų statybai yra beveik dvigubai didesnis nei jų pastatyta per tą patį laikotarpį).

Bendrovės finansinėse ataskaitose pažymima, kad bendrovė susiduria su užsienio valiutos keitimo rizika tuo atveju, kai pardavimai, pirkimai ir finansinės skolos denominuojami kitomis valiutomis nei litais ir bendrovė nenaudoja jokių finansinių priemonių, kad išvengtų užsienio valiutos keitimo rizikos.

Pagal Galiniene, Marčinską ir Malevskienę (2006), statybos sektoriaus paklausa ilgu laikotarpiu priklauso nuo gyventojų gimstamumo ir darbo užmokesčio, nes kuo daugiau gimsta žmonių ir kuo daugiau žmonės uždirba, tuo labiau jiems reikia kambarių, butų ar namų kur galėtų gyventi ar dirbti. Statybų rinkos produkto paklausą lemiantys veiksniai trumpu laikotarpiu yra galimybė gauti būsto kreditą ir būsto paskolų palūkanų normos (Galiniene ir kt., 2006).

4 paveikslas. Gimstamumas Lietuvos Respublikoje



Gimstamumo mažėjimas (žr. 4 paveikslą) Lietuvoje yra sąlygojamas daugybės veiksnių, tokių kaip emigracija, valstybės sprendimai susiję su išmokomis tėvams, ekonominė padėtis šalyje. Tačiau gimstamumas turėtų padidėti, kai Lietuvos Respublika atsigaus nuo ekonominio nuosmukio, taigi statybos sektoriaus paklausai ilgu laikotarpiu tai turės teigiamos įtakos.

Šaltinis: Lietuvos statistikos departamentas

5 paveikslas. Vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis Lietuvos Respublikoje, Lt.



Vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis Lietuvos Respublikoje augs, šalies ekonomikai gerėjant. Darbo užmokesčio smukimą įtakojo pasaulinė ekonomikos krizė. Kalbant apie darbo užmokesčio dinamikos įtaką statybų paklausai ilgu laikotarpiu, galima tikėtis darbo užmokesčio augimo, kuris teigiamai įtakos statybos sektoriaus paklausą.

Šaltinis: Lietuvos statistikos departamentas

Socialinė aplinka. "Nordea Bank Lietuvos" ekonomistas Ž.Mauricas Lietuvos demografinę padėtį vertina palankiai, jo teigimu yra susidaręs vadinamasis demografinis langas – 64% gyventojų yra darbingo amžiaus, bet jo nuomone ši kaip niekada palanki situacija netrukus pradės drastiškai

keistis ir po penkiolikos metų darbingo amžiaus žmonių bus mažiau nei šiuo metu yra darbo vietų. Ž.Mauricas pasakoja, kad Vakarų Europoje demografinis langas truko nuo 1960 iki 2000 m. – tuo metu Europa patyrė labai smarkų ekonomikos augimą. Anot Ž.Maurico, tokia palanki padėtis itin skatina bendrojo vidaus produkto kūrimą, nes galinčių dirbti yra daugiau. Pasak „Nordea“ ekonomisto, labiausiai nuo demografinių pokyčių yra priklausomas statybų sektorius – 20-40 metų gyventojai labiausiai skatina naujų būstų paklausą. „Nordea“ prognozuoja, kad darbingo amžiaus gyventojų kasmet mažės apie 15 tūkst., taigi yra tikimybė, kad naujų būstų paklausa smarkiai mažės ilgu laikotarpiu.

Lietuvos transporto ir tranzito plėtros strategijoje, kaip vienas iš svarbių statybos sektoriui veiksnių, įvardijamas mažas gyventojų mobilumas, lemiantis persikėlimo į mažesnius būstus sudėtingumą. Gyventojai pageidauja kraustytis į mažesnius būstus dėl lėšų trūkumo didelių butų išlaikymui, dėl vis didėjančio gyventojų pajamų skirtumų augimo. Gyventojų gyvenimo būdo pokyčiai skatina migraciją į didžiuosius Lietuvos miestus, dėl mokslo ar darbo, kas teigiamai įtakoja statybos sektorių, nes naujų gyvenamųjų namų paklausa auga.

Technologinė aplinka. Statybos sektoriui turi didelės įtakos technologiniai pokyčiai - Lietuvos statybos sektorius stengiasi neatsilikti nuo pasaulio ir bando įdiegti modernias technologijas, kurios sukuria naujas galimybes, padidina darbo našumą ir kokybę. Technologijų pažanga skatina sektoriaus augimą ir yra tiesiogiai susijusi su įmonių konkurencingumu. Naujausios technologijos net leidžia sumažinti sezoniškumo įtaką statyboms. Pagal „Statybos sektoriaus studiją“, Lietuvoje dauguma statybos sektoriaus įmonių naudoja modernias technologijas, kurių diegimas turėtų tęstis ir ateityje. Studijoje išskiriamos labiausiai naudojamos technologijos: sąmatų rengimo kompiuterinės programos, montavimo bei priežiūros prietaisai, modernios statybinės ir montavimo mašinos bei pastatų ir statinių kompiuterinio programavimo programinė įranga.

Aplinkosaugos aplinka. Statybos sektorius prisideda prie didelio energijos sunaudojimo, atliekų susidarymo, žaliavų sunaudojimo, todėl siekiama modernių technologijų dėka visa tai sumažinti. Lietuvos Respublikos statybos įstatymas reglamentuoja su statybomis susijusius aplinkosaugos klausimus.

Teisinė aplinka. „Statybos sektoriaus plėtotės strategijoje“ pastebima, kad sąžiningai konkurencijai sąlygas sudaro Viešųjų pirkimų įstatymas, kuriame reglamentuojami užsakymai tik iš visuomenės lėšų, tačiau šis įstatymas nėra pritaikytas statybai ir neįvertina statybos darbų įvairovės ir specifikos. „Statybos sektoriaus plėtotės strategijoje“ kaip vienas iš pagrindinių trukdžių statybos plėtrai Lietuvoje yra įvardijama teisinė bazė, t.y. dviprasmiški įstatymai, dažna jų kaita, viešieji pirkimai, statybų normavimo bei reglamentavimo sistemos ir šiuolaikinių technologijų bei galiojančių sąnaudų apskaitos standartų neatitikimas. Didelė dalis darbų statybos sektoriuje yra fiziniai bei pavojingi ir sunkiomis sąlygomis, todėl įmonės veiklą vykdančios šiame sektoriuje turi užtikrinti kuo mažesnę nelaimingų atsitikimų skaičių ir kuo geresnes darbo sąlygas. Dar vienas šio sektoriaus bruožas – nelegalaus darbo problema. Pagal A.Jakutį, V.Kazlovą ir D.Kvartūną, Lietuvos valstybinė statybos politika gali būti apibūdinama kaip rekomendacinio, o ne priverstinio pobūdžio, ir nors seimas pagal konstituciją yra aukščiausia politikos proceso grandis, tačiau statybos politikos plėtros kryptys priklauso nuo Aplinkos ir kitų statyba suinteresuotų ministerijų, departamentų, asociacijų, profesinių sąjungų ir kitų grupių bendro darbo.

1.2.2. Konkurencinė pozicija

Internete mirga skambūs žodžiai apibūdinantys AB „Panevėžio statybos trestą“ kaip „statybos rinkos milžinę“ (investar.lt) ar „viena didžiausių statybos bendrovių“ (lrytas.lt). Kokią iš tiesų statybos rinkos dalį užima ši bendrovė nei bendrovės ataskaitose, nei kitur internete nėra skelbiama. AB „Panevėžio statybos trestas“ rinkos užimamos dalies Lietuvoje dinamika pavaizduota žemiau esančioje lentelėje. Dažniausiai grupė užima daugiau nei 2% Lietuvos statybos rinkos, vidurkis 2005 – 2010 m. buvo 2.31%. Lietuvoje įmonė vadinama dominuojančia, kai užima daugiau nei 40% rinkos, tačiau statybos sektoriuje Lietuvoje net pastovūs 2% yra nemažai, nes 2009 metais PST buvo didžiausia statybos bendrovė Lietuvoje.

3 lentelė. PST užimama rinkos dalis

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PST pardavimo pajamos, Lt.	191,590	339,512	516,980	586,090	184,685	200,529
Statybos sektoriaus pajamos, tūkst. Lt.	10,324	14,036	20,164	20,856	9,373	9,020
PST užimama rinkos dalis	1.86%	2.42%	2.56%	2.81%	1.97%	2.22%

Grupės finansinėse ataskaitose skelbiama, kad „pagrindines grupės veiklos rizikas sudaro konkurencija su kitomis statybos bei rangos kompanijomis grupės veiklos rinkose, subrangovų bei kitų verslo partnerių patikimumas, gamybos pajėgumų valdymas bei patyrusių ir kvalifikuotų darbuotojų pritraukimas bei jų išlaikymas“. Už šias rizikas mažinančių procesų ir procedūrų įdiegimą yra atsakingi grupės aukščiausio lygio vadovai. Vadovybė užtikrina, kad darbuotojai turėtų tinkamą kompetenciją, patirtį ir naujausias žinias, siunčia darbuotojus į kvalifikacijos kėlimo kursus, veda vidinius mokymus. Grupėje įdiegtos vidaus kontrolės, kur operaciją atliekančio asmens rezultatas yra patikrinamas dar vieno kontroliuojančio asmens autorizuojant operaciją – tai vadinama keturių akių principu. Grupė samdo išorinį auditorių vidinių procesų efektyvumo patikrai, yra sudarinėjami vidaus auditoriaus vidinių procesų audito grafikai, pagal gautas rekomendacijas peržiūrimi procesai ir stiprinamos vidinės kontrolės. Valdyba bei vadovybė pastoviai renkasi į posėdžius, kurių metu yra aptariami grupės veiklos rezultatai, identifikuojamos veiklos rizikos bei sukuriama planai šių rizikų padarinių minimizavimui ar jų eliminavimui.

2010 metų metinėje finansinėje įmonės ataskaitoje teigiama, kad „rinkos dalyviai vertina bendrovę kaip patyrusią, didelių ir technologiškai sudėtingų objektų statytoją“. Aiškinama, jog „tokio klientų požiūrio pasiekta, atkakliai dirbant ir nuolat tobulinant įmonę iš vidaus – bendrovėje dirba kvalifikuoti ir patyrę darbuotojai, bendrovė turi ne vieną atestatą, licenciją bei sertifikatą, liudijantį apie kokybišką, europinius standartus atitinkančią įmonės vadybą“. Ataskaitoje minima, kad „įmonė didelį dėmesį skyrė atliekamų darbų kokybei, aplinkosaugai, darbų saugai ir sveikatai“ – yra įdiegtos ir dirbama pagal tokias sistemas: kokybės vadybos sistemą LST EN ISO 9001:2008, aplinkosaugos vadybos sistemą LST EN ISO 14001:2005, darbuotojų saugos ir sveikatos vadybos sistemą BS OHSAS 18001:2007 (LST 1977:2008).

Ataskaitose yra išskiriami du veiklos segmentai – statyba ir nekilnojamojo turto vystymas. Didžioji dalis pajamų gaunama iš statybos, 2010 metais pajamos iš statybos veiklos sudarė 99.34% visų pajamų, 2011 metais grupė nepateikia informacijos apie veiklos segmentus, nes veikla apima vieną veiklos segmentą (statybas) ir sudaro daugiau nei 90% pardavimo pajamų ir turto.

Įmonė geografiškai yra išsidėsčiusi ne tik Lietuvoje, bet plečiasi ir į užsienį. Lietuvoje įmonės būstinė yra P.Puzino g., Panevėžyje, taip pat įmonė turi atstovybę Čerepovece bei filialą Kaliningrade, nuolatinę buveinę Jungtinėje Didžiosios Britanijos ir Šiaurės Airijos karalystėje.

Siekiant tinkamai įvertinti AB „Panevėžio statybos trestas“ konkurencinę poziciją, bus pasitelktas M.Porter penkių jėgų modelis. Porter modelį sudaro šios penkios jėgos: potencialūs konkurentai, tiesioginiai konkurentai, vartotojai, tiekėjai ir prekės pakaitalai.

Tiesioginiai konkurentai. AB „Panevėžio statybos trestas“ ataskaitose rašoma, kad pagrindiniai konkurentai buvo UAB „Ranga IV“ ir AB „YIT Kausta“, apie dabartinius pagrindinius konkurentus informacijos nepateikiama, nes dabar bendrovė tiesioginių konkurentų turi žymiai daugiau. Lietuvoje tiesioginės konkurentės yra šios didžiausios statybų bendrovės: „Tiltra Group“, Šiaulių plento grupė, „Panevėžio keliai“, „Vėtrūnai“, „Alvora“, „Litanos“ grupė, „Hidrostatyba“, „Montuotojo“ grupė ir „Mitnija“. Reikia nepamiršti vidutinio dydžio ir mažų statybos įmonių Lietuvoje, kurios taip pat yra tiesioginės konkurentės. Kadangi PST savo veiklą vykdo ne tik Lietuvos teritorijoje, todėl konkurencija yra ne tik vietinė, bet ir tarptautinė, tiesioginiai konkurentės yra ir Rusijos, Jungtinės Karalystės bei Skandinavijos statybos įmonės.

Potencialūs konkurentai. Atsigaunant pasaulinei ekonomikai, yra didelė tikimybė, kad atsiras daug naujų statybos įmonių tiek Lietuvoje, tiek užsienyje, nes reikės patenkinti kylančią paklausą, todėl potencialių konkurentų įėjimo į rinką rizika yra gana didelė, nepaisant įėjimo į rinką barjerų (didelis įstatinis kapitalas, aukšti kokybės reikalavimai). Nagrinėjama įmonė turi didelį pranašumą prieš potencialius konkurentus – didelę patirtį statybos šakoje.

Pirkėjai. Dėl plataus spektro statybos paslaugų teikimo, AB „Panevėžio statybos trestas“ pirkėjų yra labai daug ir labai įvairių – pradedant nuo valstybės (arenos, Valdovų rūmai) iki privačių asmenų. Didelis konkurencinis pranašumas padedantis išlaikyti ir pritraukti naujus pirkėjus statybos sektoriuje yra įmonės dydis. Kadangi ši įmonė yra viena didžiausių statybos įmonių Lietuvoje, jai neturėtų kilti problemų išlaikant esamus pirkėjus dėl atliekamų paslaugų kokybės. Tačiau pritraukti naujus pirkėjus gali būti sudėtingiau dėl kaltinimų dėl neteisėtos veiklos statant Valdovų rūmus. Daugumoje Lietuvos internetinių tinklaraščių (pvz.: delfi.lt, balsas.lt, alfa.lt, 15min.lt, iq.lt, lietuvoszinios.lt, vz.lt) galima rasti straipsnių apie taip, kaip Viešųjų pirkimų tarnybai sutartyje su PST radus daugybę pažeidimų, buvo pareikalauta nutraukti sutartį ir buvo sustabdytas Valdovų rūmų statybos pirmasis etapas. Straipsniuose rašoma, kad Valdovų rūmų kaina per visą statybų laikotarpį nuo 114 milijonų litų sumos išaugo beveik trigubai, todėl dėl galimo lėšų švaistymo kreiptasi į Generalinę prokuratūrą. Tokia informacija labai neigiamai veikia naujų pirkėjų pritraukimą bei skatina esamų klientų mažėjimą, kita vertus, tai užtikrina šios įmonės žinomumą. Bendrovė savo ataskaitoje aiškina, kad šių metų pirmo ketvirčio neigiamą rezultatą lėmė patirtos išlaidos dėl pirkėjų perteklinių užtikrinimo priemonių reikalavimų (garantijų), nepalankių bendrovei mokėjimo sąlygų bei dėl konkursų atidėjimų, apskundimų, laimėtų konkursų stabdymo, nesant pakankamam finansavimui. Pirkėjų derybinė galia šiame sektoriuje yra didelė, dėl to, kad rinkoje yra daug žaidėjų ir didelė konkurencija.

Tiekėjai. Statybų kaina didele dalim priklauso nuo žaliavų, o pastaruoju metu žaliavų kainai augant, tiesiogiai mažėja bendrovės pelno marža. Taigi AB „Panevėžio statybos trestas“ labai svarbu turėti

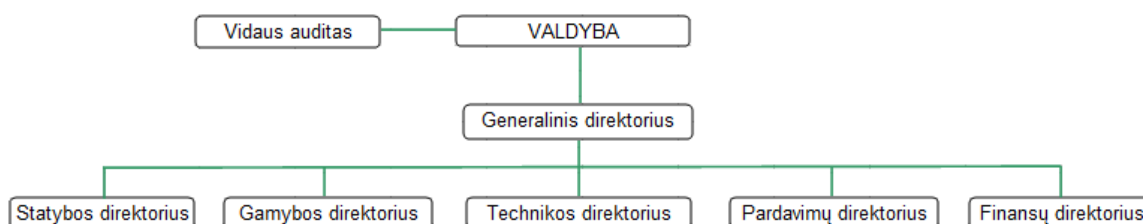
gerus tiekėjus, kurie ilgą laiką galėtų aprūpinti reikiamomis žaliavomis už kuo mažesnę kainą. Finansinėje ataskaitoje teigiama, kad „dėl statybos kainų kilimo 2009 – 2010 metais, bendrovė 2011 metų I pusmetį patyrė papildomų kaštų baigdamą objektus, finansuojamus iš ES fondų, nes dabartinė statybos kaina skyrėsi nuo anksčiau laimėtų konkursinių pasiūlymų kainos“. Taip pat, „dėl nepalankių bendrovei mokėjimo sąlygų su užsakovais padidėjo pirkėjų įsiskolinimas, o tuo pačiu ir skolos tiekėjams“. Tiekėjų derybinė galia yra didelė, nes jie nustato kainas, nuo kurių priklauso įmonės pelningumas.

Prekės pakaitalai. Sunku rasti pakaitalų statybos bendrovės teikiamiems produktams. Pavyzdžiui, pakaitalas gyvenamajam namui galėtų būti namelis ant ratų, palapinė ar nuoma seniau pastatyto pastato ar buto, tačiau šie pakaitalai nėra lygiaverčiai nuosavam namui. Kitiems statiniams, pavyzdžiui, sporto arenai, pakaitalų tikriausiai išvis nėra. Taigi šiame sektoriuje, prekės pakaitalų grėsmė yra labai maža ypač dėl didelės kainos pereinant nuo vienos prekės prie kitos.

1.2.3. Įmonės valdymas

AB „Panevėžio statybos trestas“ bendrovės valdymo organai yra visuotinis akcininkų susirinkimas, valdyba ir generalinis direktorius. Įmonės valdybą ne ilgesniam kaip keturių metų laikotarpiui renka visuotinis akcininkų susirinkimas. Šiuo metu bendrovės valdybą sudaro penki nariai (Remigijus Juodviršis - valdybos pirmininkas, Gvidas Drobužas, Irma Abramavičienė, Vilius Gražys ir Artūras Bučas). Šios valdybos narių kadencija baigsis 2014 metų lapkričio mėnesį. Valdyba renka ir atšaukia įmonės vadovą – generalinį direktorių, nustato jo atlyginimą, kitas darbo sutarties sąlygas, tvirtina pareiginius nuostatus, skatina jį ir skiria nuobaudas; renka valdybos pirmininką. Bendrovės vadovas yra vienasmenis bendrovės valdymo organas, kuris pagal savo įgaliojimus organizuoja einamąją ūkinę veiklą. Įmonės valdymo struktūra yra hierarchinė su trimis lygiais, kur aukščiausia valdžia yra vidaus auditas ir valdyba (žr. 6 paveikslą). Valdybai pavaldus generalinis direktorius, o šiam kiti penki direktoriai: statybos, gamybos, technikos, pardavimų bei finansų. Akcininkų susirinkimas renka audito komitetą, kurį sudaro trys nariai, kurių vienas yra nepriklausomas. Audito komiteto kadencijos laikotarpis - vieneri metai.

6 paveikslas. PST valdymo schema



Šaltinis: www.pst.lt

1.3. Finansinės rizikos vertinimas

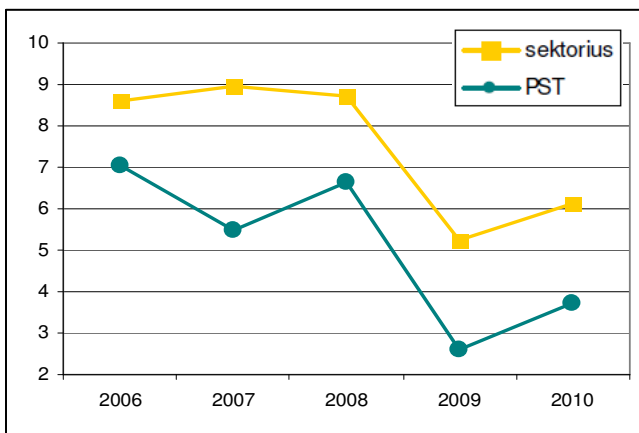
PST eksportuoja tik mažą dalį savo paslaugų (dažniausiai pajamų, gautų užsienio šalyse, skaičius nesiekia net 10% visų grupės pajamų, žr. 1 priedą, 4 lentelę), todėl atliekant finansinės rizikos vertinimą, grupės rodikliai lyginami su Lietuvos statybos sektoriaus vidurkiu. Sektoriaus duomenys naudojami šioje dalyje yra iš Lietuvos statistikos departamento.

1.3.1. Finansiniai rodikliai

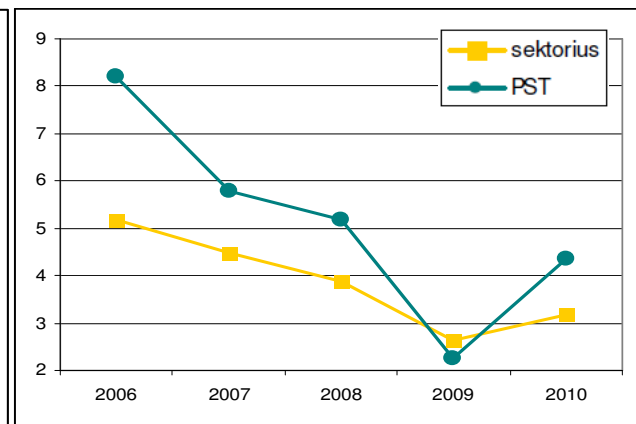
Grupės AB „Panevėžio statybos trestas“ finansinės ataskaitos yra audituojamos kasmet, paskutinis auditas buvo atliktas 2010 m., auditorius buvo UAB „KPMG Baltics“ (ši įmonė atlieka auditą nuo 2006 m., o 2004 m. ir 2005 m. – UAB „Deloitte“). Bendrovės valdyba parenka išorės auditoriaus kandidatūrą ir teikia pasiūlymus visuotiniam akcininkų susirinkimui jo tvirtinimui.

5 lentelėje (žr. 1 priedą) yra suskaičiuoti 2006-2010 m. turto panaudojimo efektyvumo rodikliai. Lietuvos statistikos departamentas įmonių apyvartumo rodiklius pateikia apie įmones kurios užsiima pastatų statyba, inžinerinių statinių statyba ir specializuota statybos veikla. Kadangi PST geba konkuruoti visose išvardintose srityse, grupės rodikliai bus lyginami su pastatų statybos, inžinerinių statinių ir specializuotos statybos vidurkiu visose šio poskyrio dalyse.

7 paveikslas. Atsargų apyvartumas, kartais



8 paveikslas. Gautinų sumų apyvartumas, kartais

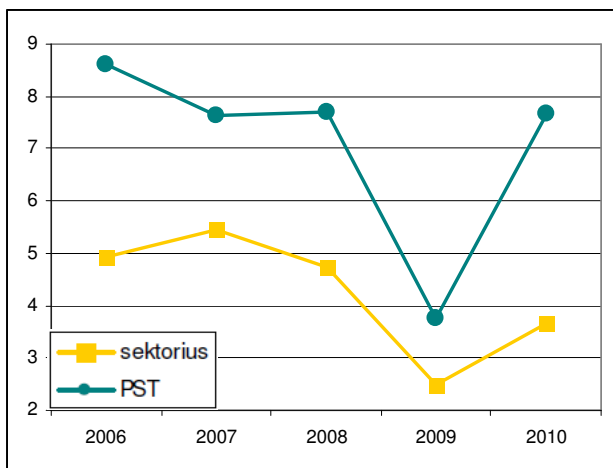


Atsargų apyvartumas rodo kaip greitai atsargos juda, kaip greitai jos realizuojamos ir uždirbami pinigai. Nasdaq rodiklių skaičiavimo metodikoje rašoma, kad didesnis atsargų apyvartumas mažina įmonės investicijas į atsargas ir didina atsargų valdymo efektyvumą. Atsargų apyvartumas dienomis rodo kiek dienų reikėtų, kad būtų parduotos turimos atsargos. Lyginant statybos sektoriaus atsargų apyvartumą kartais su grupės AB „Panevėžio statybos trestas“ atsargų apyvartumu (žr. 7 paveikslą), matoma, kad sektoriaus vidurkis yra geresnis nei grupės, t.y. bendrai statybos įmonėms sekasi geriau valdyti savo atsargas nei grupei. Išsiskiria 2007 m., kai įmonės atsargų valdymas buvo ypač neefektyvus, lyginant su sektoriaus vidurkiu. Visumoje šis rodiklis juda taip pat kaip sektoriaus, tai rodo, kad įmonė klaidų nepadarė, rodiklio mažėjimą lėmė ekonominė situacija. 2010 m. bendrovė vidutiniškai per 98 dienas realizavo savo turimas atsargas.

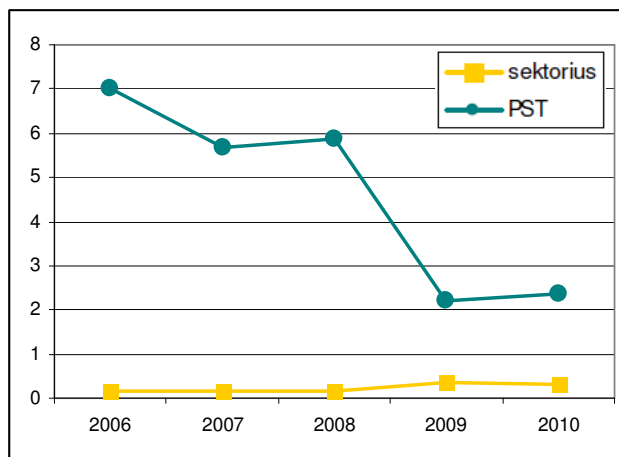
Gautinų sumų apyvartumas kartais (*angl.* accounts receivables turnover, Lietuvos statistikos departamento svetainėje tai pavadinta debitorinių įsiskolinimų apyvartumu, dar vadinama pirkėjų įsiskolinimo apyvartumu) palygintas su sektoriaus vidurkiu 8 paveiksle. Visais tiriamais metais, išskyrus 2009 m., PST efektyviau surinko gautinas sumas nei sektoriaus vidurkis, kas rodo aukštesnį įmonės veiklos efektyvumą nei sektoriaus. 2007, 2008 m. bendrovės rodiklio reikšmė nežymiai skyrėsi nuo sektoriaus vidurkio, o 2010 m. neviršijo 2008 metų skaičiaus, tad negalima teigti, kad bendrovės kreditavimo politika yra per griežta. Remiantis šiuo rodikliu, 2009 m. įmonei buvo sunkūs, nes tais metais gautinų sumų surinkimas buvo ypatingai neefektyvus, sektoriaus vidurkis tais metais taip pat krito, bet mažiau. 2009 m. tokį rodiklio šuolį tikriausiai įtakėjo smarkiai išaugęs pirkėjų įsiskolinimas, kuris buvo įtakotas pasaulinės finansinės krizės. Gautinų

sumų apyvartumas dienomis 2010 metais buvo 84 dienos, vidutiniškai per tiek dienų pirkėjai padengia savo įsiskolinimą.

9 paveikslas. Skolų tiekėjams apyvartumas, kartais



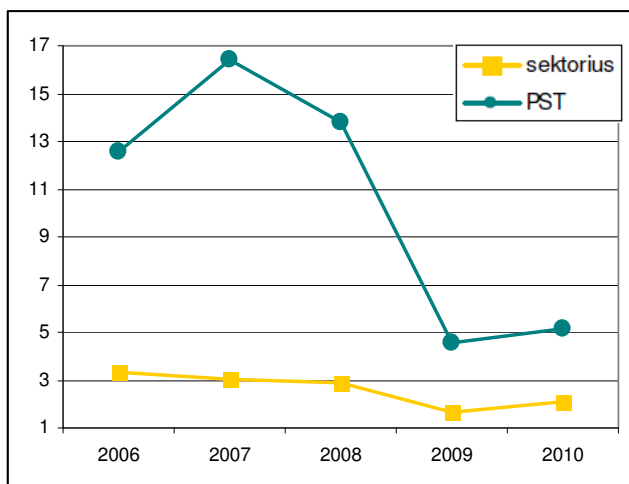
10 paveikslas. Grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumas



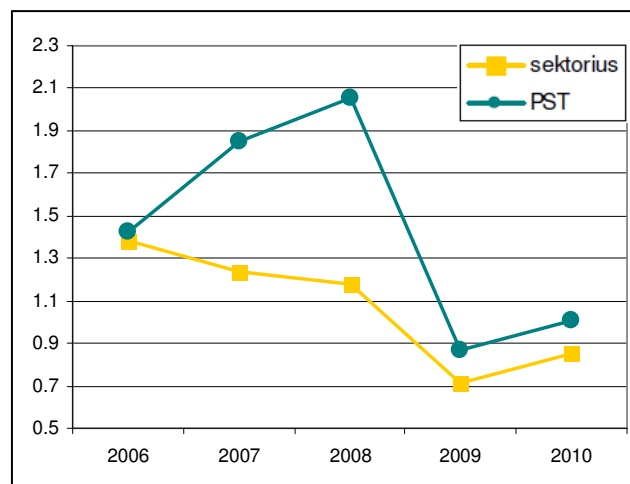
Lietuvos statistikos departamentas nepateikia statybos sektoriaus skolų tiekėjams apyvartumo rodiklio kaitos, dėl to šis rodiklis buvo suskaičiuotas darbo autorės, naudojant Lietuvos statistikos departamento pateikiamus duomenis (žr. 1 priedą, 6 lentelę). Grupei visą nagrinėjamą laikotarpį efektyviau sekėsi atsiskaityti su tiekėjais lyginant su sektoriaus vidurkiu (žr. 9 paveikslą). Grupės skolų tiekėjams apyvartumo rodikliui pastoviai būnant didesniai nei sektoriaus, negalima būtų daryti prielaidos, kad rodiklis yra didesnis dėl santykių su tiekėjais pablogėjimu. Skolų tiekėjams apyvartumas dienomis praėjusiais metais buvo vidutiniškai 48 dienos.

Grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumo skaičiavimai taip pat yra pateikti šio darbo 1 priede, 7 lentelėje. Šis rodiklis atspindi kiek pardavimo pajamų uždirba vienas į apyvartinį kapitalą įmonės investuotas litas. Bendrovė visą tiriamą laikotarpį, o ypač 2006-2008 m., buvo valdoma efektyviau nei sektoriaus vidurkis (žr. 10 paveikslą). Nors rodiklis ir krito ženkliai dėl krizės, sunerinti dėl galimo apyvartinių lėšų stygiaus neverta, nes praėjusiais metais rodiklis pradėjo kilti.

11 paveikslas. Ilgalaikio turto apyvartumas



12 paveikslas. Viso turto apyvartumas



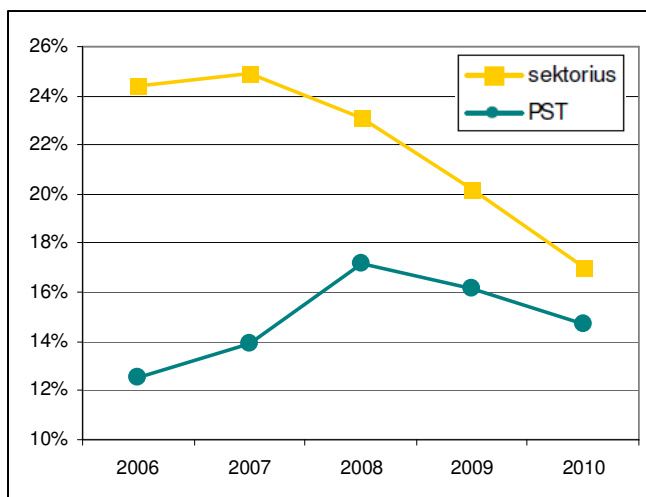
Pagal Nasdaq, ilgalaikio turto apyvartumas parodo, kiek vienas ilgalaikio turto litas uždirba pardavimo pajamų. Įmonės ilgalaikio turto apyvartumas visais metais buvo žymiai didesnis už

sektoriaus vidurkį (žr. 11 paveikslą), o tai rodo, kad įmonė su mažesnėmis investicijomis į ilgalaikį turtą uždirba didesnes pardavimo pajamas, efektyviau valdo ilgalaikį turtą. Viso turto apyvartumas parodo, kiek vienas turto litas sukuria pardavimo pajamų. Įmonė efektyviau valdo visą turtą, nes jos rodiklis visada aukštesnis už sektoriaus vidurkį (žr. 12 paveikslą). Abiejų šių rodiklių kritimas buvo sąlygotas ekonominio nuosmukio.

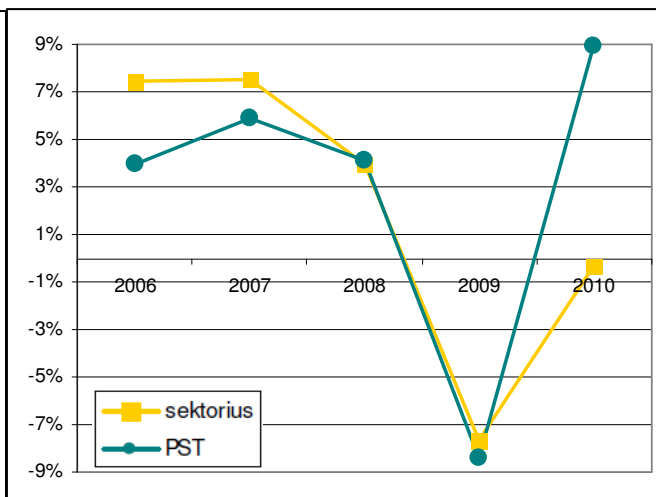
1.3.2. Pelningumo analizė

Atliekant pelningumo analizę, buvo suskaičiuoti įmonės pelningumo rodikliai ir palyginti su sektoriaus vidurkiu, skaičiavimai pateikti 1 priede, 8 lentelėje. Lyginat su sektoriumi, grupės bendrojo pelningumo rodiklis yra žemesnis (žr. 13 paveikslą), taigi įmonė neišnaudoja savo potencialo ir galėtų savo veiklą vykdyti efektyviau. Grynasis pelningumas, rodantis kiek procentų grynojo pelno uždirba vienas pardavimo pajamų litas, rodo, kad sektoriaus vidurkis buvo šiek tiek geresnis už įmonės (žr. 14 paveikslą), bet 2010 m. situacija pasikeitė, įmonė efektyviau pradėjo vykdyti savo veiklą, geriau kontroliuoti sąnaudas.

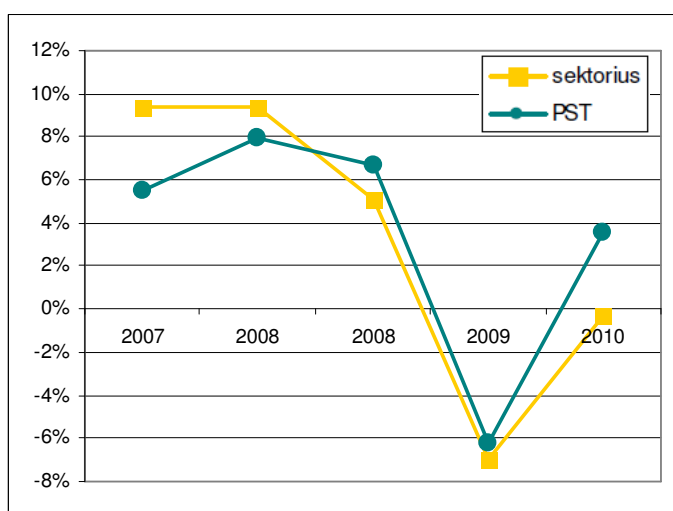
13 paveikslas. Bendrasis pelningumas



14 paveikslas. Grynasis pelningumas

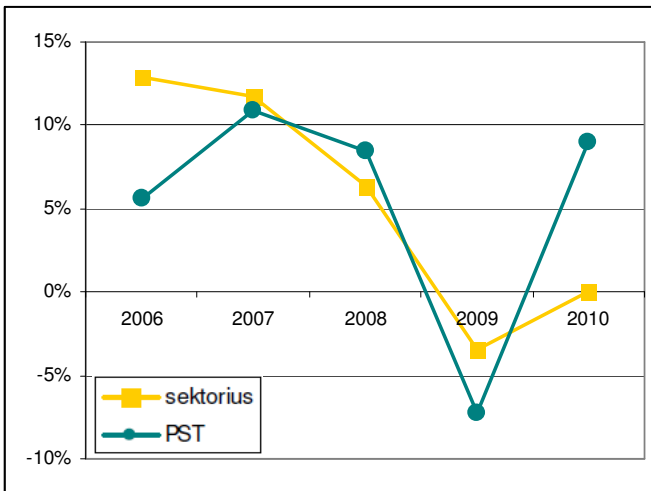


15 paveikslas. Veiklos pelningumas

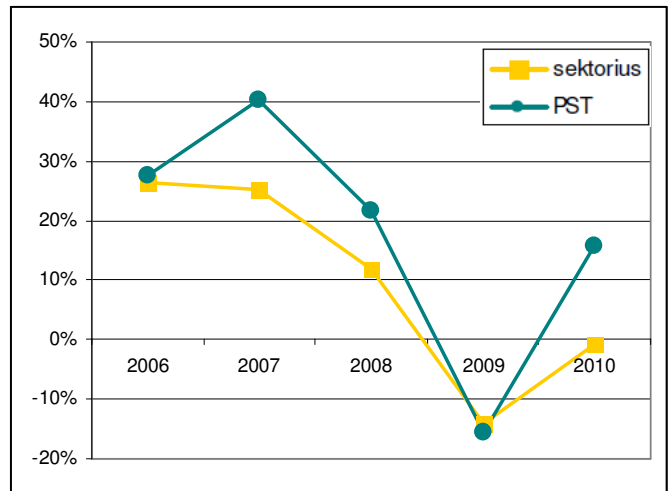


Veiklos pelningumas parodo, kad kiek procentų veiklos pelno uždirba vienas pardavimo pajamų litas. Įmonė paskutinius tris metus efektyviau valdė pardavimo pajamas (žr. 15 paveikslą), pardavimo savikainą ir veiklos sąnaudų lygį, kas lėmė didesnę įmonės veiklos pelningumą nei sektoriaus vidurkis. „Veiklos pelningumo koeficientas leidžia palyginti įmones su skirtingais finansavimo šaltiniais, kadangi parodo įmonės sugebėjimą gauti pelną neatsižvelgiant į jos finansavimo būdus“ (<http://www.auditum.lt>).

16 paveikslas. Turto grąža (ROA)



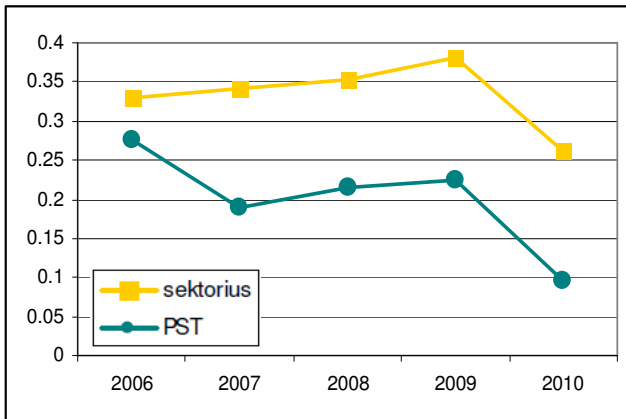
17 paveikslas. Nuosavybės grąža (ROE)



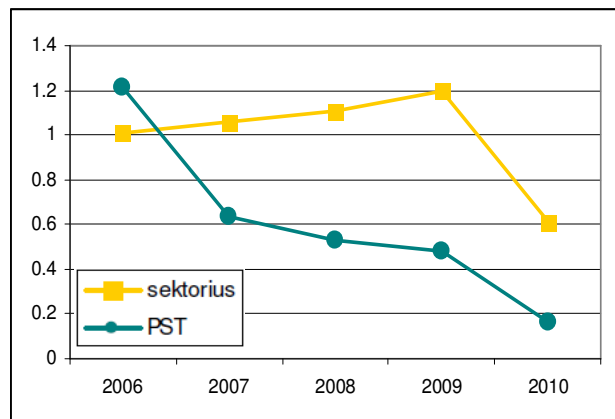
16 paveiksle pavaizduotas turto grąžos rodiklis, rodantis kiek litų grynojo pelno tenka vienam turto litui. Prieš krizę įmonė šiek tiek atsiliko nuo sektoriaus, bet praėjusius metais turta panaudojo efektyviau. Įmonės nuosavybės grąža dažnai didesnė už sektoriaus (žr. 19 paveikslą), tai rodo, kad įmonė akcininkų kapitalą sugebėjo panaudoti efektyviau. Rodiklio sumažėjimas, kaip ir visuose kituose grafikuose, buvo lemtas ekonominio nuosmukio. Guodžia tai, jog įmonė geba greičiau atsigauti lyginant su sektoriaus vidurkiu.

1.3.3. Kapitalo struktūra

18 paveikslas. Skolos ir turto santykis



19. Skolos ir nuosavo kapitalo santykis

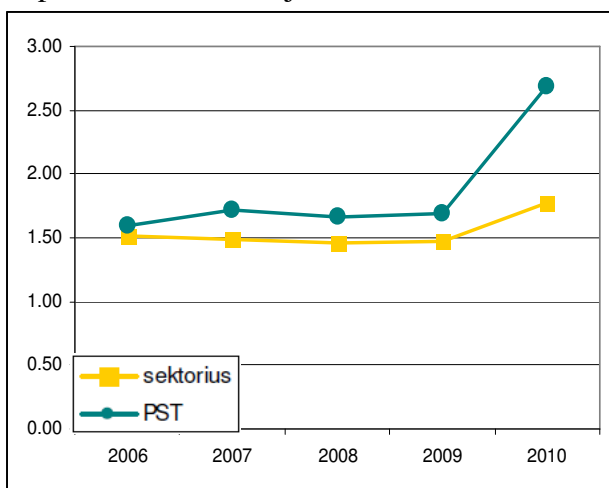


Duomenys ir skaičiavimai, kuriais remiantis buvo nubrėžti aukščiau esantys grafikai, yra pateikti 1 priede, 9 ir 10 lentelėse. Skolos ir turto santykis rodo, kokia dalis įmonės ilgalaikių ir trumpalaikių įsipareigojimų, susijusių su palūkanų mokėjimu, tenka vienam įmonės turto litui. Pagal Nasdaq, šis rodiklis atskleidžia kreditorių rizikos mastą, lyginant su įmonės turto balansine verte. 18 paveiksle matosi, kad įmonės tikėtina rizika kreditoriams mažesnė nei sektoriaus vidurkis. Skolos ir nuosavo kapitalo santykis yra vienas iš pagrindinių finansinio svėro rodiklių, parodantis, kiek litų trumpalaikių ir ilgalaikių skolų tenka vienam nuosavo kapitalo vienetui. PST finansinis svėras yra mažesnis nei sektoriaus vidurkis, situacija buvo kitokia tik 2006 m. Įmonės skolos yra mažesnės už įmonės nuosavybę, tikėtina, kad PST nesusiduria su didele finansine rizika, nesunkiai gali padengti savo palūkanų ir skolos grąžinimo mokėjimus ir gauti pakankamai lėšų tolesniam finansavimui.

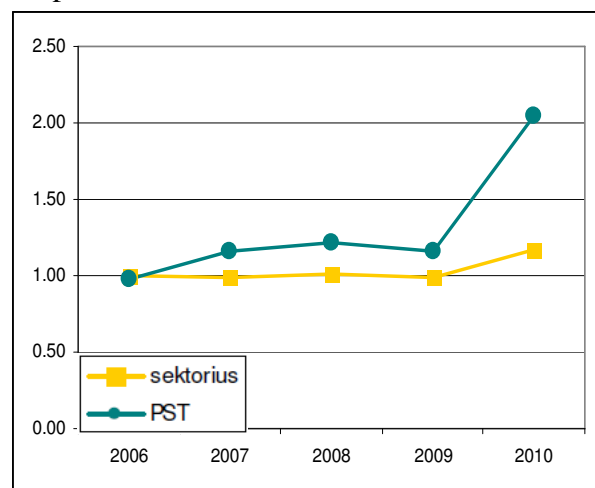
1.3.4. Finansinis lankstumas

20 ir 21 paveiksluose pavaizduota einamojo likvidumo koeficiento ir kritinio likvidumo koeficiento dinamika, skaičiavimai pateikti 1 priede, 11 lentelėje. Pirmasis rodiklis rodo, įmonės galimybę įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus, panaudojus turimą trumpalaikį turtą. Rodiklis rodo, kad įmonė sugeba efektyviau trumpalaikį turtą paversti pinigais ir taip apmokėti savo skolas bei padengti kitas mokėtinas sumas. Įmonė nesusiduria su trumpalaikio likvidumo problemomis. O paskutiniiais metais rodiklis viršijo 2, tai gali rodyti neefektyviai naudojamą atsargą bei neefektyviai valdomą kitą trumpalaikį turtą ir įsipareigojimus. Šis rodiklį naudinga nagrinėti kartu su kritinio likvidumo koeficientu. Praėjusiais metais einamojo likvidumo koeficientas reikšmingai padidėjo, bet kritinio likvidumo koeficientas taip pat reikšmingai padidėjo, tai reiškia, kad atsargos neišaugo ir padidėjimas nesusijęs su neefektyviu atsargų valdymu, o susijęs su ekonomine situacija. Apskaičiuojant 21 paveiksle pavaizduotą kritinio likvidumo koeficientą daroma prielaida, kad atsargos nėra likvidžios, o pirkėjų įsiskolinimas laikomas likvidžiu. Remiantis šio rodiklio reikšmėmis galima daryti išvadą, kad įmonė yra saugi ir neturėtų susidurti su trumpalaikio likvidumo problemomis.

20 paveikslas. Einamojo likvidumo koeficientas



21 paveikslas. Kritinio likvidumo koeficientas



1.4. Darbo problemos identifikavimas

Statybos sektorius yra vienas svarbiausių Europos Sąjungoje, nes jame sukuriama apie 10% BVP, tačiau ekonominio nuosmukio metu šis sektorius buvo vienas iš labiausiai nukentėjusių. AB „Panevėžio statybos trestas“ yra pati didžiausia statybos veiklą vykdančių įmonių Lietuvoje, kuri prieš ekonominę nuosmukį sparčiai plėtėsi. Pasaulinė ekonomikos krizė labai smarkiai paveikė šią kompaniją, jos pelningumo rodikliai žymiai krito, apyvartumo rodikliai taip pat smuko. Visas statybos sektorius labai lėtai pradeda atsigaivinti po krizės, taip pat ir AB „Panevėžio statybos trestas“ bando išspręsti krizės sukeltas problemas ir toliau išlikti didžiausia Lietuvos statybos įmone. Įmonės finansiniai rodikliai yra geresni nei sektoriaus vidurkis. 2010 m. įmonės teigiami veiklos rezultatai, stipri įmonės konkurencinė pozicija bei populiarumas leidžia daryti prielaidą, kad tikroji akcijos kaina turėtų būti didesnė už rinkos kainą. Atlikus įmonės išorinę ir vidinę analizę, kyla probleminis klausimas – ar įmonės akcijų (rinkos) kaina atitinka tikrąją įmonės vertę (akcijų kainą)?

2. ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMO METODAI

Šioje baigiamojo bakalaurinio darbo dalyje bus apžvelgti įmonės vertės nustatymo metodai bei bus pasirinkti labiausiai tinkantys metodai AB „Panevėžio statybos trestas“ tikrosios akcijos vertės nustatymui. Metodai bus aprašomi remiantis moksline literatūra.

Verslo žinių 2008 metais išleistame žinyne „Verslo vertė“, kurį sudarė SEB Enskilda, Ernst & Young ir LAWIN, tikroji turto rinkos vertė (angl. *fair market value*) apibrėžiama kaip kaina, kuriai esant gėrybė būtų perduota norinčiam ją įsigyti pirkėjui norinčio ją perduoti pardavėjo esant tokioms sąlygoms, kai nei pirkėjas, nei pardavėjas aplinkybių nėra verčiami pirkti ar parduoti gėrybę ir abu turi reikalingų žinių ir informacijos gėrybės vertinimo laikotarpiu. Pagal Galiniene (2004), Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme rinkos vertės apibrėžimas skamba panašiai kaip Europos ir tarptautiniuose turto vertinimo standartuose: „Rinkos vertė – apskaičiuota pinigų suma, už kurią galėtų būti parduotas turtas vertinimo dieną, sudarius tiesioginį komercinį sandorį tarp norinčių turtą parduoti ir norinčių turtą pirkti asmenų po šio turto tinkamo pateikimo į rinką, jeigu abi sandorio šalys veiktų dalykiškai, be prievartos ir nesąlygojamos kitų sandorių bei interesų“¹. Remiantis SEB Enskilda et al.(2008), verslo vertė iš ekonominės perspektyvos yra įmonės verslo gebėjimas generuoti pinigų srautus. Pagal Aswath Damodaran(2010), įmonės generuojami pinigų srautai susiję su tokiais įmonės gyvavimo ciklo etapais:

- Pradžios arba planavimo etapas (angl. *Start-up or Idea Companies*);
- Jauno augimo etapas (angl. *Young Growth*);
- Brandaus augimo etapas (angl. *Mature Growth*);
- Brandus etapas (angl. *Mature*);
- Nuosmukis (angl. *Decline*).

Remiantis Damodaran(2010), sunkumai su kuriais susiduriama vertinat įmonę kiekvienu gyvavimo ciklo etapu gali labai skirtis priklausomai nuo etapo. Taigi yra svarbu nustatyti kokiame gyvavimo ciklo etape yra AB „Panevėžio statybos trestas“ prieš renkant vertinimo metodus. Jeigu apibrėžiam brandžią įmonę, kaip tą, kuri gauną pastovias pajamas ir įplaukas periodą po periodo, cikliškos įmonės niekada nebus brandžios, nes turi kintančias pajamas, kurios ne daug priklauso nuo pačios įmonės, bet smarkiai atspindi ekonomikos kitimą (Damodaran, 2010). Vertinant ciklišką įmonę didžiausia problema yra teisingai pasirinkti bazinius metus, kurie naudojami vertinime, nes pasirenkant einamuosius metus kaip bazinius, gali vesti prie per didelių arba per mažų reikšmių, priklausomai nuo ekonomikos kaprizų (Damodaran, 2010).

SEB Enskilda et al.(2008) pabrėžia, kad nors idealiau atveju įmonė turi būti vertinama kaip išorinių ir vidinių santykių tinklas ir visuma, vertės grandinėje svarbiausia yra vertė akcininkams, kuri gali būti įvertinta pinigais. Taigi ir šiame darbe bus siekiama įvertinti tikrąją akcijos vertę pinigais.

¹ Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo 1999 05 25, Nr. VIII-1202 2 straipsnis // Valstybės žinios. 1999, Nr 52-1672.

Verslo vertinimas gali būti atliekamas dėl skirtingų priežasčių, pavyzdžiui, perkant ar parduodant įmonę ar jos dalį, reorganizuojant įmonę, vykstant akcininkų ginčams ar finansinės atskaitomybės rengimo tikslais. Gitanas Kancerevyčius (2006) teigia, kad vertinimo rezultatai gali labai skirtis ir priklauso nuo vertinimo tikslo bei pasirinkto vertinimo metodo, kaip šis autorius skirsto vertinimo tikslus, kuriems parenkamas skirtingas metodas, pavaizduota 12 lentelėje.

12 lentelė. Įmonės vertinimo tikslai

Vertinimo subjektas	Vertinimo tikslai
Įmonė kaip juridinis asmuo	Ekonominio saugumo užtikrinimas
	Įmonės vystimosi planų rengimas
	Akcijų emisija
	Valdymo efektyvumo įvertinimas
Savininkas	Turto panaudojimo varianto radimas
	Restruktūrizacija
	Įmonės ar jos dalies pardavimo kainos pagrindimas
	Įmonės likvidavimo rezultatų nustatymas
Kredito įstaigos	Finansinės skolininko veiklos patikrinimas
	Paskolos užstato vertės nustatymas
Draudimo kompanijos	Draudimo įmokos dydžio nustatymas
	Draudimo išmokos dydžio nustatymas
VP Biržos	Konjunktūros charakteristikų skaičiavimas
	VP kainų pagrįstumo tikrinimas
Investuotojai	Investavimo į įmonę pagrįstumas
	Įmonės vertės nustatymas norint ją įsigyti
Valstybės institucijos	Įmonės paruošimas privatizacijai
	Mokesčių bazės nustatymas
	Bankroto procedūros vykdymas ir likvidacija
	Įvertinimas teismo tikslu

Šaltinis: Kancerevyčius (2006)

Šioje dalyje ypatingas dėmesys bus skiriamas verslo vertinimui vertinant listinguojamų bendrovių akcijas, nes nagrinėjama įmonė yra listinguojama. Remiantis SEB Enskilda et al.(2008), Lietuvos akcijos tyrimų rinka nemažai atsilieka nuo labiau išsivysčiusių rinkų – dėl nedidelės akcijų rinkos čia nėra didelio akcijų tyrimo poreikio, rinkoje neveikia stambiausi pasaulio žaidėjai, pardavimams skirtų akcijų tyrimų paslaugas teikia vos keli komerciniai ir investiciniai bankai ar finansų maklerio įmonės, vidinių poreikių tyrimus ruošiančius analitikus taip pat turi tik didžiausios investicijų valdymo įmonės, o nepriklausomų analitikų apskritai nėra. Dėl šių priežasčių AB „Panevėžio statybos trestas“ nepriklausomas vertės nustatymas yra labai aktualus, nes dar nebuvo atliktas. Pagal Kancerevyčių (2006), apskritai bet kurio vertinimo pagrindinė priežastis yra:

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

Remiantis Galiniene (2004), vertinimo požiūris (angl. Valuation approach) – bendras vertės nustatymo būdas, taikant vieną ar daugiau vertinimo metodų. Pagal Galinienę (2004) bei daugelį kitų autorių (pavyzdžiui, SEB Enskilda et al.(2008), Hitchner, J.R.(2003)) verslo vertinimo teorijoje išskiriami trys požiūriai į verslo vertės nustatymą:

- **Vertinimas turto požiūriu** (angl. *asset-based approach*) – tai verslo ir/ar nuosavo kapitalo vertės nustatymas metodais, pagrįstais įmonės turto, neįvertinus įsipareigojimų, rinkos verte. Šis požiūris dažnai vadinamas – sąnaudų.
- **Vertinimas pajamų požiūriu** (angl. *income approach*) – bendras būdas nustatyti įmonės, jos dalies ar užstato vertę, pritaikant vieną ar daugiau būdų, pagal kuriuos vertė yra nustatoma įvertinant būsimą turtą.
- **Vertinimas rinkos požiūriu** (angl. *market approach*) – bendras būdas nustatyti įmonės, jos dalies ar užstato vertę taikant vieną ar daugiau metodų, kurie leidžia palyginti vertinimo objektą su panašiomis atviroje rinkoje parduotomis įmonėmis, įmonių dalimis arba užstatais. Vertinimą rinkos požiūriu kitaip galima įvardyti – palyginimu.

Galinienė pabrėžia, jog idealioje rinkoje visi trys požiūriai turėtų atspindėti tą pačią vertės išraišką, tačiau realiau to nėra. Pagal T.Copeland, T.Koller, J.Murrin (1994), tinkamiausias ir dažniausiai naudojamas yra pajamų požiūris. Galinienė (2004) teigia, kad „rezultatas, gautas visų trijų metodų pagalba, yra labiausiai pagrįstas ir objektyvus, nes informacija, naudojama taikant skirtingus metodus, rodo arba dabartinę įmonės padėtį, arba ankstesnę, arba prognozuojamą“ (p.251). Žinyne „Verslo vertė“ atkreipiamas dėmesys į tai, kad ir kiek metodų ar modelių būtų analizuojama, svarbiausia įmonės verslui vertinti pasirinkti tą metodą ar modelį, kuris yra tinkamas ir kuris geriausiai/tiksliausiai ir su prieinamomis sąnaudomis leis apskaičiuoti vertę - tinkamo metodo pasirinkimas yra kritinis veiksnys teisingam vertinimui atlikti. Toliau bus panagrinėti visi trys požiūriai ir bus išrinkti tinkamiausi metodai AB „Panevėžio statybos trestas“ vertinimui.

2.1. Įmonės vertinimas turto požiūriu

Hitchner, J.R.(2003) rašo, kad nors turto požiūris gali būti naudojamas beveik visuose vertinimuose, jis yra retai naudojamas vertinant veikiančias įmones. Jo nuomone, laikas ir kaina reikalingi vertinant atskirai materialųjį ir nematerialųjį turtą dažniausiai yra nepagrįsti, nes jie suteikia mažai arba iš viso nesuteikia vertinimo tikslumo padidėjimo. Hitchner teigia, jog viso materialiojo ir nematerialiojo turto vertė yra įvertinama iš viso tinkamai naudojant pajamų ir rinkos požiūrius. Dar viena Hitchner pastaba – turto požiūris kartais naudojamas vertinant mažas įmones, kur nėra prestižo. Taigi nors veikiančios įmonės vertinimui reikia naudoti pajamų ir rinkos požiūrius, trumpai bus aprašyti ir turto požiūrio vertinimo metodai, siekiant įsitikinti, kad jie tikrai nėra tinkami vertinant AB „Panevėžio statybos trestą“.

Balansinės vertės metodas

SEB Enskilda et al.(2008) parengtame žinyne rašoma, jog „balansinės įmonės vertės (*angl.* book value) vertinimo būdas yra pagrįstas apskaitos informacija, kurioje nuosavas kapitalas (grynasis turtas) naudojamas įmonės vertei nustatyti“. Taip pat paaiškinama, kad „viso nuosavo kapitalo vertę padalinus iš paprastųjų akcijų skaičiaus gaunama vienos akcijos vertė, kuri gali skirtis nuo nominalios akcijos vertės dėl sukauptų rezervų/nepaskirstytų pelnų (nuostolių)“. Šiam metodui reikalinga informacija yra lengvai prieinama įmonės finansinėse atskaitomybėse. SEB Enskilda et al.(2008) teigia, jog metode yra problema – kai kurio turto vertė, tokio kaip pastatai, įranga ir baldai, gali būti pervertinta arba neįvertinta įmonės apskaitoje ir galbūt neatspindi palaikymo ir/ar

pakeitimo kainų, pasikeitusios rinkos situacijos (kurioje kainos išaugo lyginant su istoriniais duomenimis) ir t.t. Kancerevyčius (2004) pritaria teigdamas, kad šio metodo trūkumas yra tas, kad apskaitos duomenys gali neteisingai atspindėti realią turto vertę. Pagal Galiniene (2004), didžiausias metodo trūkumas yra tas, kad neatsižvelgiama į įmonės perspektyvą, potencialą, tad bankrutuojanti ir besiplečianti įmonės gali būti įvertintos ta pačia suma, jei jų likutinės balansinės vertės tam tikru metu būtų vienodos. Remiantis „Verslo verte“, balansinės vertės metodas naudojamas nekilnojamojo turto valdymo ir vystymo bendrovių verslui vertinti. Taip pat šis metodas pasitelkiamas, kai norima įvertinti, ar įmonei verta tęsti veiklą, ar verčiau ją likviduoti. Jei įmonės vertė, gaunama kitais vertinimo metodais, mažesnė už vertę, suskaičiuotą grynojo turto metodu, o skirtumas tarp šių verčių didesnis nei įmonės uždarymo sąnaudos (darbuotojų išėtinės kompensacijos, turto išpardavimo išlaidos ir kt.), įmonės akcininkai gautų didesnę grąžą sustabdydami įmonės veiklą.

Apibendrinant, balansinės vertės metodas nėra tinkamas vertinti AB „Panevėžio statybos trestas“, nes neatspindi realios turto vertės, tačiau dėl savo paprastumo, visvien bus suskaičiuotas tiesiog palyginimui.

Pakoreguotos balansinės vertės metodas

Remiantis Galiniene (2004), pakoreguotos balansinės vertės (*angl.* adjusted book value) metodas leidžia padidinti individualių aktyvų ir pasyvų vertę iki jų sąžiningos rinkos vertės – visi koregavimai atliekami atitinkamai kredituojant ar debituojant aktyvinę arba pasyvinę dalį ir atitinkamai atliekant kapitalo kreditavimą/debitavimą. Pagal Kancerevyčių (2004), ekonominė balansinė vertė apskaičiuojama pakoreguojant turto vertę, kad ji atitiktų realią rinkos vertę. Iš turto rinkos vertės atimama įsipareigojimų rinkos vertė ir gaunama ekonominė balansinė vertė (Kancerevyčius, 2004). Šio metodo trūkumai, kad jis neįtraukia nematerialaus turto ir neatsižvelgia į diskontą ir į galimus įsiskolinimus (Siegel, 2006). Dėl metodo trūkumų jis nebus naudojamas PST vertės nustatymui.

Likvidacinės vertės metodas

Pagal Damodaran (2010), likvidacinės vertės metodo pagrindinė prielaida yra, kad įmonė turi būti parduota dabar. Dėl skubos, susijusios su turto išpardavimu, įmonės vertė gali smarkiai sumažėti, vertės sumažėjimo laipsnis priklausys nuo potencialių pirkėjų, turto savybių ir ekonomikos būklės. Remiantis Damodaran (2010), likvidacinis vertinimas turėtų pateikti realistiškesnius skaičius vertinant įmones, kurios yra blogoje situacijoje, nei vertinat jas diskontuotųjų pinigų srautų metodu. Sveikoms įmonėms su didelėmis augimo galimybėmis, šis metodas pateiks per mažas vertes. Pagal Kancerevyčių (2004), likvidacinės vertės (*angl.* liquidation value) metodas yra panašus į pakoreguotos balansinės vertės analizę, tik skaičiuojama ne balansinė turto vertė, o likvidacinė parduodamo turto vertė, kuri dažniausiai būna mažesnė už balansinę vertę.

Likvidacinės vertės metodas yra netinkamas vertinti AB „Panevėžio statybos trestas“, nes remiantis pirma darbo dalimi, kur buvo atlikta įmonės vidinė ir išorinė analizės, galima daryti išvadą, kad įmonė nėra ant bankroto ribos, dėl to šis vertinimas pateiktų nerealistišką vertę.

Pakeitimo kainos (sąnaudų) metodas

Remiantis Kancerevyčiumi (2004), pakeitimo vertės (*angl.* replacement value) arba pakeitimo (atstatymo) kaštų (*angl.* replacement cost) metodas irgi panašus į pakoreguotos balansinės vertės metodą – skaičiuojama turto pakeitimo vertė, kuri dažniausiai būna didesnė už balansinę vertę. Šiuo metodu gaunama vertė yra didesnė už likvidacinę vertę. Metodo trūkumas yra tas, kad jis užima daug laiko ir neužtikrina pakankamai gero rezultato.

Šis metodas taip pat nebus naudojamas vertinant AB „Panevėžio statybos trestas“ dėl savo netikslumo ir panašumo į pakoreguotos balansinės vertės metodą.

2.2. Įmonės vertinimas pajamų požiūriu

Pagal Hitchner (2003), labiausiai pripažįstamas požiūris vertinant privačias įmones yra pajamų požiūris, kurį sudaro trys pagrindiniai metodai:

1. Diskontuotųjų pinigų srautų metodas (*angl.* Discounted cash flow (DCF) method);
2. Kapitalizuotųjų pinigų srautų metodas (*angl.* Capitalized cash flow (CCF) method);
3. Perteklinių pinigų srautų metodas (*angl.* Excess cash flow (ECF) method).

2.2.1. Diskontuotųjų pinigų srautų metodas

Diskontuotųjų pinigų srautų metodas (DCF) bus aprašomas remiantis SEB Enskilda et al.(2008) išleistu žinyne „Verslo vertė“, nebent nurodyta kitaip. Šis metodas yra vienas iš populiariausių vertės nustatymo būdų, yra daugiausiai nagrinėjamas akademinėje aplinkoje ir turi geriausią teorinį pagrindimą. Vertinant turtą šiuo metodu, jo vertė yra lygi būsimų pinigų srautų iš to turto dabartinei vertei, diskontuotai norma, kuri atspindi šių pinigų srautų rizikingumą.

DCF pagrindas – turto vertė nėra tai, kiek tas turtas yra kažkam vertas, tačiau ji priklauso nuo būsimų pinigų srautų iš to turto, t.y. turtas su dideliais ir nuspėjamais pinigų srautais turėtų turėti aukštesnę vertę negu turtas su mažais ir kintančiais pinigų srautais. Atliekant DCF vertinimą, turto vertė apskaičiuojama būsimus pinigų srautus konvertuojant į dabartinę vertę:

$$\text{Turto vertė} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{PS_t}{(1+r)^t}, \text{ kur}$$

n – turto gyvavimo trukmė;

PS_t – būsimi pinigų srautai per periodą t ;

r – diskonto norma, atspindinti pinigų srautų rizikingumą.

Vertinant akcijas, pinigų srautai yra gaunami dividendais, vertinant verslą – pomokestiniais pinigų srautais. Diskonto norma yra būsimų pinigų srautų rizikingumo funkcija, kuri yra aukštesnė rizikingam turtui ir žemesnė saugesniam.

DCF metodu vertinamą turtą suskirstant pagal jo rizikingumą, paprastosios akcijos yra rizikingesnės nei obligacijos, nes jų būsimi pinigų srautai yra labiau neapibrėžti. Paprastųjų akcijų vertė turi būti lygi jų būsimų pinigų srautų dabartinei vertei diskontuojant tokia diskonto norma, kuri atspindi tą neapibrėžtumą.

SEB Enskilda et al.(2008), būsimų laisvų pinigų srautų modeliai skirstomi į:

1. laisvų pinigų srautų, tenkančių įmonei (angl. Free cash flow to firm, FCFF), modelis;
2. laisvų pinigų srautų, tenkančių akcininkams (angl. Free cash flow to equity, FCFE), modelis;
3. diskontuotų dividendų modelis (angl. Discounted dividend model, DDM);

Diskontuotų pinigų srautų modelių sudedamosios dalys:

- būsimas pinigų srautas;
- pinigų srautų išdėstymas laikotarpyje;
- diskonto norma, kuri atspindėtų pinigų srautų rizikingumą;
- tęstinė vertė.

Laisvųjų pinigų srautų, tenkančių įmonei, - FCFF modelis

Pagal Kancerevyčių (2004), laisvas pinigų srautas (*angl. free cash flow, FCF*) yra pinigų srautas, liekantis savininkams po visų kitų panaudojimų. Laisvas pinigų srautas firmai (*angl. Free cash flow to firm, FCFF*) – tai laisvas pinigų srautas visiems akcininkams ir kreditoriams. Iš pomokestinio veiklos pelno atimamos grynos investicijos į ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą, reikalingos firmos augimui užtikrinti. Pomokestinis veiklos pelnas gaunamas pelną prieš palūkanas ir mokesčius (EBIT) dauginant iš $(1 - \text{firmos mokesčių tarifas})$. Diskonto norma šiuo atveju yra svertiniai kapitalo kaštai (WACC). Akcijų vertė gaunama iš firmos vertės atimant neakcinio kapitalo rinkos vertę.

Pinigų srautai firmai = EBIT(1 - firmos mokesčių norma) - (kapitalinės išlaidos - nusidėvėjimas) - (apyvartinio kapitalo pokytis) = Laisvas pinigų srautas firmai (FCFF)

Gautas laisvas pinigų srautas firmai diskontuojamas svertiniais vidutiniais kapitalo kaštais (WACC), t.y. firmos finansavimo komponentų kaštais, suteikus jiems svorį pagal rinkos vertę.

$$\text{Verslo vertė} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}, \text{ kur}$$

FCFF_t – būsimas laisvas pinigų srautas įmonei per periodą t;

WACC – svertinis kapitalo (nuosavo ir skolinto) sąnaudų vidurkis.

Laisvųjų pinigų srautų, tenkančių akcininkams, - FCFE (potencialių dividendų) modelis

Pagal Kancerevyčių (2004), laisvas pinigų srautas tik akcinei nuosavybei (*angl. Free cash flow to equity, FCFE*) – tai pinigų srautas, likęs akcininkams po to, kai buvo patenkintos visos pretenzijos investuotojams neakcininkams (išmokėti privilegijuotųjų akcijų dividendai ir sumokėtos paskolos palūkanos bei nominalas), atliktos reinvesticijos į grynąjį ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą. Reinvesticijos yra numatomos tokios, kad palaikytų numatomą firmos augimą (dažniausiai prognozuojant taikoma tokia pat augimo norma kaip ir pajamoms). Skaičiuoti pradedama pomokestinį grynąjį pelną sumažinant ilgalaikio apyvartinio kapitalo investicijų suma. Diskonto

norma yra reikalaujamas akcijų pelningumas. Laisvas pinigų srautas nuosavybei, parodo kiek potencialiai firma galėtų išmokėti dividendų akcininkams.

Pinigų srautas nuosavybei (akcijoms) = Grynasis pelnas (1 – skola/kapitalas) x (kapitalinės išlaidos – nusidėvėjimas) – (1 – skola/kapitalas) x (apyvartinio kapitalo pokytis) = Laisvas pinigų srautas nuosavybei (FCFE).

Akcininkų nuosavybės vertė yra nustatoma diskontuojant būsimus laisvus pinigų srautus, tenkančius akcininkams, t.y. laisvas pinigų srautas atskaičius visas išlaidas, reinvesticijas, mokesčius įsipareigojimus ir grynuosius skolų mokėjimus (palūkanų, skolos grąžinimo mokėjimai ir naujų skolų įplaukos), yra diskontuotas nuosavo kapitalo sąnaudomis, kurie yra įmonės akcininkų reikalaujama grąžos norma.

$$\text{Akcininkų nuosavybės vertė} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}, \text{ kur}$$

$FCFE_t$ – būsimi laisvi pinigų srautai akcininkams per t periodą;

k_e – nuosavo kapitalo sąnaudos.

Diskontuotų pinigų srautų vertinimo plusai. Metodas pagrįstas turto fundamentaliomis charakteristikomis ir dėl to mažiau priklauso nuo rinkos lūkesčių ir nuomonių svyravimo. Jis labiau tinkamas, kai investuotojas ne šiaip perka akcijas į savo investicijų portfelį, bet kai jis nori įsigyti visą arba dalį įmonės, nes priverčia išanalizuoti visą įmonę, jos veiklos principus ir charakteristikas. Metodas labiausiai tinka, kai investuojama ilgam laikotarpiui, ir kai investuotojas gali turėti įtakos įmonėje vykstantiems procesams, kad jie teigiamai veiktų įmonės vertę.

Jei akcijų kainos kyla (krenta) neproporcingai pelnui ir pinigų srautams, DCF modeliai gali įvertinti akcijas kaip pervertintas (neįvertintas) ir tokiu būdu padėti priimti atitinkamus sprendimus portfelių valdytojams.

Diskontuotų pinigų srautų vertinimo minusai. DCF modeliais gali būti manipuluojama norint gauti tokias vertes, kurios neturi nieko bendra su tikrąją verslo verte. Taip pat, šis metodas reikalauja daug duomenų ir informacijos, kuriuos gali būti sudėtinga gauti, nes reikia įvertinti pačius pinigų srautus, augimo tempą ir diskonto normą. Be to, informacijos gali trūkti arba ji gali būti iškreipta. Nors apskaičiuojama tikroji (ekonominė) turto vertė, nėra jokių garantijų, jog to turto rinkos kaina pasieks apskaičiuotą tikrąją jo vertę. DCF modeliai gali visas sektoriuje ar net rinkoje esančias akcijas įvertinti kaip pervertintas, jei rinkos suvokiama vertė pakils per aukštai atsižvelgiant į fundamentalius veiksniai. Portfelių valdytojams ir akcijų rinkų analitikams, kurie turi rasti pirkti akcijų net ir labiausiai pervertintose rinkose, tai sukelia dilemą. Jie gali sutikti su DCF vertinimu ir padaryti išvadą, kad viskas yra pervertinta.

Nepaisant diskontuotųjų pinigų srautų vertinimo minusų, kol kas tai geriausiai tinkantis metodas vertinti AB „Panevėžio statybos trestas“ nes metodo plusai nusveria minusus. Be to, pagal Galinienę (2004), pinigų srautų diskontavimas tai pats sudėtingiausias metodas, jį taikant reikia gilios ir plačios analizės, tačiau jis yra pats išsamiausias ir patikimiausias. Palyginus laisvųjų pinigų srautų, tenkančių įmonei (FCFF) modelį ir laisvųjų pinigų srautų, tenkančių akcininkams (FCFE)

modelį, nusprendžiau įmonė vertinti FCFF modeliu, nes man reikia nustatyti visos įmonės vertę, o ne tik vertę akcininkams.

Diskontuotų dividendų modelis, DDM

Norint įvertinti įmonės akcijų vertę naudojant dividendus, kaip pinigų srauto pagrindą, reikia taikyti diskontuotų dividendų modelį, kuris teigia, kad esama akcijos vertė yra lygi diskontuotiems būsimiems dividendams.

$$\text{Vertė} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1+k)^t}, \text{kur}$$

D_t – dividendai, išmokami laikotarpio t pabaigoje;

k – diskonto norma arba nuosavo kapitalo reikalaujamas pelningumas.

Pagal Kancerevyčių (2004), DDM reikia vartoti kai:

- firma moka dividendus ir/ar superka savo akcijas per laiką panašiu lygiu, koks yra laisvas pinigų srautas nuosavybei;
- kai sudėtinga nustatyti laisvą pinigų srautą nuosavybei, pavyzdžiui, bankų atveju.

Diskontuotų dividendų modelio netaikysiu ir plačiau nenagrinėsiu, nes PST dividendus moka nepanašiu lygiu, koks yra laisvas pinigų srautas nuosavybei, o tiesiog pastoviai moka 0.07 Lt už akciją.

2.2.2. Pelno kapitalizavimo metodas

Pagal pelno kapitalizavimo (angl. Income capitalization arba capitalization of earning) metodą pirmiausia nustatoma kapitalizacijos norma (angl. Rate of capitalization) – t.y. reikalaujamas pelningumas, kuris atlygintų už prisiimamą to verslo riziką. Veiklos rodiklis dalijamas iš šios kapitalizacijos normos. Šio metodo skaičiavimuose naudojami (t.y. kapitalizuojami) tokie rodikliai, kaip prognozuojamas grynas pelnas, pelnas prieš mokesčius, pelnas prieš mokesčius ir palūkanas arba bet kuri kita pelno bazė. Skirtinga pelno bazė kapitalizuojama taikant skirtingas kapitalizacijos normas. Hitchner (2003) pateikia tokią pelno kapitalizavimo formulę:

$$\text{Vertė} = \frac{NCF_1}{(k-g)}, \text{kur}$$

NCF_1 – grynujų pinigų srautas metais $n+1$;

k – diskonto norma;

g – amžina augimo norma.

Pagal žinyną „Verslo vertė“, daugeliu atveju yra priimta taikyti pelną prieš mokesčius ir palūkanų sąnaudas, nes tokiu atveju eliminuojamas mokesčių efektas ir skolintų lėšų sąnaudų efektas, kurie paprastai yra kontroliuojami savininko ir dėl to gali reikšmingai iškreipti įmonės vertę.

Plačiausia prasme kapitalizacijos norma yra skaičius, naudojamas konvertuoto pelno srautą į dabartinę vertę. Kita prasme, kapitalizacijos norma yra lygi reikalaujamo pelningumo (diskonto normos) ir pelno augimo normos skirtumui.

Pelno kapitalizavimo metodas dažnai taikomas paslaugų įmonėms, kurias netikslinga vertinti pagal materialaus turto balansines vertes, ar vertinant investicinį turtą, t.y. tokį, kurį savininkas nuomoja.

AB „Panevėžio statybos trestas“ nėra paslaugų įmonė, tad šis metodas nėra tinkamas.

2.2.3. Perteklinio pelno metodas

Metodas angliškai vadinamas excess earnings ir yra panašus į pelno kapitalizacijos metodą, bet atskiria perteklinį pelną nuo turto pelningumo (ROA). ROA parenkamas pagal pramonės šakos vidurkį, o visas likęs pelnas laikomas pertekliniu pelnu. Howe, Lewis ir Lippitt (1999) pateikia tokią šio metodo formulę:

$$\text{Vertė} = (E - (A * r_A) / r_G) + (r_A * A) / r_A, \text{kur}$$

E – pajamos;

A – grynoji materialaus turto vertė;

r_A ir r_G – materialaus ir nematerialaus turto grąžos normos.

Metodas yra netinkamas PST, nes yra labai sudėtingas ir daugelis jį kritikuoja: Hitchner (2003) – skirtas nematerialaus turto vertinimui, neturėtų būti naudojamas verslui vertinti, nebent nėra jokio tinkamesnio metodo; Howe et al. (1999) – sunku panaudoti, ypatingai sunku parinkti tinkamas normas, nepakankamai empirinio pagrindimo.

2.3. Įmonės vertinimas rinkos požiūriu

Pagal SEB Enskilda et al.(2008), dažniausiai naudojamas įmonės vertinimo metodas yra palyginamasis vertinimas(*angl.* relative valuation) arba santykinis vertinimas, kuris remiasi santykinių rodiklių analize, kuomet įmonės dabartinė veikla arba vieno periodo prognozė yra vertinama taikant santykinius rodiklius ir juos lyginant su palyginamųjų įmonių santykiniais dydžiais. „Įmonės vertė gali būti nustatoma remiantis istoriniais duomenimis bei prognozuojant įmonės rodiklius (pajamos, EBITDA, pelną ir t.t.) ateinantiems metams“ (SEB Enskilda et al., 2008). Šiam vertinimui dažniausiai naudojami tokie santykiniai rodikliai: bendrovės vertė/EBITDA; bendrovės vertė/pardavimo pajamos; kainos ir pelno santykis; kainos ir nuosavo kapitalo buhalterinės vertės santykis. Damodaran (2010) žavisi šio metodo paprastumu ir jo naudojimą paaiškina keturiais žingsniais:

1. Reikia sistemingai apibrėžti daugiklį ir vienodai jį apskaičiuoti palyginamoms įmonėms;
2. Reikia žinoti kaip daugiklis kinta įmonėse rinkoje, t.y. reikia žinoti aukštą, žemą ir tipinę tiriamo daugiklio reikšmes;
3. Reikia identifikuoti pagrindinius kintamuosius, kurie lemia kiekvieno daugiklio reikšmę ir kaip šių kintamųjų pokyčiai įtakoja daugiklių reikšmes;

4. Reikia rasti tikrai palyginamas įmones ir pakoreguoti jų pagrindinių savybių skirtumus.

Remiantis Galiniene (2004), pagal Lietuvos normatyvinius dokumentus, šį metodą rekomenduojama taikyti, kai reikia vertinti: žemės ūkio paskirties sklypus; miškų ūkio paskirties sklypus; kitos paskirties sklypus; butus, gyvenamuosius namus ir jų priklausinius; gamybinės, ūkinės-komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius; smulkias įmones; likviduojamas įmones. Pagal Galinienę (2004), bendra vertinamo objekto rinkos vertė skaičiuojama pagal principinę formulę:

$$RV = PK + PV;$$

čia: *RV* – vertinamo objekto vertė,

PK – lyginamo objekto vertė,

PV – patikslinimų vertė (ji gali būti ir neigiama)

Pranašumai (remiantis SEB Enskilda et al.(2008) bei Hitchner, J.R.(2003)): Metodas yra paprastas, leidžia greitai nustatyti įmonės vertę, jei rinkoje veikia daug panašių įmonių. Taip pat metodas yra lengvai suprantamas ir paaiškinamas, metode naudojama santykinai mažai prielaidų. Metodas ypatingai tinkamas esant ribotai informacijai ar laikui. Santykinis vertinimas atspindi esamą rinkos nuotaiką, grindžiamas realiomis akcijų rinkos kainomis, apima tik trumpalaikes prognozes, todėl yra santykinai patikimesnis. Metodas vertina visą įmonės veiklos turtą, kuris generuoja pajamas, įskaitant klientų potencialą, prekės ženklus, prestižą.

Trūkumai (remiantis SEB Enskilda et al.(2008) bei Hitchner, J.R.(2003)): Metodu sudėtinga, o kartais neįmanoma vertinti specifines įmones, neturinčias atitikmenų rinkoje, neuždirbančias arba uždirbančias mažas pajamas ar patiriančias nuostolį. Lyginant įmones lengva suklysti, netinkamai naudoti santykinis rodiklius, manipuliuoti rodikliais. Palyginamų įmonių parinkimas yra labai subjektyvus, nes nėra dviejų visiškai vienodų įmonių rizikos ir augimo atžvilgiu. Būdingos rinkos klaidos, nes rinka gali neįvertinti ar pervertinti įmones. Dauguma svarbių prielaidų yra paslėptos, pavyzdžiui apie įmonės tikimąsi pajamų augimą. Šis metodas nėra toks lankstus kaip kiti metodai.

Kadangi šio vertinimo metodo pranašumai nusveria trūkumus ir jį įmanoma pritaikyti vertinant AB „Panevėžio statybos trestą“, verta panagrinėti šį metodą plačiau. Pritaikomumo nagrinėjamai įmonei pagrindimas: statybos rinkoje veikia daug panašių įmonių, nagrinėjamos įmonės negalima laikyti specifine.

Remianti SEB Enskilda et al.(2008), palyginamųjų sandorių aibė formuojama taikant istorinių sandorių arba įmonės prekybos biržose daugiklių metodus. Kadangi istorinių daugiklių metodas yra naudojamas vertinant įmones, kurių akcijomis neprekiuojama, kurios yra kontroliuojamos vieno ar kelių pagrindinių akcininkų arba vertinant įmonę planuojamo sandorio pradžioje, kai siekiama preliminariai nustatyti galimą sandorio vertę, šis metodas nėra tinkamas šiame darbe nagrinėjamai įmonei ir plačiau nagrinėjamas nebus.

2.3.1. Įmonių prekybos biržose daugiklių metodas

Pagal SEB Enskilda et al.(2008), „pagrindinis informacijos šaltinis, taikant įmonių prekybos biržose daugiklių metodą yra akcijų biržos informacija“. Autorių išskiriami tokie metodo

pranašumai: galimybė sudaryti didesnę palyginamųjų sandorių aibę nei taikant istorinių sandorių metodą; lengvai prieinama detali finansinė informacija bei akcijų kainos informacija; santykinai palyginama informacija tarp įmonių, kadangi informacija ruošiama laikantis nustatytų apskaitos standartų, kurie dažniausiai būna pateikti įmonės finansinėje atskaitomybėje; pateikiami išsamūs ir tikslūs įmonių veiklos ir finansinės padėties aprašymai. Atkreipiama dėmesį į tai, kad šis metodas netinkamas Lietuvos mažų įmonių vertinimui, nes įmonė gali būti ženkliai pervertinama taikant šį metodą, tačiau tai AB „Panevėžio statybos trestui“ nėra aktualu, nes nagrinėjama įmonė yra didžiausia statybos įmonė Lietuvoje. Dar vienas svarbus dalykas kalbant apie šį metodą – „jei lygintume Lietuvos įmonę su užsienio akcijų rinkose kotiruojamomis įmonėmis, iškyla rizika, kad šalies akcijų rinkos veiksniai, susiję su tos šalies ekonominiais skirtumais, liks neįvertinti“ (SEB Enskilda et al.(2008)).

Pagal žinyną „Verslo vertė“, įmonių prekybos biržose daugiklių metodas naudojamas kartu su DCF metodu – vieno metodo išvadų pagrįstumas tikrinamas kito išvadomis. Viešojo akcijų platinimo metu didesnis svoris teikiamas įmonių prekybos biržose daugiklių metodui, o jau išplatinus akcijas – DCF modeliui.

Nors Vilniaus vertybinių popierių prekybos biržos sąrašė daugiau nėra kitų statybos veikla užsiimančių kompanijų, šis įmonių prekybos biržose daugiklių metodas bus naudojamas vertinant AB „Panevėžio statybos trestą“, siekiant įvertinti įmonę naudojant didesnę metodų skaičių, tam kad išvados būtų labiau pagrįstos. Įmonė bus lyginama su kitų šalių listinguojamomis statybos bendrovėmis.

Toliau pateikiamas Kancerevyčiaus plačiau aprašytas P/E koeficientas, kuris yra įmonių prekybos biržose daugiklių metodo sudedamoji dalis:

Kainos ir pelno koeficiento (angl. Price earnings multiple) metodas remiasi kainos-pelno koeficientu (angl. P/E ratio). Kainos-pelno koeficientas yra tiesiog vienos įmonės akcijos kaina, padalinta iš vienai akcijai tenkančio grynojo pelno. Šį koeficientą padauginus iš grynojo pelno, gaunama įmonės vertė. Jeigu pelno nėra, įvertinti šiuo metodu nepavyks. Jeigu firmos akcijomis rinkoje neprekiuojama, tai šis metodas tampa labai subjektyviu. Metodą reiktų derinti su kitais vertinimo metodais, jis gali būti kaip vienas iš galimų variantų.

Taip pat bus naudojami tokie palyginamieji koeficientai: EV/Net sales, EV/EBITDA, EV/EBIT, P/BV.

EV/Net sales – Swedbank analitikų aiškinamas taip: verslo vertės ir pardavimų santykis, parodantis kiek investuotojas turėtų sumokėti, norėdamas įsigyti vieną litą įmonės pajamų. Pagal Swedbank, kuo EV/S rodiklio reikšmė mažesnė - tuo įmonė yra „pigesnė“, tačiau žema rodiklio reikšmė gali rodyti ir ribotas įmonės augimo perspektyvas, tuo tarpu aukšta rodiklio reikšmė gali reikšti, kad įmonė yra pervertinta arba investuotojai optimistiškai vertina įmonės ateities perspektyvas.

EV/EBITDA – įmonės vertės ir pelno nusidėvėjimo, palūkanų ir pelno mokesčio santykis, remiantis Nasdaq rodiklių skaičiavimo metodika, rodo, kiek investuotojas moka už vieną įmonės gauto pelno prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą (amortizaciją) litą. Aiškinama, kad šis

rodiklis parodo, kaip investuotojai vertina įmonės gebėjimus uždirbti pinigų srautus iš pagrindinės veiklos bei jų augimą ateityje.

EV/EBIT – įmonės vertės ir pelno iki palūkanų ir pelno mokesčio santykis, pagal Nasdaq rodiklių skaičiavimo metodiką, rodo, kokia įmonės rinkos vertės dalis tenka vienam įmonės uždirbto pelno prieš palūkanas ir mokesčius litui. Metodikoje teigiama, kad kuo šis rodiklis didesnis, tuo labiau investuotojai vertina įmonės gebėjimus uždirbti pelną iš pagrindinės veiklos bei investicinės veiklos bei potencialų jo augimą.

P/BV – įmonės rinkos vertės ir akcininkų nuosavybės balansinės vertės santykis. Nasdaq rodiklių skaičiavimo metodikoje aiškinama, kad šis rodiklis parodo, kiek investuotojas moka už vieną turto litą, kurį jis teoriškai gautų įmonę likviduojant. Taip pat, rašoma, kad šis rodiklis sieja nuosavo kapitalo rinkos vertinimą su praeito laikotarpio apskaitos duomenimis. Remiantis Nasdaq rodiklių skaičiavimo metodika, jei šis rodiklis viršija 1, tai įmonės akcijų rinkos kapitalizacija viršija nuosavo kapitalo balansinę vertę – kuo didesnė rodiklio reikšmė, tuo didesnę vertę įmonė kuria, pelningai naudodama turimą turtą ir tuo labiau ji vertinama rinkoje.

2.4. Kiti metodai

2.4.1. Spėjimo metodas

Žinyne „Verslo vertė“ spėjimo metodai (angl. Rule of Thumb Estimate) apibūdinami taip - greiti ir skubūs metodai, besiremiantys pramonės šakos vidurkiais. Jie skirti tik pradėti vertinimą, pradėti orientuotis, ko įmonė verta, o ko ne. Naudojant spėjimo metodą vertė dažniausiai gaunama dauginant bendrąsias įmonės pajamas iš skaičiaus, kuris yra vertės koeficientas.

Metodas turi daug trūkumų: ignoruoja analizuojamos įmonės pelningumą; neįvertina tendencijų rinkoje bei pramonės šakoje ir įmonės augimo perspektyvų; neatkreipia dėmesio į geografinę įmonės padėtį; gauta įmonės vertė yra subjektyvus dydis, nepagrįstas analize; gauti rezultatai nekinta bėgant laikui ir nepriklauso nuo ekonomikos sąlygų ir verslo ciklų pokyčių; metodas yra pagrįstas neteisingu požiūriu, kad pirkėjas galės parduoti įmonę už kainą, gautą remiantis tuo pačiu spėjimo metodu, kaip ir perkant tą įmonę.

Dėl savo trūkumų, spėjimo metodai visiškai netinkami AB „Panevėžio statybos trestas“ vertinimui.

2.4.2. Įsteigimo kaštų metodas

Pagal SEB Enskilda et al.(2008), įsteigimo sąnaudų (*angl.* cost to create) metodas taikomas tada, kai norima įsigyti įmonę, užuot įsteigus naują. Paprastai siekiama sutaupyti laiko ir lėšų. Pirkėjas skaičiuoja, kiek kainuotų įmonės steigimas jam pačiam, atimant trūkstantis vertinamoje įmonėje dalykus ir pridėdant sutaupyto laiko premiją.

Šis metodas nėra tinkamas nei dėl vertinimo tikslo, nei dėl metodu suskaičiuojamos verslo vertės, dėl to, kad vertė gaunama panašios naujos įmonės, o ne nagrinėjamos įmonės vertė.

2.4.3. Bankroto tikimybė

Norėdama įsitikinti, kad analizuojamai įmonei sekasi gerai, ieškojau būdų, kaip patikrinti įmonės bankroto tikimybę. Foster G. (1978) aprašo Altmano daugiamačių modelį įmonių bankroto tikimybei skaičiuoti, kur bendru atveju tikimybei skaičiuoti naudojama Z funkcija:

$$Z_i = 0.012 X_1 + 0.014 X_2 + 0.033 X_3 + 0.006 X_4 + 0.010 X_5, \text{ kur}$$

X_1 – apyvartinės lėšos / visas turtas;

X_2 – rezervai / visas turtas;

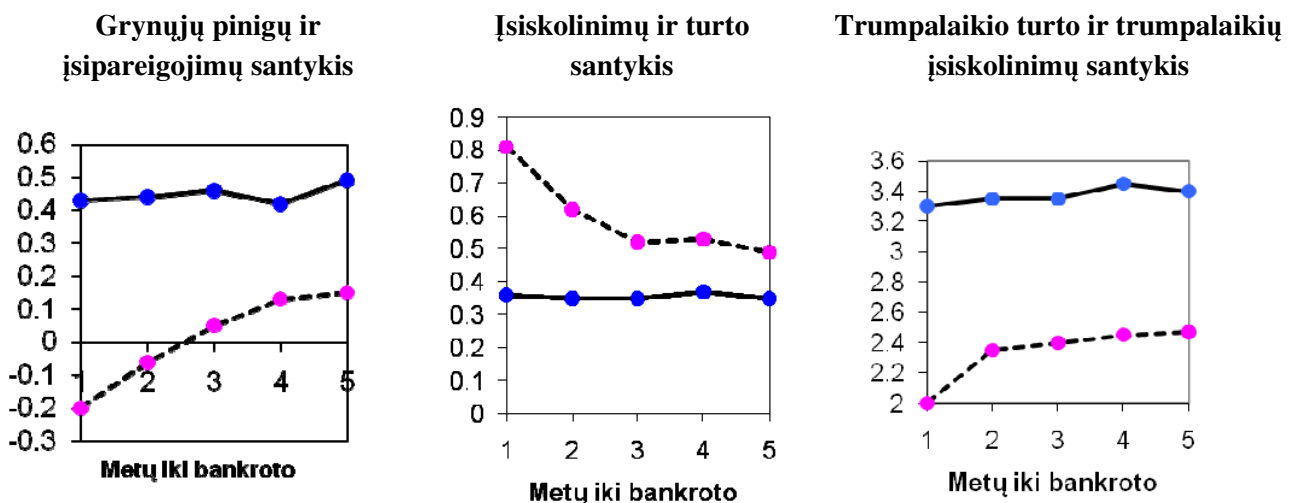
X_3 – EBIT / visas turtas;

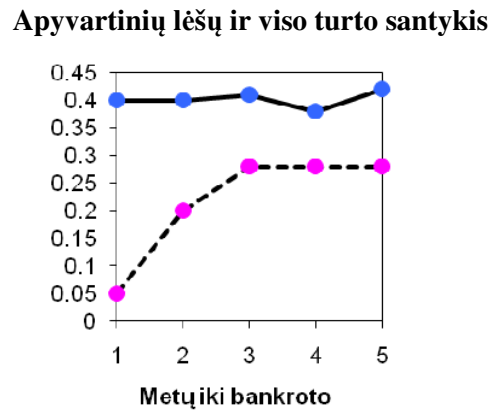
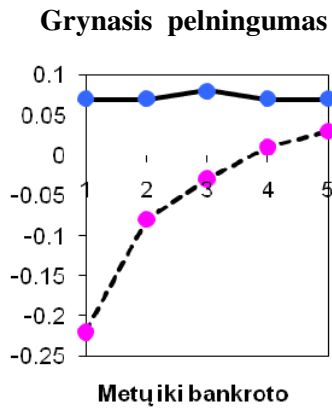
X_4 – nuosavybės rinkos vertė / įsiskolinimai;

X_5 – pajamos / visas turtas.

Deja, ši formulė yra pritaikyta Amerikai ir ne statybos sektoriui, o be to ji sukurta 1968 m. Tam kad teisingai panaudočiau Altmano Z funkciją, reikėtų rasti Lietuvos statybos sektoriui pritaikytą Z funkciją, bet to padaryti nepavyko, tad bankroto tikimybę bandysiu nustatyti apytiksliai, naudodama Foster (1978) minimo Beaver tyrimo rezultatus. Beaver (1966) išanalizavo 79 bankrutavusias ir 79 nebankrutavusias įmones, bei suskaičiavo jų finansinius rodiklius kiekvienais metais pradedant 5 m. iki bankroto. Savo tyrimą Beaver vadino profilio analize (*angl.* profile analysis). 22 paveiksle pateikiamos Beaver tyrimo išvados, kur punktyrine linija žymimas bankrutavusių įmonių finansinių rodiklių elgesys, o ištisine – nebankrutavusių. Empirinio tyrimo dalyje bus braižomi įmonės finansinių rodiklių grafikai ir lyginami su Beaver grafikais ir remiantis panašumais bei skirtumais, bus daromos išvados apie AB „Panevėžio statybos trestas“ bankroto grėsmę.

22 paveikslas. Beaver profilio analizė





Šaltinis: Foster (1978, p. 470)

2.5. Pasirinkti metodai PST vertės nustatymui

Apžvelgus daugiausiai populiarumo ir dėmesio mokslinėje literatūroje sulaukiančius įmonių vertinimo metodus, buvo pasirinkti tokie metodai AB „Panevėžio statybos trestas“ vertinimui: diskontuotųjų pinigų srautų, tenkančių įmonei, metodas, įmonių prekybos biržoje daugiklių metodas bei balansinės vertės metodas. Diskontuotųjų pinigų srautų metodas – pagrindinis metodas PST vertinime, nes labiausiai tinka šios įmonės vertei nustatyti, šiuo metodu tikimasi gauti tiksliausią akcijos kainą.

3. AB „PANEVĖŽIO STATYBOS TRESTAS“ TIKROSIOS AKCIJOS VERTĖS NUSTATYMAS

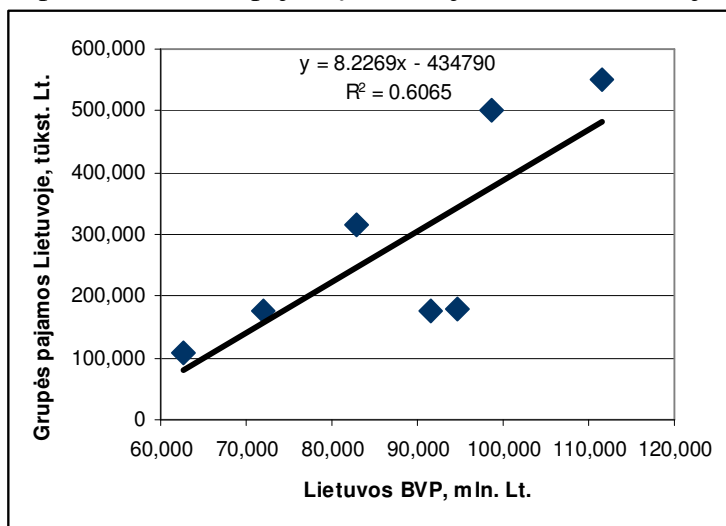
Šioje darbo dalyje bus įvertinta tikroji akcinės bendrovės akcijos vertė, taikant antrame skyriuje pasirinktus vertinimo būdus ir atsižvelgiant į informaciją, surinktą pirmame skyriuje.

3.1. AB „PST“ vertinimas diskontuotųjų pinigų srautų metodu (FCFF)

Naudojant šį metodą, pirma labai svarbi užduotis yra prognozuoti įmonės balansą, pelno (nuostolio) ataskaitos straipsnius ir pinigų srautų ataskaitą. Toliau pateikiamos pagrindinių balanso straipsnių prognozės.

Pardavimo pajamų prognozės. Kadangi įmonė, remiantis moksline literatūra, turėtų būti cikliška, kaip ir visas statybos sektorius, pirmiausia buvo atlikta bendrovės pajamų ir Lietuvos bendrojo vidaus produkto (BVP) koreliacinė analizė, siekiant išmatuoti tiesinio ryšio tarp šių kintamųjų stiprumą. Šioje regresinėje analizėje, nepriklausomas kintamasis – Lietuvos BVP, o priklausomas kintamasis grupės pajamos Lietuvoje. 22 paveiksle pavaizduota grupės pajamų Lietuvoje ir Lietuvos BVP koreliacija. Kaip matome, yra teigiamas tiesinis ryšys tarp kintamųjų, kuris aprašomas regresijos formule pateikta paveiksle, kur nuolydžio koeficientas yra 8.2269, kuris reiškia, kad BVP padidėjus 1 milijonu Lt., įmonės pajamos Lietuvoje padidėja 8.23 tūkstančiais Lt. Koreliacijos koeficientas $R = 0.78$, tai rodo, kad teigiamas tiesinis ryšys tarp kintamųjų yra palyginti stiprus. Determinacijos koeficientas R^2 parodo, kad 60.65% pajamų sklaidos paaiškina BVP sklaida.

23 paveikslas. PST pajamų Lietuvoje ir BVP koreliacija

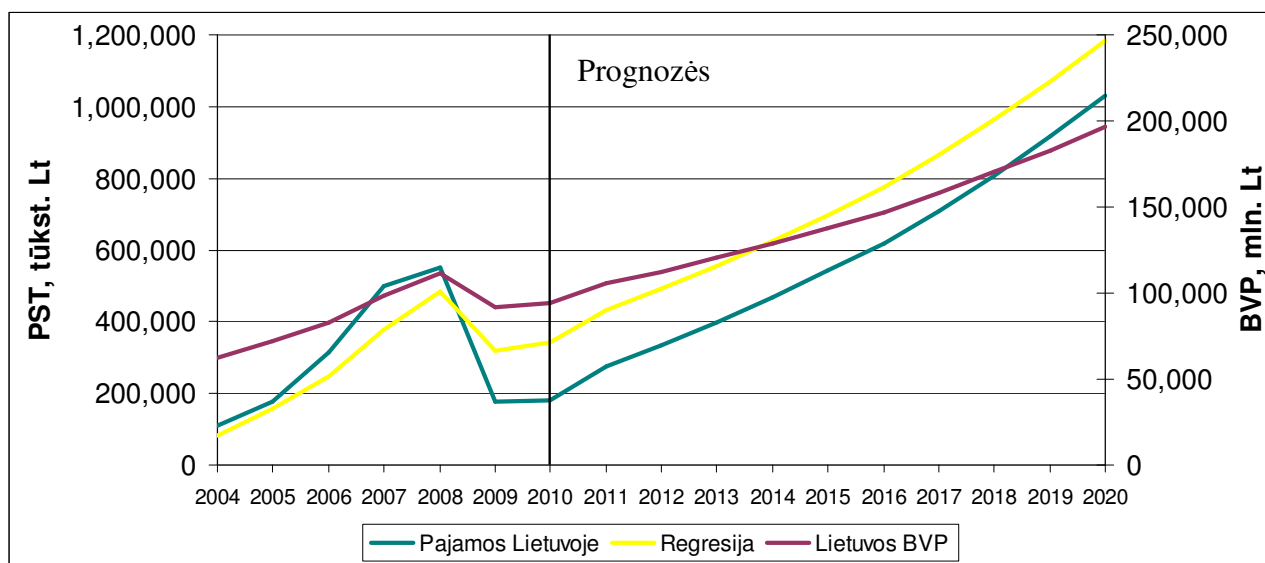


Prognozuojant įmonės pajamas, remiama regresijos lygtimi ir pagal IMF (International Monetary Fund) pateiktas BVP prognozes, suskaičiuosiu įmonės prognozuojamas pajamas. Kadangi IMF pateikia BVP prognozes tik iki 2016 m., darau prielaidą, kad BVP 2017-2020 m. augs tokiu pat greičiu, t.y. 2011-2016 m. augimo vidurkiu, kuris yra 6.84%. Prieš naudojant suprognozuotas pajamas tolesniems skaičiavimams, reikia padaryti dar vieną korekciją: kaip matosi

istorinių bei prognozuojamų pajamų ir BVP grafike (žr. 23 paveikslą, kito puslapio viršuje), pagal regresijos lygtį suskaičiuotos pajamos 2010 m. yra pernelyg didelės, jas reikia nuleisti iki tikrojo 2010 m. pajamų lygio, t.y. iš kiekvieno prognozuojamo pajamų skaičiaus atimti skirtumą tarp 2010 m. prognozės ir tikrosios pajamų vertės 2010 m. Grupės pardavimo pajamos užsienio šalyse, kaip jau buvo minėta, sudaro nedidelę dalį visų grupės pajamų, tačiau vistiek reikia į tai atsižvelgti, siekiant sudaryti kuo tikslesnes prognozes. Tarp grupės pajamų užsienio šalyse (Rusijoje, Švedijoje, Vokietijoje, Didžiojoje Britanijoje) ir tų šalių BVP nėra tiesinės koreliacijos, dėl to darau prielaidą,

kad pajamos iš užsienio šalių kiekvienais metais bus lygios konstantai – 2004-2010 m. pajamų iš užsienio vidurkiui.

24 paveikslas. Lietuvos BVP ir PST pajamų kaita 2004-2010 m. bei prognozės



13 lentelė. Lietuvos BVP ir PST pardavimo pajamų prognozės 2011-2020 m.

	2011	2012	2013	2014	2015
BVP (mln. Lt.)	105,500	112,538	120,336	128,798	137,622
Pajamos Lietuvoje (tūkst. Lt.)	269,928	327,829	391,983	461,599	534,193
Pajamos iš viso (tūkst. Lt.)	277,024	334,924	399,078	468,694	541,288
	2016	2017	2018	2019	2020
BVP (mln. Lt.)	146,882	158,066	170,101	183,053	196,991
Pajamos Lietuvoje (tūkst. Lt.)	610,374	702,382	801,395	907,947	1,022,613
Pajamos iš viso (tūkst. Lt.)	617,469	709,477	808,490	915,042	1,029,708

13 lentelėje pateikiamos Lietuvos ir PST pardavimo pajamų reikšmės, kurios gautos remiantis anksčiau aprašytomis prielaidomis bei paaiškintais skaičiavimais. Šios reikšmės ir yra pavaizduotos 23 paveiksle. Mano nuomone, tokios prognozės yra optimistiškos, nes neįtraukiamas įmonės ir BVP cikliškumas, bet remiantis IMF BVP prognozėmis išseina toks rezultatas.

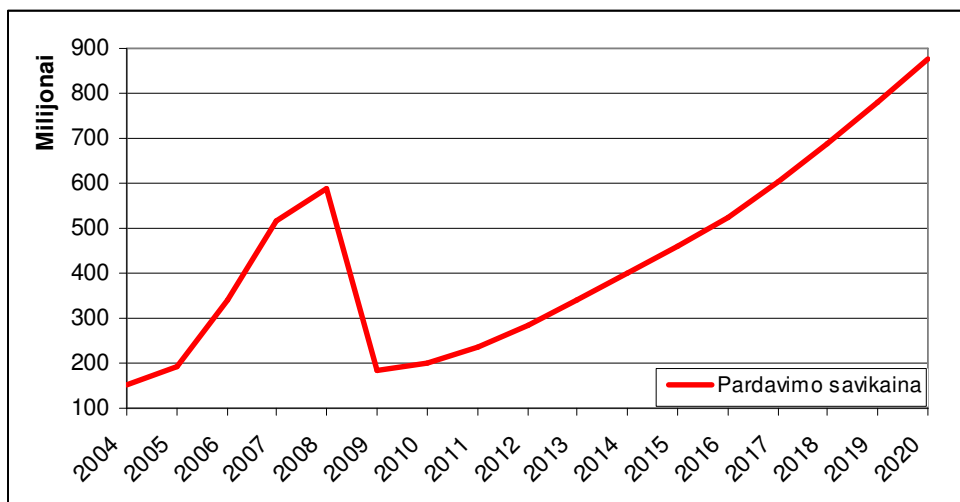
Pardavimo savikainos prognozės. Pardavimo savikaina prognozavau pagal bendrojo pelningumo rodiklį, aprašytą pirmoje darbo dalyje. PST bendrasis pelningumas 2006-2010 m. svyravo nedaug, vidutiniškai buvo 14,9%, todėl daroma prielaida, kad ir ateityje jis išliks apie 14,9%. Taigi iš bendrojo pelningumo rodiklio išsireiškus pardavimo savikainą, ji yra lygi 85,1% finansinių metų prognozuojamų pardavimo pajamų.

14 lentelė. PST pardavimo savikainos prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pajamos	277,024	334,924	399,078	468,694	541,288	617,469	709,477	808,490	915,042	1,029,708
Savikaina	235,747	285,020	339,615	398,858	460,635	525,465	603,764	688,024	778,700	876,280

AB „Panevėžio statybos trestas“ prognozuojama pardavimo savikaina pavaizduota grafiškai 24 paveiksle, kito puslapio viršuje. Palyginimui į grafiką įtraukti ir grupės istoriniai pardavimo pajamų duomenys.

25 paveikslas. PST pardavimo savikainos kaita ir prognozės 2011-2020 m., mln. Lt.

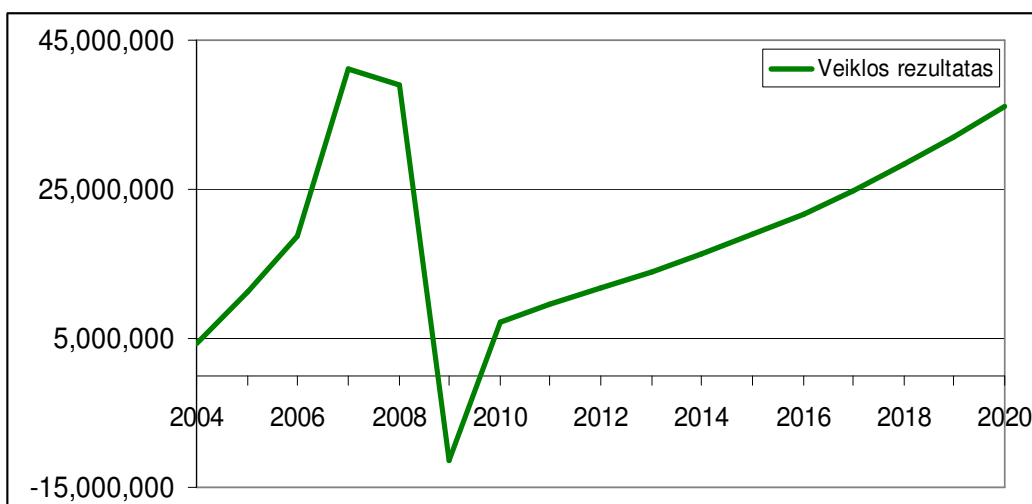


Veiklos rezultato prognozės. PST prognozuojamas veiklos rezultatas taip pat skaičiuojamas remiantis pardavimo pajamų prognozėmis. Veiklos pelningumo rodiklis 2006-2010 metais, kito nežymiai, todėl darau prielaidą, kad ir toliau kis nežymiai. Prognozuojamą veiklos pelningumą prilyginus 2006-2010 m. vidurkiui (3.5%), veiklos rezultatą galima išsireikšti kaip pardavimo pajamų ir veiklos pelningumo sandaugą. 15 lentelėje pateikiamos veiklos rezultato prognozės, o 25 paveiksle pavaizduotos istorinės 2004-2010 m. veiklos rezultato reikšmės bei prognozuojamas 2011-2020 m. veiklos rezultatas.

15 lentelė. PST veiklos rezultato prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Veiklos rezultatas	9,687	11,712	13,955	16,389	18,928	21,592	24,809	28,271	31,997	36,007

26 paveikslas. PST veiklos rezultato kaita ir prognozės 2011-2020 m.



Toliau prognozuosiu įmonės balansą, o vėliau vėl grįšiu prie pelno (nuostolių) ataskaitos prognozavimo.

Ilgalaikio turto prognozės. Pirmas žingsnis ilgalaikio materialaus turto prognozavime yra istorinio metinio nusidėvėjimo ir materialaus turto įsigijimo vertės santykio vidurkio 2004-2010m. radimas. Suskaičiuotas vidurkis yra 0.0835, padalinus 1 iš šio skaičiaus, sužinoma, kad turtas dėvisi 12 metų.

Taigi, kad būtų suskaičiuotas prognozuojamas nusidėvėjimas per metus, reikia naudoti materialaus turto balansines vertes net nuo 1998 m. Kadangi tokie duomenys nėra viešai prieinami, tenka spėti 1998-2003 m. likutines materialaus turto vertes. Suskaičiavus žinomų metų materialaus turto kitimo indeksus, pastebima, kad jie kinta nepastoviai, tad jų vidurkis būtų necharakteringas, todėl pasirinktas 2004-2005 m. nusidėvėjimo normatyvas 0.083 ir 1998-2003 m. ilgalaikio materialaus turto reikšmės apskaičiuojamos taip: $\text{Materialus turtas metais } N = \text{Materialus turtas metais } N+1/(1+0.083)$. Dabar, kai jau turimos materialaus turto balansinės vertės 1998-2010m., galima prognozuoti nusidėvėjimą: 8.35% nudėvimas praėjusių metų materialaus turto likutis minus prieš 12 metų buvęs materialaus turto likutis (nes tas turtas jau nusidėvėjo). Kai turime nusidėvėjimo prognozes 2011-2020m., skaičiuojame naują balansinę vertę, jei įmonė nepirktų materialaus turto. Ilgalaikis materialusis turtas prognozuojamas darant prielaidą, kad ilgalaikio materialaus turto apyvartumas ateityje išliks toks, kaip 2004-2008 m. materialaus turto apyvartumo vidurkis. 2008 ir 2009 m. ilgalaikio materialaus turto apyvartumai neįtraukiami į skaičiavimus, dėl to, kad krizės įtakota bendrovė savo turtą tais metais naudojo neefektyviai. Ilgalaikio materialaus turto apyvartumo vidurkis 2004-2008 m. yra 13.43, daroma dar viena prielaida, kad įmonė pirsks materialųjį turtą tik tada, kai jos finansinių metų apyvartumas viršys 13.43. Nauja materialaus turto balansinė vertė naudojama skaičiuoti materialaus turto apyvartumui, kuris lyginamas su 13.43. Pavyzdžiui, 2011m. prognozuojamo materialaus turto apyvartumas yra 11.97 (<13.43), tad grupė neturėtų pirkti turto, o jau 2012 m. prognozuojamo materialaus turto apyvartumas didesnis už 13.43, tad manoma, kad grupė pirsks turtą. Ilgalaikio turto pirkimų suma skaičiuojama kaip prognozuojamų pajamų ir 13.43 santykis minus prognozuojamų metų balansinė vertė be pirkimų. Taigi, tęsiant pavyzdį, grupė 2012 m. turėtų pirkti ilgalaikio materialaus turto už 5.5 mln. Lt., taip išlaikydama savo materialaus turto apyvartumą lygų 13.43. Ir 2012 m. ilgalaikio materialaus turto vertė yra lygi naujai balansinei vertei be pirkimų plus ilgalaikio materialaus turto pirkimai, t.y. 24.9 mln. Lt. 16 lentelėje pateikiamos ilgalaikio materialaus turto prognozės, bei suskaičiuotos 1998-2003 m. reikšmės, o taip pat prognozuojamas nusidėvėjimas ir prognozuojami ilgalaikio materialaus turto pirkimai.

16 lentelė. PST ilgalaikio materialaus turto (IMT) prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.

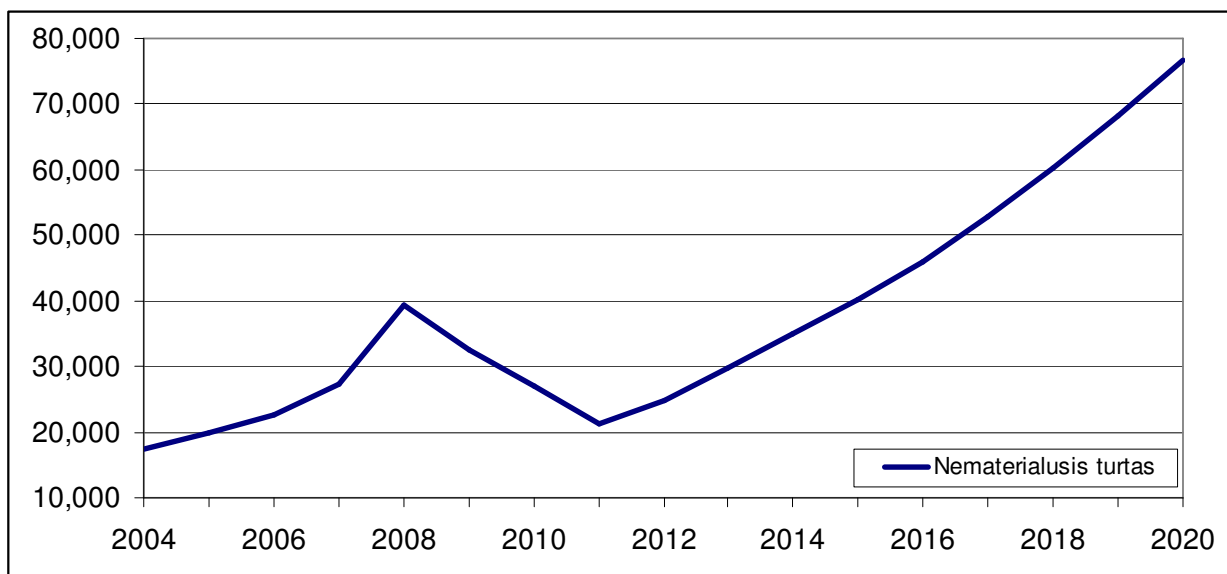
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
IMT	23,051	24,964	27,036	29,279	31,709	34,341	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
IMT	37,190	40,277	45,719	53,383	70,406	69,381	69,141
Prognozuojamas IMT	2011	2012	2013	2014	2015		
	23,135	24,934	29,710	34,893	40,297		
Prognozuojamas IMT	2016	2017	2018	2019	2020		
	45,969	52,819	60,190	68,122	76,659		
Prognozuojamas nusidėvėjimas	2011	2012	2013	2014	2015		
	3,847	3,729	4,017	4,564	5,174		
Prognozuojamas nusidėvėjimas	2016	2017	2018	2019	2020		
	5,838	6,560	7,422	8,202	8,909		
IMT pirkimai	2011	2012	2013	2014	2015		
	0	5,528	8,793	9,747	10,579		
IMT pirkimai	2011	2012	2013	2014	2015		
	11,509	13,410	14,793	16,135	17,446		

Nematerialusis turtas įmonės finansinėse ataskaitose skirstomas į prestižą, programinę įrangą ir kitą nematerialųjį turtą. Nematerialaus ilgalaikio turto prognozavimui taip pat skaičiuojamas nematerialaus ilgalaikio turto apyvartumas 2004-2010 m. ir daroma prielaida, kad nematerialaus turto apyvartumas ateityje bus toks, kaip 2004-2010 m. nematerialaus ilgalaikio turto apyvartumo vidurkis, kuris yra 756. Nematerialaus turto apyvartumas yra gaunamas finansinių metų pajamas padalinant iš finansinių metų nematerialaus ilgalaikio turto buhalterinės vertės, tai prognozuojamas nematerialusis turtas yra nematerialaus ilgalaikio turto vidurkio ir prognozuojamų pardavimo pajamų sandauga (žr. 17 lentelę ir 27 paveikslą).

17 lentelė. PST ilgalaikio nematerialaus turto prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nematerialusis turtas	21,170	24,934	29,710	34,893	40,297	45,969	52,819	60,190	68,122	76,659

27 paveikslas. PST ilgalaikio nematerialaus turto kaita ir prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.



Prognozuojant kitas investicijas ir po vienerių metų gautinas sumas, daroma prielaida, kad kai ekonomika atsigaus, įmonės nesiskolins iš PST, todėl šis skaičius bus lygus nuliui. Apžvelgiant istorinius kitų investicijų ir po vienerių metų gautinų sumų duomenis, matoma, kad visais metais šio straipsnio vertės buvo mažos, išskyrus paskutinius du metus. 2009 ir 2010 m. didelė kitų investicijų ir po vienerių metų gautinų sumų reikšmė yra dėl PST suteiktos paskolos „Panevėžio keliams“. Kadangi paskolos grąžinimo terminas yra 2013-01-11, daroma prielaida, kad skolininkai grąžins skolą lygiomis dalimis iki grąžinimo termino pabaigos, t.y. 10 mln. Lt. kasmet iki 2013-01-11.

Atidėto mokesčio turtas prognozuojama, kad bus lygus nuliui, nes bendrovei gerai seksis ir ji mokesčius mokės laiku.

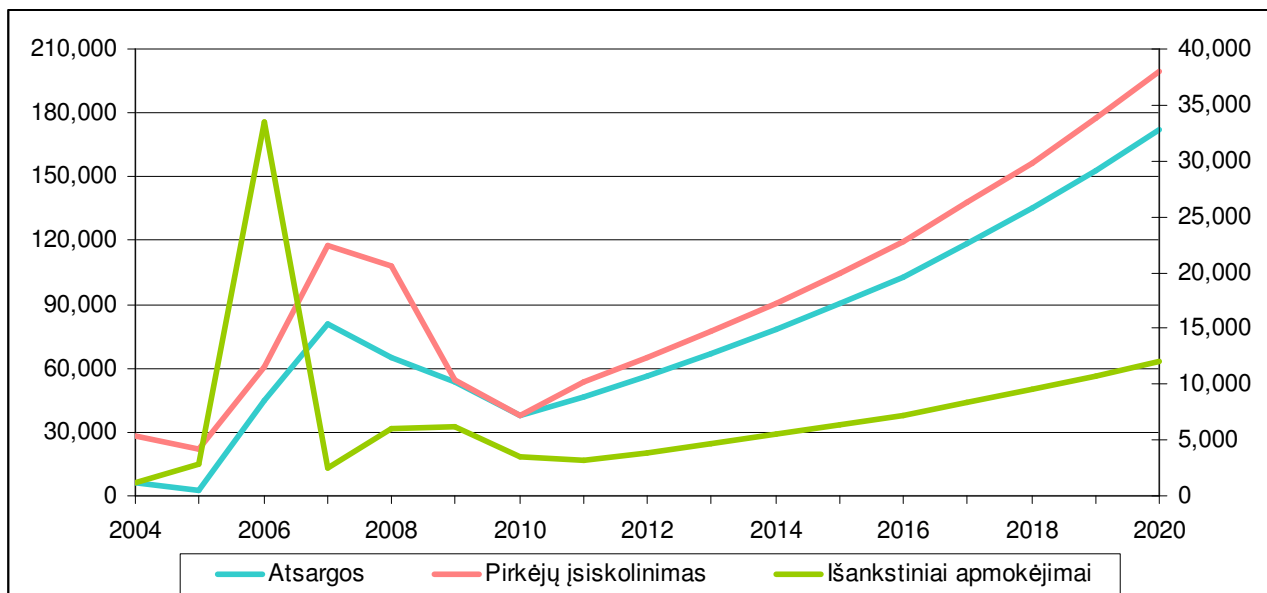
Trumpalaikio turto prognozės. Prognozuojant atsargas, pirkėjų įsiskolinimą ir išankstinius apmokėjimus, remtasi jų apyvartumais. Prognozėms naudoti atsargų apyvartumo, pirkėjų įsiskolinimo apyvartumo ir išankstinių apmokėjimų apyvartumo 2004-2010 m. vidurkiai, nes tikėtina, kad šie apyvartumai išliks panašūs ir ateityje. Atsargų apyvartumas skaičiuojamas pardavimo savikainą dalinant iš vidutinių metinių atsargų, tad prognozuojamos atsargos skaičiuojamos prognozuojamą pardavimo savikainą dalinant iš atsargų apyvartumo vidurkio, kuris

yra 5.1. Pirkėjų įsiskolinimo apyvartumas gaunamas pardavimo pajamas padalinant iš vidutinio pirkėjų įsiskolinimo apyvartumo, todėl prognozuojant pirkėjų įsiskolinimą, prognozuojamos pardavimo pajamas dalinant iš 2006-2010 m. pirkėjų įsiskolinimo apyvartumo vidurkio kuris yra 5.16. Išankstinių apmokėjimų apyvartumas yra skaičiuojamas pardavimų pajamas dalinant iš vidutinių metinių išankstinių apmokėjimų. Išankstinių apmokėjimų vidurkis 2004-2010 m. yra 85, tad prognozuojami išankstiniai apmokėjimai gaunami prognozuojamas pardavimo pajamas dalinant iš 85. Kito trumpalaikio turto prognozuojama reikšmė ateityje bus lygi nuliui, nes kitą turtą sudaro mokesčių permoka ir manau, kad įmonė nepermokės mokesčių, tai ši reikšmė bus lygi nuliui arba labai mažam skaičiui. Kito trumpalaikio turto padaugėjo tik 2010 metais, dėl terminuotų indėlių, todėl 2011 m. kito trumpalaikio turto reikšmė yra likutinė kito turto vertė 2010 m. plus terminuotų indėlių pokytis iš pinigų srautų ataskaitos 2010 m., kadangi terminuoti indėliai yra prie trumpalaikio turto, tai reiškia, kad už metų, t.y. prognozuojamais 2011 m. įmonė atgaus savo pinigus ir jie iš kito turto pereis į kitą straipsnį - pinigus ir pinigų ekvivalentus. Žemiau esančioje lentelėje pateikiamos suskaičiuotos prognozuojamo trumpalaikio turto (atsargų, pirkėjų įsiskolinimo bei išankstinių apmokėjimų) reikšmės, o paveiksle tai pavaizduota grafiškai kartu su istoriniais minėtų balanso straipsnių duomenimis.

18 lentelė. PST trumpalaikio turto prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Atsargos	46,227	55,889	66,594	78,211	90,325	103,037	118,390	134,913	152,693	171,827
Pirkėjų įsiskolinimas	53,693	64,916	77,350	90,843	104,913	119,679	137,512	156,703	177,355	199,579
Išankstiniai apmokėjimai	3,249	3,928	4,680	5,497	6,348	7,241	8,320	9,482	10,731	12,076

28 paveikslas. PST trumpalaikio turto kaita ir prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.



Nuosavo kapitalo prognozės. Įmonės įstatinis kapitalas 2004-2010 m. nesikeitė, tad nėra pagrindo manyti, kad keisis iki 2020 m. Prognozuojami rezervai yra praėjusių metų rezervų bei nepaskirstytojo pelno suma. Jau kelis metus iš eilės įmonės mokami dividendai yra 7 ct. už akciją, tad manau, kad tiek mokės ir toliau.

Įsipareigojimų prognozės. Prie ilgalaikių PST įsipareigojimų priskiriamas lizingas, atidėjiniai, atidėto mokesčio įsipareigojimas, kiti įsipareigojimai bei dotacijos ir subsidijos. Prognozuosiu tik lizingą ir atidėjinius, nes atidėto mokesčio įsipareigojimo, kitų įsipareigojimų bei dotacijų ir subsidijų reikšmės 2004-2010 m. buvo palyginti mažos arba lygios nuliui, be to manau, kad įmonei gaunant ateityje didesnes pajamas, šių įsipareigojimų įmonė sugebės išvengti, t.y. laiku mokėti mokesčius ir kitas mokėtinas sumas. AB „Panevėžio statybos trestas“ savo ilgalaikį materialųjį turtą perka lizingu, tad prognozuojamos lizingo vertės yra likutinė praėjusių metų suma plus lizingo gavimas minus lizingo mokėjimai. Prognozuojamų finansinių metų lizingo gavimas yra lygus tų metų prognozuojamiems ilgalaikio turto pirkimams, o prognozuojami lizingo mokėjimai yra lygūs ½ prieš du metus buvusiai lizingo gavimo reikšmei ir ½ prieš metus buvusiai lizingo gavimo reikšmei, nes finansinėse ataskaitose rašoma, kad lizingas dažniausiai yra gaunamas dviems metams ir daroma prielaida, kad mokamas lygiomis dalimis. Atidėjiniai prognozuojami skaičiuojant atidėjinių apyvartumą 2005-2010 m. (pardavimo pajamos padalinta iš atidėjinių) ir dalinant prognozuojamas pardavimo pajamas iš atidėjinių apyvartumo vidurkio.

19 lentelė. PST ilgalaikių įsipareigojimų prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Lizingas	3,001	7,795	13,824	16,410	17,719	19,066	21,432	23,765	25,799	27,780
Atidėjiniai	426	515	614	721	833	950	1,092	1,244	1,408	1,585

Iš trumpalaikių įsipareigojimų reikia prognozuoti visus straipsnius: paskolas ir kitas finansines skolas, skolas tiekėjams, gautus išankstinius apmokėjimus, mokėtiną pelno mokestį bei kitus įsipareigojimus. Visi šie balanso straipsniai, išskyrus mokėtiną pelno mokestį, yra prognozuojami remiantis jų apyvartumais ir darant prielaidą, kad ir toliau apyvartumai išliks tokie, koks yra istorinis vidurkis.. Paskolų ir kitų finansinių skolų apyvartumas yra skaičiuojamas pardavimo pajamas dalinant iš paskolų ir kitų finansinių skolų (čia neįtraukiamas lizingas, nes jis priskiriamas prie ilgalaikių įsipareigojimų), tad prognozuojamos trumpalaikės paskolos ir kitos finansinės skolos yra gaunamos prognozuojamas pardavimo pajamas padalinus iš 9.62 (2006-2010 m. skolų apyvartumo vidurkis). Pardavimo savikainą padalinus iš vidutinių skolų tiekėjams, gaunamas skolų tiekėjams apyvartumas, tada randamas šio apyvartumo 2006-2010 m. vidurkis, kuris yra lygus 7.08 ir vidurkis yra naudojamas prognozuojamoms skoloms tiekėjams suskaičiuoti - reikia prognozuojamą pardavimo savikainą padalinti iš suskaičiuoto vidurkio. Gautų išankstinių apmokėjimų ir kitų trumpalaikių įsipareigojimų apyvartumai skaičiuojami pajamas dalinant iš gautų išankstinių apmokėjimų ir kitų trumpalaikių įsipareigojimų. Tada suskaičiuojami šių apyvartumų vidurkiai (19.2 ir 17.3) ir prognozuojant gautus išankstinius apmokėjimus ir kitus trumpalaikius įsipareigojimus, reikia pajamas dalinti iš apyvartumų vidurkių. Daroma prielaida, kad pelno mokesčio tarifas išliks 15%.

20 lentelė. PST trumpalaikių įsipareigojimų prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Paskolos ir kitos finansinės skolos	28,801	34,821	41,491	48,729	56,276	64,196	73,762	84,056	95,134	107,055
Skolos tiekėjams	33,308	40,270	47,983	56,354	65,082	74,242	85,304	97,209	110,021	123,807
Gauti išankstiniai apmokėjimai	14,401	17,411	20,746	24,365	28,139	32,099	36,882	42,030	47,569	53,530
Kiti įsipareigojimai	15,975	19,314	23,013	27,028	31,214	35,607	40,913	46,623	52,767	59,380

Finansinės veiklos pajamų prognozės. Finansinės veiklos pajamos, tai PST gautinos palūkanos už paskolą „Panevėžio keliams“. Finansinėje ataskaitoje aiškinama, kad šios palūkanos mokamos 3 mėn. VILIBOR+1,9% tarifu, o kadangi 3 mėn. VILIBOR yra 1.85%, tai reiškia, kad įmonė 3 ateinančius metus gaus $10 \text{ mln.} * 3.75\% = 375,000 \text{ Lt}$ palūkanų.

Finansinės veiklos sąnaudų prognozės. Prognozuojamos finansinės veiklos sąnaudos yra vidutinio lizingo įsipareigojimų likučio ir lizingo įsipareigojimų palūkanų normos sandauga plius vidutinių trumpalaikių paskolų ir jų palūkanų normos sandauga. Lizingo įsipareigojimų palūkanų norma prognozuojama, kad ateityje bus tokia, kaip lizingo palūkanų normų vidurkis 2004-2010 m., gauta reikšmė yra 7.61%. Taip pat ir trumpalaikių paskolų norma yra 2004-2010 m. vidutinių trumpalaikių paskolų ir palūkanų už tas paskolas santykio vidurkis, t.y. trumpalaikių paskolų palūkanų vidurkis, kuris yra 3.72%. Žemiau pateikiama lentelė su finansinių veiklos sąnaudų prognozėmis.

21 lentelė. PST finansinių veiklos sąnaudų prognozės 2011-2020 m., tūkst. Lt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansinės veiklos sąnaudos	1,327	846	1,830	2,005	2,100	2,341	2,706	3,113	3,497	3,912

Pinigų ir pinigų ekvivalentų prognozės. Pinigai ir pinigų ekvivalentai prognozuojamų metų gruodžio 31d. yra grynujų pinigų ir pinigų ekvivalentų pokytis (iš pinigų srautų ataskaitos) prognozuojamai metais plius pinigai ir pinigų ekvivalentai sausio 1 d. Čia grynujų pinigų ir pinigų ekvivalentų pokytis yra grynujų pinigų srautų iš įprastinės veiklos, grynujų investicinės veiklos pinigų srautų bei grynujų finansinės veiklos pinigų srautų suma. Visas prognozuojamas balansas pateikiamas 2 priede, pelno (nuostolių) ataskaita – 3 priede ir pinigų srautų ataskaita – 4 priede.

3.1.1. Laisvieji pinigų srautai, tenkantys įmonei

Nuprogozavus balansą, pelno (nuostolių) ir pinigų srautų ataskaitas, kitas diskontuotųjų pinigų srautų įmonei metodo žingsnis – suskaičiuoti laisvuosius pinigų srautus, tenkančius įmonei (*angl.* free cash flows to firm (FCFF)). Laisvieji pinigų srautai gaunami iš įprastinės veiklos pinigų srautų ir investicinės veiklos pinigų srautų (žr. 22 lentelę).

22 lentelė. PST laisvieji pinigų srautai (FCFF), Lt.

	2011	2012	2013	2014	2015
Grynieji pinigų srautai iš įprastinės veiklos	(11,905,074)	1,766,468	1,768,361	2,693,998	4,434,476
+					
Grynieji investicinės veiklos pinigų srautai	31,050,985	1,606,439	(4,860,857)	4,725,241	(5,500,411)
=					
Laisvieji pinigų srautai (FCFF)	19,145,911	3,372,907	(3,092,496)	7,419,239	(1,065,934)
	2016	2017	2018	2019	2020
Grynieji pinigų srautai iš įprastinės veiklos	5,985,741	6,242,805	7,882,786	9,702,738	11,653,063
+					
Grynieji investicinės veiklos pinigų srautai	(5,772,190)	(6,971,363)	(7,502,171)	(8,073,395)	(8,688,113)
=					
Laisvieji pinigų srautai (FCFF)	213,552	(728,558)	380,615	1,629,343	2,964,950

3.1.2. Diskonto normos ir akcijos vertės skaičiavimas

Kad būtų įmanoma diskontuoti apskaičiuotus laisvuosius pinigų srautus, reikia apskaičiuoti diskonto normą – WACC (vidutinius svertinius kapitalo kaštus) pagal formulę:

$$WACC = k_e * w_e + (k_1 * w_1 + k_2 * w_2) * (1-T), \text{ kur}$$

k_e – nuosavo kapitalo sąnaudos, %

w_e – nuosavo kapitalo dalis visame kapitale

k_1 – lizingo sąnaudos, %

w_1 – lizingo dalis visame kapitale

k_2 – trumpalaikių paskolų sąnaudos, %

w_2 – trumpalaikių paskolų dalis visame kapitale

T – pelno mokestis, %

Visus duomenis reikalingus WACC skaičiavimams galima susirasti finansinėse įmonės ataskaitose bei prognozuojamose ataskaitose, išskyrus nuosavo kapitalo sąnaudas k_e . Nuosavo kapitalo sąnaudoms skaičiuoti naudosisiu kapitalo aktyvų vertinimo modelį, CAPM (angl. Capital asset pricing model). CAPM skaičiuojamas pagal tokią formulę (pagal Palepu et al., 2007):

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f), \text{ kur}$$

R_f - nerizikingo pelno norma

R_m - rinkos reikalaujamas pelningumas arba bendro rinkos portfelio pajamų norma

β – kapitalo rizika

Nerizikingo pelno normą R_f skaičiavau kaip vidutinę šalies obligacijų grąžą, tai yra ilgalaikių Valstybės Vertybinių Popierių (VVP) 2004 – 2010 m. vidurkį. Duomenis apie šalies obligacijų grąžą ėmiau iš Finansų ministerijos. 23 lentelėje pateikiami obligacijų grąžos vidurkiui skaičiuoti naudojami duomenys ir gautasis vidurkis.

23 lentelė. Nerizikingo pelno norma

Metai	VVP palūkanų normų svertiniai vidurkiai
2004	3.7
2005	3.17
2006	3.73
2007	4.41
2008	5.32
2009	8.24
2010	4.58
	4.74%

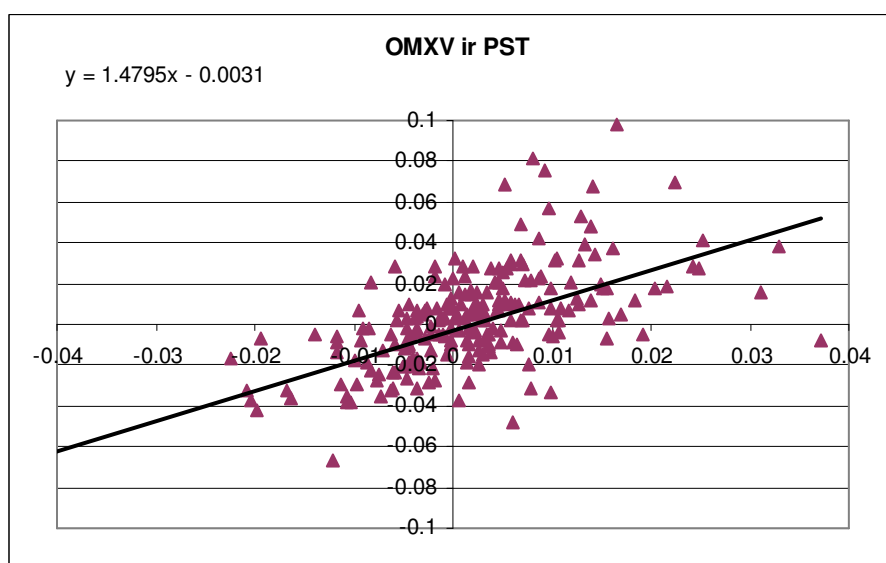
Rinkos reikalaujamas pelningumas R_m buvo skaičiuojamas, naudojant CAGR (angl. compound annual growth rate), kuris skaičiuojamas taip:

$$CAGR = \left(\frac{Paskutine_kaina}{Pirma_kaina} \right)^{\left(\frac{1}{metu_skaicius} \right)} - 1$$

Skaičiuojant CAGR, buvo paimta 2010-12-31 Nasdaq OMXV kaina, kaip paskutinė kaina, 2000-12-31 Nasdaq OMXV kaina, kaip pirma kaina. OMXV – tai visų akcijų Vilniaus Vertybinių Popierių biržos sąraše indeksas. Gautas $CAGR = (100/441.91)^{(1/10)} - 1 = 16.02\%$.

Beta skaičiuojama naudojant regresinę analizę, kur nepriklausomas kintamasis - OMXV indeksas, o priklausomas kintamasis - AB „Panevėžio statybos trestas“ kaina (žr. 28 paveikslą). Iš regresijos lygties $\beta = 1.4795$. Teigiamas koeficiento β ženklas rodo, kad PST akcijų kaina kinta ta pačia linkme, kaip ir Vilniaus akcijų biržos rinkos pokyčiai.

29 paveikslas. Beta koeficientas



Gautas reikšmes įstačius į CAPM formulę, gaunama nuosavo kapitalo sąnaudų reikšmė:

$$k_e = 4.74\% + 1.4795 (16.02\% - 4.74\%) = 21.43\%$$

Toliau grįžtant prie WACC skaičiavimo:

nuosavo kapitalo dalis visame kapitale $w_e = \text{nuosavas kapitalas} / \text{nuosavas kapitalas} + \text{lizingo vidutinis likutis} + \text{trumpalaikių paskolų vidutinis likutis} = 123,995,203 / (123,995,203 + 9,822,811 + 15,599,014) = 0.83$

lizingo sąnaudos $k_l = \text{lizingo palūkanų normų vidurkis 2004-2010 m.} = 7.61\%$

lizingo dalis visame kapitale $w_l = \text{lizingo vidutinis likutis} / \text{nuosavas kapitalas} + \text{lizingo vidutinis likutis} + \text{trumpalaikių paskolų vidutinis likutis} = 9,822,811 / (123,995,203 + 9,822,811 + 15,599,014) = 0.07$

trumpalaikių paskolų sąnaudos $k_2 = \text{trumpalaikių paskolų palūkanų normų vidurkis 2004-2010 m.} = 3.72\%$

trumpalaikių paskolų sąnaudos $w_2 = \text{trumpalaikių paskolų vidutinis likutis} / \text{nuosavas kapitalas} + \text{lizingo vidutinis likutis} + \text{trumpalaikių paskolų vidutinis likutis} = 15,599,014 / (123,995,203 + 9,822,811 + 15,599,014) = 0.1$

pelno mokestis $T = 15\%$

Įstačius apskaičiuotas reikšmes į WACC formulę, gauname AB „Panevėžio statybos trestas“ diskonto normą:

$$WACC = k_e * w_e + (k_1 * w_1 + k_2 * w_2) * (1-T) = 21.43\% * 0.83 + (7.61\% * 0.07 + 3.72\% * 0.1) * (1-0.15) = 18.54\%$$

Diskonto norma kito kasmet, 24 lentelėje pateikiamos kintančios diskonto normos reikšmės ir duomenys naudoti jų skaičiavimui. 2011-2020 m. WACC vidurkis yra lygus 17.16%.

24 lentelė. WACC

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
k_e	21.43%	21.43%	21.43%	21.43%	21.43%	21.43%	21.43%	21.43%	21.43%	21.43%
w_e	0.83	0.83	0.77	0.76	0.76	0.75	0.74	0.74	0.73	0.73
k_1	7.61%	7.61%	7.61%	7.61%	7.61%	7.61%	7.61%	7.61%	7.61%	7.61%
w_1	0.07	-0.03	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
k_2	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%
w_2	0.10	0.20	0.20	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	0.26	0.26
T	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
WACC	18.54%	18.23%	17.29%	17.11%	17.04%	16.92%	16.78%	16.64%	16.57%	16.52%

Paskutinė trūkstama reikšmė prieš diskontuojant pinigų srautus ir randant įmonės vertę yra tęstinė įmonės reikšmė, kuri skaičiuojama taip:

$$TV = FCFF_{10} * (1 + g) / (WACC - g) / (1 + WACC)^{10}$$

$FCFF_{10}$ tai laisvieji pinigų srautai paskutiniaisiais prognozuojamais 2020 metais. g – tai vidutinis Lietuvos BVP augimo greitis, toks g pasirinktas dėl to, kad laisvųjų pinigų srautų augimo greitis mažės tol, kol pasieks vidutinį prognozuojamą BVP augimo greitį ir tada išliks toks pats, t.y. 7.61%. WACC imamas vidurkis.

$$\text{Tęstinė vertė} = 2,964,950 * (1 - 0.0761) / (0.1761 - 0.0761) / (1 - 0.0761)^{10} = 6,854,325 \text{ Lt.}$$

Laisvieji pinigų srautai diskontuojami naudojant WACC į 2010-12-31, naudojant tokią formulę:

$$DCF_t = \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

25 lentelėje pateikiamos diskontuotųjų pinigų srautų reikšmės ir įmonės vertė rasta naudojant diskontuotųjų pinigų srautų įmonei metodą.

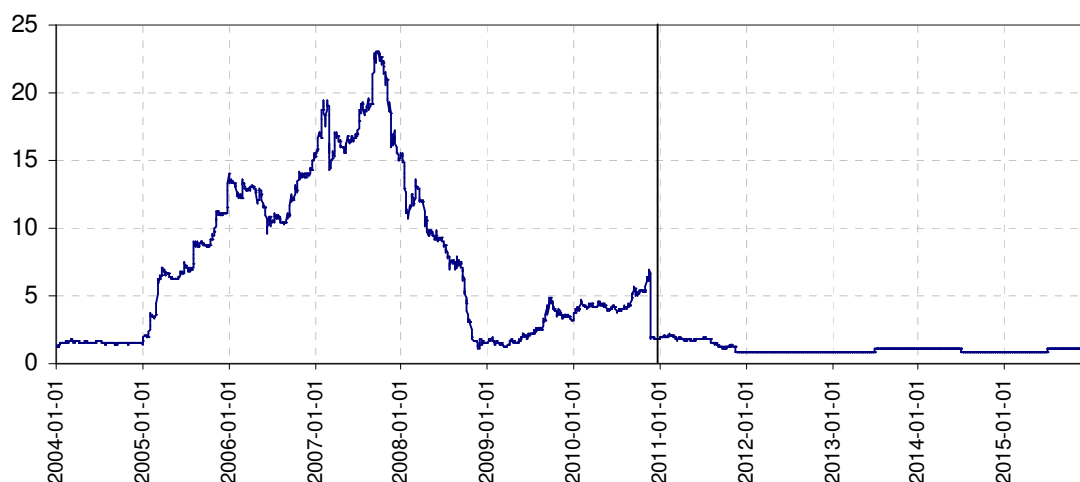
$$\text{Verslo vertė} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + TV$$

25 lentelė. Diskontuotieji pinigų srautai ir įmonės vertė, Lt.

metai	1 (2011)	2 (2012)	3 (2013)	4 (2014)	5 (2015)
FCFF	19,145,911	3,372,907	(3,092,496)	7,419,239	(1,065,934)
DCF	16,151,479	2,412,907	-1,916,754	3,943,967	-485,330
metai	6 (2016)	7 (2017)	8 (2018)	9 (2019)	10 (2020)
FCFF	213,552	(728,558)	380,615	1,629,343	2,964,950
DCF	83,573	-246,034	111,070	410,053	642,972
Tęstinė vertė	6,854,325				
Įmonės vertė	27,962,227				
Akcijų skaičius	16,350,000				
Akcijos vertė	1.71				

Taikant diskontuotųjų pinigų srautų įmonei metodą, gauta AB „Panevėžio statybos trestas“ vertė yra 27,962,227 Lt, o vienos akcijos vertė 1.71 Lt. Gautą vertę lyginant su 2010-12-31 akcijos kaina 1.95 Lt, galima daryti išvadą, kad akcijos kaina rinkoje yra pervertinta ir ateityje turėtų kristi. Pažiūrėjus į PST akcijos kainos dinamiką 2011 m. (žr. 30 paveikslą), matoma, kad diskontuotųjų pinigų srautų metodu atliktas įmonės vertinimas buvo teisingas – įmonės akcijos buvo pervertintos, dėl to 2011 m. krito iki 1.20 Lt.

30 paveikslas. PST akcijos kainos kaita nuo 2004-01-01 iki 2011-11-18 ir prognozės



Kadangi, DCF metodo teisingumas pasitvirtino, pateikiu PST akcijos kainos prognozes 2011-2015 m., kurios gautos naudojant tuos pačius duomenis, tik diskontuojant laisvuosius pinigų srautus ne į 2010 m., o į 2011 m. ir t.t. iki 2015 m. (žr. 26 lentelę).

26 lentelė. Prognozuojama PST akcijos kaina 2011-2015 m.

	2011	2012	2013	2014	2015
Verslo vertė	13,837,920 Lt	12,900,747 Lt	18,197,813 Lt	13,889,226 Lt	17,344,672 Lt
Akcijos kaina	0.85 Lt	0.79 Lt	1.11 Lt	0.85 Lt	1.06 Lt

Remiantis DCF metodu, AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijos kaina kris iki 2012 m., tad dabar reikėtų akcijas parduoti, vėliau pirkti 2012 m., kai jos bus pigiausios ir tada parduoti už metų arba laikyti ilgesnį laikotarpį, pvz. 5 metus, nes nuo 2015 m. akcijos kaina turėtų tik augti. Žinoma, prognozės nėra 100% teisingos, nes mano nuomone BVP prognozės yra optimistiškos, o be to ekspertai neprognozuoja ekonomikos ciklą, bet tai nereiškia, kad prognozuojamą 10 m. laikotarpį nebus ekonomikos nuosmukio.

3.2. AB „PST“ vertinimas įmonių prekybos biržose daugiklių metodu

Remiantis internetiniais šaltiniais (traders.lt ir infinancials.com) sudaryta AB „Panevėžio statybos trestas“ „peers“ grupė, t.y. atrinktos įmonės kurios yra panašios į PST, nes užsiima tokia pačia veikla ir vykdo veiklą tame pačiame regione (šiuo atveju Europoje). PST vertinti su Lietuvoje veikiančiomis statybos kompanijomis yra neįmanoma, nes kitos Lietuvos statybos kompanijos nėra listinguojamos, o lyginti PST tik su kitomis Baltijos šalių listinguojamomis kompanijomis (t.y. dvejomis estų kompanijomis) būtų netikslinga, todėl pasirinkta 13 Europos statybų kompanijų tam, kad būtų sudaryta didesnė palyginamųjų sandorių aibė. „Peers“ grupę sudaro šios listinguojamos įmonės: Fomento de Construcciones Y Contratas (Ispanija), Implenía AG(Šveicarija), Mota-Engil (Portugalija), Heijmans (Nyderlandai), Erbud S.A.(Lenkija), Hochtief AG(Vokietija), Budimex SA(Lenkija), Morgan Sindall Group (Didžioji Britanija), NCC AB(Švedija), Impregilo SpA(Italija), Merko Ehitus A.S.(Estija), Carillion (Didžioji Britanija), Kier Group (Didžioji Britanija).

27 lentelė. Palyginamųjų rodiklių formulės

P/E = akcijos kaina / (grynasis pelnas / akcijų skaičius)
EV/Net sales = (grynasis įsiskolinimas + kapitalizacija) / pardavimo pajamos
EV = kapitalizacija + grynasis įsiskolinimas
Grynasis įsiskolinimas = Įsipareigojimai – pinigai ir pinigų ekvivalentai
EV/EBITDA = (grynasis įsiskolinimas + kapitalizacija) / EBITDA
EV/EBIT = (grynasis įsiskolinimas + kapitalizacija) / EBIT
P/BV = akcijos kaina / (nuosavas kapitalas / akcijų skaičius)

Šaltinis: Nasdaq rodiklių skaičiavimo metodika

Remiantis SEB Enskilda et al.(2008), akcijos kainai skaičiuoti naudojantis įmonių prekybos biržose daugiklių metodu formulė yra:

$$\text{Rodiklio vertė} = (X/Y) * \text{Įmonės bendrasis rodiklis} - \text{Korekcija, kur}$$

(X/Y) – palyginamojo rodiklio mediana (peers grupės);

Įmonės bendrasis rodiklis – rodiklis geriausia atvaizduojantis įmonės veiklą (pelnas, EBITDA, EBIT, pardavimo pajamos, nuosavas kapitalas);

Korekcija – kai pasirinkus bendrąjį rodiklį neįvertinami įmonės įsipareigojimai, vietoj korekcijos atsiranda įmonės grynojo įsiskolinimo ir akcijų skaičiaus santykis.

Tame pačiame šaltinyje rekomenduojama vertinant įmonę ekonomiškai nepatikimu laikotarpiu, P/E rodiklį pašalinti, nes jis kelia vertinimo nepatikimumo riziką dėl savo stiprių svyravimų.

28 lentelėje pateikiami šios „peers“ grupės rodiklių medianos 2010 m.(iš infinancials.com), PST rodikliai 2010 m. bei kainos skaičiavimo būdai ir korekcijos.

28 lentelė. PST vertinimas palyginamųjų rodikliu metodu

Rodiklis	PST	Peers	Skaičiavimo būdas	Vertė	Korekcijos
P/E	1.78	10.44	Peers P/E*Grynasis pelnas/Akcijų skaičius	11.41	
EV/Net sales	0.31	0.34	(Peers EV/Net sales*Pardavimo pajamos-Grynoji finansinė skola)/Akcijų skaičius	4.17	4.17
EV/EBITDA	2.30	5.95	(Peers EV/EBITDA*EBITDA-Grynasis įsiskolinimas)/Akcijų skaičius	5.90	5.90
EV/EBIT	3.03	7.25	(Peers EV/EBIT*EBIT-Grynasis įsiskolinimas)/Akcijų skaičius	7.01	7.01
P/BV	0.27	1.28	Peers P/BV*Nuosavas kapitalas/Akcijų skaičius	9.56	9.56
			Mediana	7.01	6.46

Įmonių prekybos biržose daugiklių metodu suskaičiuota AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijos kaina 2010-12-31 buvo 6.46 Lt. Deja, matosi kaip smarkiai skiriasi PST rodiklių reikšmės ir „peers“ grupės rodiklių reikšmės. Pavyzdžiui, palyginus „peers“ grupės P/E, kuris 2010-12-31 buvo 10.44 su PST 2010-12-31 P/E, kuris buvo 1.78, matome, kad PST P/E reikšmė yra 6 kartus mažesnė už „peers“ grupės P/E. Tai rodo, kad užsienio investuotojai už kiekvieną pelno litą sutinka rinkoje mokėti 10.44 Lt, kai tuo tarpu PST investuotojai už kiekvieną pelno litą sutinka mokėti tik 1.78 Lt, t.y. 6 kartus mažiau. Europoje akcijų paklausa yra didesnė, investuotojai drąsesni, todėl ir kaina ten didesnė. Turint omenyje, kad PST P/E yra 6 kartus mažesnis už „peers“ grupės P/E, galima daryti prielaidą, kad ir įmonės vertė, gauta įmonių prekybos biržose daugiklių metodu, sudarius „peers“ grupę iš Europos statybos įmonių, yra tais 6 kartais užaukštinta. Kadangi lyginama Lietuvos įmonė su užsienio akcijų rinkose kotiruojamomis įmonėmis, susiduriama su rizika, kad Lietuvos akcijų rinkos veiksniai, susiję su Lietuvos ekonominiais skirtumais, lieka neįvertinti, taip pat neatsižvelgta į atsargų investuotojų elgesį Lietuvoje. AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijos vertė tikriausiai būtų 6.46 Lt, jei PST būtų kotiruojama tose rinkose, kaip ir „peers“ grupę sudarančios įmonės.

3.3. AB „PST“ vertinimas balansinės vertės metodu

Įmonės balansinė vertė skaičiuojama pagal formulę:

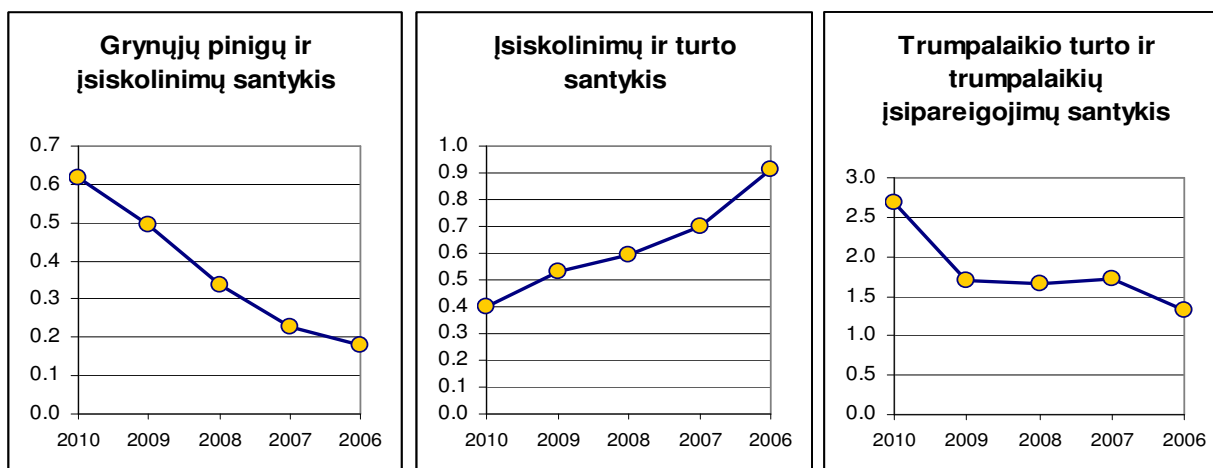
$$\text{Balansinė vertė} = \text{Nuosavas kapitalas} - \text{Nematerialus turtas}$$

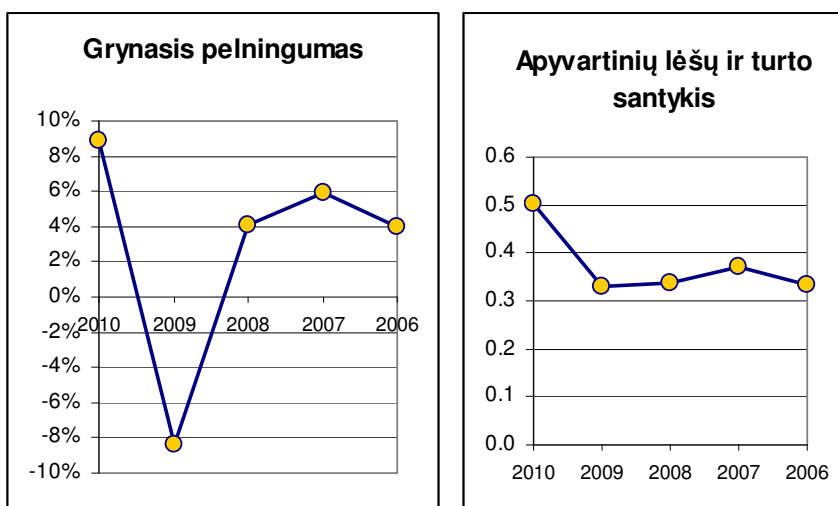
AB „Panevėžio statybos trestas“ balansinė vertė 2010-12-31 yra 113,894,838 Lt, iš čia vienos akcijos balansinė vertė yra 6.97 Lt. Kaip ir buvo tikėtasi, balansinė įmonės vertė neatspindi tikrovės. Akcijos kaina 6.97 Lt yra optimistinis variantas, jei įmonė užsidarytų ir turtą parduotų už buhalterinę vertę, tačiau yra akivaizdu, kad tai yra neįmanoma, nes parduodant turtą iš varžytynių, turto kaina kristų 10%, o gal 10 kartų.

3.4. PST bankroto tikimybė

Suskaičiuoti ir nubraižyti AB „Panevėžio statybos trestas“ 2006 – 2010 m. finansiniai rodikliai (žr. 30 paveikslą). Rodikliai grafikuose žymimi atvirkščiai nei įprasta – pradedama 2010 m. ir baigiama 2006 m. Toks atbulas grafikų X ašies žymėjimas yra todėl, kad Beaver tyrimo rezultatai yra apie finansinių rodiklių kitimą penkis metus prieš bankrotą, tad norint patikrinti ar PST per pastaruosius penkis metus judėjo bankroto link, reikia grafikus brėžti įsivaizduojant, kad 2006 metai buvo penkti metai iki bankroto.

31 paveikslas. PST profilio analizė





Lyginant AB „Panevėžio statybos trestas“ profilio analizę su Beaver grafikais, matosi, kad nagrinėjama įmonė nėra pastovi, kaip nebankrutavusios Beaver analizuotos įmonės, tačiau nesielgia ir taip, kaip kai bankrutavusios įmonės. Tiesą sakant, PST rodikliai ne tik kad nesielgia panašiai kaip Beaver analizuotos įmonės, o juda tiesiog priešingai nei bankrutavusių įmonių finansiniai rodikliai. Galima daryti išvadą, kad penkių metų bėgyje AB „Panevėžio statybos trestas“ tikrai nebankrutuos, o tai tik patvirtina anksčiau padarytą išvadą, kad reikėtų 2012 m. pirkti šios įmonės akcijas ir jas laikyti ilgesnį laikotarpį nei du metai.

3.5. Empirinio tyrimo išvados ir rekomendacijos

Atlikus palyginamąją vertinimo metodų analizę, buvo parinkti labiausiai AB „Panevėžio statybos trestas“ tinkantys vertinimo metodai: diskontuotųjų pinigų srautų, tenkančių įmonei, metodas ir palyginamosios vertės (įmonių prekybos biržose daugiklių) metodas. Diskontuotųjų pinigų srautų, tenkančių įmonei, metodu gauta akcijos kaina 2010-12-31 buvo 1.71 Lt. Palyginamųjų rodikliu metodu gauta akcijos kaina 2010-12-31 buvo 6.46 Lt. Balansinės vertės metodu apskaičiuojama akcijos vertė 2010-12-31 buvo 6.97 Lt. 2010-12-31 rinkos kainą, kuri tuo metu buvo 1.95 Lt, lyginant su gautais rezultatais, galima daryti išvadą, kad diskontuotųjų pinigų srautų metodas tikrąją akcijos vertę nustatė tiksliausiai – įmonės rinkos kaina yra pervertinta ir turėtų kristi. Didesnę rinkos kainą lemia įmonės stipri konkurencinė pozicija, įmonės populiarumas (dėl Valdovų Rūmų statybos bei metų gaminio apdovanojimų), investuotojų optimizmas, atsigaunantis statybos sektorius. Rekomenduojama investuotojams AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijas parduoti ir pirkti 2012 m.

IŠVADOS

1. AB „Panevėžio statybos trestas“, kaip ir visas statybos sektorius, labai smarkiai nukentėjo nuo pasaulinio ekonominio nuosmukio, bet įmonės veiklos rezultatai 2010 m. žymiai pagerėjo, lyginant su 2009 m. Įmonė yra didžiausia statybos kompanija Lietuvoje, tai užtikrina stiprią konkurencinę poziciją, taip pat įmonę populiarina gauti „Lietuvos metų gaminio“ Aukso medaliai bei Valdovų rūmų statybos. Lyginant įmonę su Lietuvos statybos sektoriaus rodikliais, galima daryti išvadą, kad įmonė veiklą vykdo efektyviau – įmonės finansinių rodiklių analizė rodo, kad įmonės pelningumo, apyvartumo, kapitalo struktūros ir likvidumo rodikliai yra geresni nei sektoriaus vidurkis. Atlikta įmonės išorinė bei vidinė analizė leidžia manyti, kad AB „Panevėžio statybos trestas“ ateityje turėtų toliau sėkmingai plėstis ir veiklą vykdyti pelningai, akcijos vertė turėtų augti.
2. Palyginus turto, pajamų ir rinkos požiūrius, buvo nustatyta, kad AB „Panevėžio statybos trestas“ vertinimui labiausiai tinka diskontuotųjų pinigų srautų, tenkančių įmonei, metodas bei įmonių prekybos biržose daugiklių metodas. Diskontuotųjų pinigų srautų metodas yra vienas iš populiariausių vertės nustatymo būdų, yra daugiausiai nagrinėjamas akademinėje aplinkoje ir turi geriausią teorinį pagrindimą, mažiau priklauso nuo rinkos lūkesčių ir nuomonių svyravimo. Įmonių prekybos biržose daugiklių metodas atspindi esamą rinkos nuotaiką, grindžiamas realiomis akcijų rinkos kainomis.
3. Taikant diskontuotųjų pinigų srautų metodą, buvo prognozuojamas įmonės balansas, pelno (nuostolių) ataskaita, pinigų srautai 2011 – 2020 m. bei tęstiniai pinigų srautai. CAPM metodu buvo nustatyti vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai (WACC) 17.16%. Diskontuotųjų pinigų srautų, tenkančių įmonei, metodu apskaičiuota AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijos vertė 2010-12-31 buvo lygi 1.71 Lt.
4. Diskontuotųjų pinigų srautų metodu įvertintas akcijos kainos svyravimas 2011-2015 m. su akcijos kainos minimumu 2012-12-31 0.79 Lt.
5. Įmonių prekybos biržose daugiklių metodu apskaičiuota AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijos vertė 2010-12-31 buvo lygi 6.46 Lt. Tokį didelį rezultatą įtakojo tai, kad „peers“ grupė yra sudaryta iš listinguojamų Europos statybos įmonių. Europos statybos kompanijų rodikliai yra didesni dėl didesnės akcijų paklausos ir drąsesnių investuotojų.
6. Balansinės vertės metodu apskaičiuota akcijos vertė 2010-12-31 buvo 6.97 Lt, tai optimistinis variantas, jei įmonė užsidarytų ir turtą parduotų už balansinę vertę, tačiau yra akivaizdu, kad tai neįmanoma, nes parduodant turtą iš varžytynių, turto kaina kristų 10%, o gal 10 kartų.
7. AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijos kaina rinkoje 1.95Lt buvo pervertinta, remiantis diskontuotųjų pinigų srautų metodu.
8. Investuotojams rekomenduojama AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijas dabar parduoti ir pirkti 2012 m.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. AB „Panevėžio statybos trestas“ internetinis puslapis. Žiūrėta: 2011 10 02. Prieiga internete: <http://www.pst.lt>
2. Auditum.lt. *Veiklos pelningumo koeficientas*. Žiūrėta: 2010 10 28. Prieiga internete: <http://www.auditum.lt/index.php/finansiniu-rodikliu-skaiciuokles/18-pelningumo-rodikliai/58-veiklos-planas.html>
3. Baltic Rim Economies: By Country (2010). Žiūrėta: 2011 09 29. Prieiga internete: http://dnb.lt/files/Apzvalgos/bre_by_country/bre_bc_2010_en.pdf
4. Baltic Rim Economies: By Country (2010). *Baltijos šalių ekonomikos: Nusileidome. Kas toliau?* Žiūrėta: 2011 09 29. Prieiga internete: http://dnb.lt/files/Apzvalgos/bre_by_country/bre_bc_2010_presentation_lt.pdf
5. Baltijos šalių vertybinių popierių birža Nasdaq OMX Baltic. Žiūrėta: 2011 10 08. Prieiga internete: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?lang=lt>
6. Copeland, T. E., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
7. Damodaran, A. (2010). *The dark side of valuation: Valuing young, distressed and complex businesses*. New Jersey, Upper Saddle River: Pearson Education, Inc.
8. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
9. Diena.lt, BNS, VD inf. (2011 06 29, 23:59). *Lietuvoje neliks kam dirbti*. Žiūrėta: 2011 10 03. Prieiga internete: <http://www.diena.lt/dienrastis/nuomones/lietuvoje-neliks-kam-dirbti-361023>
10. Džikevičius, A. *Finansų ir komercijos matematika*. Žiūrėta: 2011 11 04. Prieiga internete: <http://finansai.tripod.com/akcijos.pdf>
11. ELTA ir lrytas.lt inf. (2010 11 25 17:24). *Panevėžio statybos trestas šiemet uždirbo 1,4 proc. daugiau nei pernai*. Žiūrėta: 2011 09 20. Prieiga internete: <http://www.lrytas.lt/-12906997611289017042-panev%C4%97%C5%BEio-statybos-trestas-%C5%A1iemet-u%C5%BEdirbo-1-4-proc-daugiau-nei-pernai.htm>
12. Finansų ministerija (2010). *Lietuvos Vyriausybės Vertybinių Popierių metinė apžvalga*. Žiūrėta: 2011 11 15. Prieiga internete: http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/vvp/Apzv2010_L.pdf
13. Foster, G. (1978). *Financial Statement Analysis*. N.J., Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Inc.
14. Galinienė, B. (2004). *Turto ir verslo vertinimo sistema: Formavimas ir plėtros koncepcija*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
15. Galinienė, B., Marčinskas, A., Malevskienė, S. (2006). *Baltijos šalių nekilnojamojo turto rinkos ciklai. Ūkio technologinis ir ekonominis vystymas*. Vol XII, No 2, 161-167. Žiūrėta: 2011 10 01. Prieiga internete: http://vddb.laba.lt/fedora/get/LT-eLABa-0001:J.04~2006-ISSN_1392-8619.V_12.N_2.PG_161-167/DS.002.0.01.ARTIC

16. Hitchner, J.R. (2003). *Financial Valuation: Applications and Models*. New Jersey, Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
17. Infancials.com (2011) *Peer valuation multiples*. Žiūrėta: 2011 11 16. Prieiga internete: <http://www.infancials.com>
18. International Monetary Fund. *BVP prognozės*. Žiūrėta: 2011 11 04. Prieiga internete: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/weorept.aspx?sy=2009&ey=2016&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=51&pr1.y=6&c=946&s=NGDP_R%2CNGDP_RPCH%2CNGDP%2CNGDPD&grp=0&a=
19. Jakutis, A., Kazlovas, V., Kvantūnas, D.(2007) *Statybos verslo elementai*. Vilnius. Žiūrėta: 2011 10 27. Prieiga internete: <http://www.ebiblioteka.lt/resursai/Mokslai/VGTU/Leidiniai/Leidinukai%20/Jakutis/A.Jakutis.Statybos%20verslo%20elementai.pdf>
20. Kancerevyčius, G.(2006). *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smeltijos leidykla.
21. *Komisijos ataskaita Europos Parlamentui ir Tarybai dėl Europos prisitaikymo prie globalizacijos padarinių fondo 2010 m. veiklos*. Žiūrėta: 2011 10 05. Prieiga internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52011DC0466:LT:NOT>
22. *Lietuvos Respublikos aplinkos apsaugos įstatymas* (1992 m. sausio 21 d. Nr. I-2223). Žiūrėta: 2011 10 17. Prieiga internete: http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=2493
23. *Lietuvos Respublikos statybos įstatymas* (1996 m. kovo 19 d. Nr. I-1240). Vilnius. Žiūrėta: 2011 10 17. Prieiga internete: http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=267240
24. Lietuvos statistikos departamentas. *Rodiklių duomenų bazė*. Žiūrėta: 2011 10 02. Prieiga internete: <http://db1.stat.gov.lt/statbank/default.asp?w=1280>
25. Morkūnaitė, M.(2010). *ES struktūrinė parama ir jos paskirstymo kokybė Lietuvoje*. Žiūrėta: 2011 10 22. Prieiga internete: <http://www.kvalitetas.lt/lt/gyvenimo-kokybe-viesojo-sektoriaus-pjuvis/70>
26. *Nasdaq rodiklių skaičiavimo metodika*. Žiūrėta: 2011 10 15. Prieiga internete: http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu_skaiciavimo_metodika_final.pdf
27. Palepu, K.G., Healy, P.M., Bernard, V.L., Peek, E.(2007). *Business analysis and valuation: IFRS edition: Text and cases*. London: Thomson Learning.
28. Profesinio mokymo metodikos centras (2008). *Statybos sektoriaus studija: Darbuotojų ir jų kvalifikacijos kaitos prognozių tyrimo ataskaita*. Žiūrėta: 2010 09 19. Prieiga internete: http://www.kpmc.lt/Skelbimai/SEK_LT/Statybos%20sektorius.pdf
29. Siegel, M.R. (2006). *Recognizing asset value and tax basis disparities to value closely-held stock*. Žiūrėta: 2011 11 03. Prieiga internete: <http://www.wfu.edu/~palmitar/Law&Valuation/chapter%205/5-1-2.htm>
30. SEB Enskilda, Ernst&Young, LAWIN (2008). *Verslo vertė*. Vilnius: Verslo žinios.

31. Swedbank. *Santykinių finansinių rodiklių paaiškinimas*. Žiūrėta: 2011 11 05. Prieiga internete: <http://194.204.23.194/files/vilnius/rodikliai/Swedbank/Santykiniu%20finansiniu%20rodikliu%20paaiskinimai.pdf>
32. Traders.lt. *Panevėžio statybos trestas*. Žiūrėta: 2011 11 11. Prieiga internete: <http://www.traders.lt/plugin.php?e=markets&pg=details&id=53>
33. Ūkio ministerija(2011 05 09-16). *Lietuvos ekonomikos apžvalga*. Žiūrėta: 2011 09 27. Prieiga internete:http://www.ukmin.lt/lt/veikla/veiklos_sritys/ukio_apzvalga/savaitine/doc/Ekonomikos%20Apzvalga%20Geguzes%209-16-n.pdf
34. Verslo naujienų portalas INVESTAR (2011 11 26 09:02). „*Panevėžio statybos tresto*“ grupė per 9 mėnesius uždirbo 33 kartus daugiau. Žiūrėta: 2011 09 20. Prieiga internete: <http://investar.lt/rinkos/akcijos/3098-panevezio-statybos-tresto-grupe-per-9-menesius-uzdirbo-33-kartus-daugiau>.

PRIEDAI

PRIEDŲ SĄRAŠAS

1 priedas. AB „Panevėžio statybos trestas“ finansiniai rodikliai	57
2 priedas. Prognozuojamas PST balansas	61
3 priedas. Prognozuojama PST pelno (nuostolių) ataskaita	62
4 priedas. Prognozuojama PST pinigų srautų ataskaita	63

1 priedas. AB „Panevėžio statybos trestas“ finansiniai rodikliai

4 lentelė. Geografinis PST grupės pajamų pasiskirstymas

Metai	Grupės pajamos iš viso	Grupės pajamos užsienyje	Dalis
2004	150,511 Lt	42,075 Lt	28%
2005	191,590 Lt	16,068 Lt	8%
2006	339,512 Lt	24,887 Lt	7%
2007	516,980 Lt	16,660 Lt	3%
2008	586,090 Lt	35,860 Lt	6%
2009	184,680 Lt	7,710 Lt	4%
2010	200,530 Lt	19,930 Lt	10%

5 lentelė. PST turto panaudojimo efektyvumo rodikliai

Nr.	Rodiklio pavadinimas	Skaič.	2006	2007	2008	2009	2010
1	Pardavimo pajamos (tūkst. LTL)		339,512	516,975	586,086	184,685	200,529
2	Pardavimo savikaina (tūkst. LTL)		296,837	445,027	485,422	154,896	171,035
3	Vidutinės per vienerius metus gautinos sumos (tūkst. LTL)		41,433	89,190	112,913	81,457	46,114
4	Vidutinis grynasis apyvartinis kapitalas (tūkst. LTL)		48,462	91,214	100,023	83,502	85,429
5	Ilgalaikis turtas (tūkst. LTL)		27,008	31,519	42,501	40,244	39,178
6	Vidutinės metinės atsargos (tūkst. LTL)		42,145	81,174	73,027	59,561	45,909
7	Turto, iš viso (tūkst. LTL)		238,006	279,168	285,581	213,075	198,775
8	Vidutinės skolos tiekėjams (tūkst. LTL)		34,440	58,354	63,074	41,071	22,282
9	Atsargų apyvartumas (kartais)	2:6	7.04	5.48	6.65	2.60	3.73
10	Atsargų apyvartumas (dienomis)	365:9	51.82	66.58	54.91	140.35	97.97
11	Gautinų sumų apyvartumas (kartais)	1:3	8.19	5.80	5.19	2.27	4.35
12	Gautinų sumų apyvartumas (dienomis)	365:11	44.54	62.97	70.32	160.99	83.94
13	Skolų tiekėjams apyvartumas (kartais)	2:8	8.62	7.63	7.70	3.77	7.68
14	Skolų tiekėjams apyvartumas (dienomis)	365:13	42.35	47.86	47.43	96.78	47.55
15	Grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumas	1:4	7.01	5.67	5.86	2.21	2.35
16	Ilgalaikio turto apyvartumas	1:5	12.57	16.40	13.79	4.59	5.12
17	Turto apyvartumas	1:7	1.43	1.85	2.05	0.87	1.01

6 lentelė. Statybos sektoriaus skolų tiekėjams apyvartumas, tūkst. Lt.

Trumpalaikės skolos tiekėjams	2005	2006	2007	2008	2009	2010
F41 Pastatų statyba	1194459	1538936	2003181	2237768	1440456	812222
F42 Inžinerinių statinių statyba	275278	380930	513947	758380	480506	501993
F43 Specializuota statybos veikla	422935	492788	647326	692859	494572	429491
Vidurkis	630891	804218	1054818	1229669	805178	581235.3
Vidutinės skolos tiekėjams		717554.3	929518	1142244	1017424	693207
Pardavimo savikaina						
F41 Pastatų statyba		6052027	8871220	9029956	3673854	3418281
F42 Inžinerinių statinių statyba		2250666	3006934	3665463	2098284	2529225
F43 Specializuota statybos veikla		2316679	3313915	3506687	1788279	1632179
Vidurkis		3539791	5064023	5400702	2520139	2526562
Skolų tiekėjams apyvartumas		4.93	5.45	4.73	2.48	3.64

7 lentelė. Statybos sektoriaus grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumas, tūkst. Lt.

Trumpalaikis turtas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
F41 Pastatų statyba	3163330	5458974	7790297	7755805	5867161	3912148
F42 Inžinerinių statinių statyba	838353	1227897	1567474	2050188	1662956	1585595
F43 Specializuota statybos veikla	1119424	1403171	1991569	2131279	1527827	1328999
Vidurkis	1707036	2696681	3783113	3979091	3019315	2275581
Trumpalaikiai įsipareigojimai						
F41 Pastatų statyba	2348465	3591220	5191232	5599696	4071400	1895222
F42 Inžinerinių statinių statyba	481637	772964	1034452	1382771	1025956	940853
F43 Specializuota statybos veikla	781319	988213	1378709	1404230	1127774	846503
Vidurkis	1203807	1784132	2534798	2795566	2075043	1227526
Grynasis apyvartinis kapitalas	503229	912548	1248316	1183525	944271.3	1048055
Vidutinis grynasis apyvartinis kapitalas		707889	1080432	1215920	1063898	996163
Pardavimo pajamos						
F41 Pastatų statyba		7928164	11571063	11340017	4382777	3926362
F42 Inžinerinių statinių statyba		2792254	3740832	4589819	2590418	2952662
F43 Specializuota statybos veikla		3315073	4852250	4926600	2399576	2140558
Vidurkis		4678497	6721382	6952145	3124257	3006527
Grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumas		0.15	0.16	0.17	0.34	0.33

8 lentelė. PST pelningumo rodikliai

Eil. Nr.	Rodiklio pavadinimas	Skaič.	2006	2007	2008	2009	2010
1	Pardavimo pajamos (tūkst. LTL)		339,512	516,976	586,086	184,685	200,529
2	Bendrasis pelnas (tūkst. LTL)		42,675	71,949	100,665	29,789	29,495
3	Grynasis pelnas (tūkst. LTL)		13,475	30,531	24,184	- 15,479	17,865
4	Veiklos rezultatas (tūkst. LTL)		18,617	41,042	38,982	- 11,431	7,220
5	Turto apyvartumas		1.43	1.85	2.05	0.87	1.01
6	Vidutinis nuosavas kapitalas (tūkst. LTL)		44,773	68,635	100,160	108,088	109,079
7	Turto, iš viso (tūkst. LTL)		238,006	279,168	285,581	213,075	198,775
8	Bendrovės akcininkams tenkanti nuosavo kapitalo dalis (tūkst. LTL)		49,137	75,572	112,332	99,970	114,039
9	Nuosavas kapitalas (tūkst. LTL)		53,829	83,442	116,877	99,299	118,860
10	Ilgalaikiai įsipareigojimai (tūkst. LTL)		52,226	51,749	21,998	11,575	20,547
11	Bendrasis pelningumas	2:1	12.57%	13.92%	17.18%	16.13%	14.71%
12	Grynasis pelningumas	3:1	3.97%	5.91%	4.13%	-8.38%	8.91%
13	Veiklos pelningumas	4:1	5.48%	7.94%	6.65%	-6.19%	3.60%
14	Turto grąža (ROA)	3:7	5.66%	10.94%	8.47%	-7.26%	8.99%
15	Nuosavybės grąža (ROE)	3:8	27.42%	40.40%	21.53%	-15.48%	15.67%
16	Investicijų pelningumas (ROI)	3:(9+10)	12.71%	22.58%	17.41%	-13.96%	12.82%

9 lentelė. PST kapitalo struktūra

Eil. Nr.	Rodiklio pavadinimas	Skaič.	2006	2007	2008	2009	2010
1	Įsipareigojimai (tūkst. LTL)	10-2	184,177	195,727	168,704	113,775	79,916
2	Turto, iš viso (tūkst. LTL)		238,006	279,168	285,581	213,075	198,775
3	Skola (tūkst. LTL)	4+5	65,445	53,165	61,690	47,686	19,042
4	Ilgalaikė finansinė skola (tūkst. LTL)		50,917	49,842	16,136	6,988	16,645
5	Trumpalaikė finansinė skola (tūkst. LTL)		14,528	3,323	45,554	40,698	2,397
6	Trumpalaikės investicijos		-	-	-	-	-
7	Terminuoti indėliai (tūkst. LTL)		-	-	-	66	27,730

8	Pinigai ir pinigų ekvivalentai (tūkst. LTL)		32,891	44,610	57,143	56,140	49,160
9	Grynoji finansinė skola (tūkst.)	4+5- 6-7-8	32,554	8,556	4,547	- 8,520	- 57,848
10	Nuosavas kapitalas (tūkst. LTL)		53,829	83,442	116,878	99,299	118,860
11	Trumpalaikis turtas (tūkst. LTL)		210,998	247,649	243,080	172,830	159,598
12	Įsiskolinimo koeficientas	1:2	0.774	0.701	0.591	0.534	0.402
13	Skolos ir turto santykis	3:2	0.275	0.190	0.216	0.224	0.096
14	Grynosios finansinės skolos ir turto santykis	9:2	0.137	0.031	0.016	-0.040	-0.291
15	Įsipareigojimų ir nuosavo kapitalo santykis	1:10	3.422	2.346	1.443	1.146	0.672
16	Skolos ir nuosavo kapitalo santykis	3:10	1.216	0.637	0.528	0.480	0.160
17	Grynosios finansinės skolos ir nuosavo kapitalo santykis	9:10	0.605	0.103	0.039	-0.086	-0.487
19	Ilgalaikės skolos ir nuosavo kapitalo santykis	4:10	0.946	0.597	0.138	0.070	0.140
20	Bendrojo mokumo koeficientas	10:1	0.292	0.426	0.693	0.873	1.487
21	Turto ir nuosavo kapitalo santykis	2:10	4.422	3.346	2.443	2.146	1.672
22	Manevringumo koeficientas	11:10	3.920	2.968	2.080	1.741	1.343

10 lentelė. Statybos sektoriaus pagrindiniai kapitalo struktūros rodikliai, tūkst. Lt.

Trumpalaikis turtas	2006	2007	2008	2009	2010
F41 Pastatų statyba	5458974	7790297	7755805	5867161	3912148
F42 Inžinerinių statinių statyba	1227897	1567474	2050188	1662956	1585595
F43 Specializuota statybos veikla	1403171	1991569	2131279	1527827	1328999
Vidurkis	2696681	3783113	3979091	3019315	2275581
Ilgalaikis turtas					
F41 Pastatų statyba	3706386	5461048	6165266	5014955	2270313
F42 Inžinerinių statinių statyba	1013738	1294873	1517679	1344073	1616132
F43 Specializuota statybos veikla	874448	1178828	1278360	1167152	818383
Vidurkis	1864857	2644916	2987102	2508727	1568276
Turtas, iš viso	4561538	6428030	6966192	5528041	3843857
Trumpalaikės finansinės skolos					
F41 Pastatų statyba	841461	1319257	1656790	1414957	507493
F42 Inžinerinių statinių statyba	51404	81923	268982	245014	123107
F43 Specializuota statybos veikla	137899	223865	226334	191118	64724
Vidurkis	343588	541682	717369	617030	231775
Ilgalaikės finansinės skolos					
F41 Pastatų statyba	2874133	4026591	4208204	3586184	1688317
F42 Inžinerinių statinių statyba	336942	452316	508942	401761	390131
F43 Specializuota statybos veikla	267649	465584	530216	467546	254797
Vidurkis	1159575	1648164	1749121	1485164	777748
Skola	1503163	2189845	2466489	2102193	1009523
Skolos ir turto santykis	0.330	0.341	0.354	0.380	0.263
Nuosavas kapitalas (įskaitant dotacijas ir subsidijas)					
F41 Pastatų statyba	2425532	3653575	3685091	2758070	2219908
F42 Inžinerinių statinių statyba	1083568	1322267	1645621	1543015	1805426
F43 Specializuota statybos veikla	971849	1260131	1401698	1028327	973764
Vidurkis	1493650	2078658	2244137	1776471	1666366
Dotacijos, subsidijos					
F41 Pastatų statyba	10727	14261	25517	23360	19226
F42 Inžinerinių statinių statyba	4012	4921	4055	5623	4389

F43 Specializuota statybos veikla	7777	12997	16127	12631	16385
Vidurkis	7505	10726	15233	13871	13333
Nuosavas kapitalas	1486144	2067931	2228904	1762599	1653033
Skolos ir nuosavo kapitalo santykis	1.011	1.059	1.107	1.193	0.611

11 lentelė. PST likvidumo rodikliai

Eil. Nr.	Rodiklio pavadinimas	Skaič	2006	2007	2008	2009	2010
1	Trumpalaikis turtas (tūkst. LTL)		210,998	247,649	243,080	172,830	159,598
2	Trumpalaikiai įsipareigojimai (tūkst. LTL)		131,951	143,978	146,706	102,200	59,369
3	Atsargos (tūkst. LTL)		81,602	80,745	65,310	53,811	38,007
4	Pinigai ir pinigų ekvivalentai (tūkst. LTL)		32,891	44,610	57,143	56,140	49,160
5	Turto, iš viso (tūkst. LTL)		238,006	279,168	285,581	213,075	198,775
6	Einamojo likvidumo koeficientas	1:2	1.60	1.72	1.66	1.69	2.69
7	Kritinio likvidumo koeficientas	(1-3):2	0.98	1.16	1.21	1.16	2.05
8	Absoliutaus likvidumo pinigais rodiklis	4:2	0.25	0.31	0.39	0.55	0.83
9	Apyvartinis kapitalas	1-2	79,047,269 Lt	103,671,617 Lt	96,374,677 Lt	70,630,204 Lt	100,228,444 Lt
10	Apyvartinio kapitalo ir turto santykis	10:5	0.33	0.37	0.34	0.33	0.50

2 priedas. Prognozuojamas PST balansas

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TURTAS										
Materialusis turtas	23,135,372	24,934,175	29,710,211	34,892,926	40,297,355	45,968,820	52,818,534	60,189,793	68,122,308	76,658,814
Nematerialusis turtas	366,272	442,827	527,649	619,693	715,675	816,399	938,049	1,068,961	1,209,841	1,361,448
Kitos investicijos ir po vienerių metų gautinos sumos	10,000,000	10,000,000	10,000,000	-	-	-	-	-	-	-
Ilgalaikio turto iš viso	<u>33,501,644</u>	<u>35,377,002</u>	<u>40,237,859</u>	<u>35,512,618</u>	<u>41,013,029</u>	<u>46,785,219</u>	<u>53,756,582</u>	<u>61,258,754</u>	<u>69,332,149</u>	<u>78,020,262</u>
Atsargos	46,226,873	55,888,789	66,594,049	78,210,863	90,324,638	103,036,963	118,390,276	134,912,609	152,692,971	171,827,150
Pirkėjų įsiskolinimas	53,693,073	64,915,506	77,349,796	90,842,867	104,913,163	119,678,683	137,511,743	156,702,632	177,354,739	199,579,320
Išankstiniai apmokėjimai	3,248,806	3,927,842	4,680,203	5,496,628	6,347,980	7,241,397	8,320,422	9,481,605	10,731,201	12,075,944
Kitas turtas	3,481,797	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pinigai ir pinigų ekvivalentai	81,065,547	95,252,354	104,859,103	122,102,211	129,892,650	139,372,984	150,576,260	163,584,579	178,325,042	195,193,155
Trumpalaikis turtas iš viso	<u>187,716,096</u>	<u>219,984,491</u>	<u>253,483,152</u>	<u>296,652,569</u>	<u>331,478,431</u>	<u>369,330,027</u>	<u>414,798,701</u>	<u>464,681,425</u>	<u>519,103,953</u>	<u>578,675,570</u>
TURTAS IŠ VISO	<u>221,217,740</u>	<u>255,361,493</u>	<u>293,721,011</u>	<u>332,165,187</u>	<u>372,491,460</u>	<u>416,115,246</u>	<u>468,555,284</u>	<u>525,940,178</u>	<u>588,436,102</u>	<u>656,695,832</u>
NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGIJIMAI										
Įstatinis kapitalas	16,350,000	16,350,000	16,350,000	16,350,000	16,350,000	16,350,000	16,350,000	16,350,000	16,350,000	16,350,000
Rezervai	102,509,594	109,934,203	119,488,447	130,113,061	142,339,686	156,642,931	173,006,115	191,793,515	213,178,104	237,402,731
Nepaskirstytas pelnas	7,424,609	9,554,244	10,624,614	12,226,626	14,303,245	16,363,184	18,787,400	21,384,589	24,224,627	27,280,702
Bendrovės akcininkams tenkanti nuosavo kapitalo dalis	126,284,203	135,838,447	146,463,061	158,689,686	172,992,931	189,356,115	208,143,515	229,528,104	253,752,731	281,033,433
Sumokėti metiniai dividendai	(2,289,000)	(2,289,000)	(2,289,000)	(2,289,000)	(2,289,000)	(2,289,000)	(2,289,000)	(2,289,000)	(2,289,000)	(2,289,000)
Nuosavo kapitalo iš viso	<u>123,995,203</u>	<u>133,549,447</u>	<u>144,174,061</u>	<u>156,400,686</u>	<u>170,703,931</u>	<u>187,067,115</u>	<u>205,854,515</u>	<u>227,239,104</u>	<u>251,463,731</u>	<u>278,744,433</u>
Paskolos ir kitos finansinės skolos (tik lizingas)	3,000,571	7,794,704	13,824,135	16,410,255	17,719,253	19,065,738	21,431,833	23,765,449	25,798,679	27,780,468
Atidėjimai	426,336	515,445	614,176	721,314	833,036	950,278	1,091,876	1,244,257	1,408,239	1,584,708
Ilgalaikių įsipareigojimų iš viso	<u>3,426,907</u>	<u>8,310,148</u>	<u>14,438,311</u>	<u>17,131,570</u>	<u>18,552,288</u>	<u>20,016,016</u>	<u>22,523,709</u>	<u>25,009,706</u>	<u>27,206,918</u>	<u>29,365,175</u>
Paskolos ir kitos finansinės skolos (be lizingo)	28,801,227	34,820,995	41,490,808	48,728,557	56,275,933	64,196,230	73,761,970	84,056,057	95,133,948	107,055,322
Skolos tiekėjams	33,308,047	40,269,789	47,983,297	56,353,610	65,082,000	74,241,666	85,304,255	97,209,162	110,020,523	123,807,356
Gauti išankstiniai apmokėjimai	14,401,145	17,411,141	20,746,171	24,365,179	28,139,006	32,099,301	36,882,348	42,029,581	47,568,731	53,529,639
Mokėtinas pelno mokestis	1,310,225	1,686,043	1,874,932	2,157,640	2,524,102	2,887,621	3,315,423	3,773,751	4,274,934	4,814,241
Kiti įsipareigojimai	15,974,986	19,313,930	23,013,432	27,027,946	31,214,199	35,607,298	40,913,063	46,622,816	52,767,317	59,379,666
Trumpalaikių įsipareigojimų iš viso	<u>93,795,630</u>	<u>113,501,898</u>	<u>135,108,640</u>	<u>158,632,931</u>	<u>183,235,240</u>	<u>209,032,115</u>	<u>240,177,060</u>	<u>273,691,368</u>	<u>309,765,453</u>	<u>348,586,224</u>
Įsipareigojimų iš viso	<u>97,222,537</u>	<u>121,812,046</u>	<u>149,546,950</u>	<u>175,764,501</u>	<u>201,787,528</u>	<u>229,048,131</u>	<u>262,700,769</u>	<u>298,701,074</u>	<u>336,972,371</u>	<u>377,951,399</u>
NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGIJIMŲ IŠ VISO	<u>221,217,740</u>	<u>255,361,493</u>	<u>293,721,011</u>	<u>332,165,187</u>	<u>372,491,460</u>	<u>416,115,246</u>	<u>468,555,284</u>	<u>525,940,178</u>	<u>588,436,102</u>	<u>656,695,832</u>

3 priedas. Prognozuojama PST pelno (nuostolių) ataskaita

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pardavimo pajamos	277,023,572	334,924,494	399,077,861	468,693,888	541,288,054	617,469,148	709,476,879	808,490,186	915,042,482	1,029,707,794
Pardavimo savikaina	(235,746,651)	(285,020,251)	(339,614,670)	(398,857,807)	(460,635,335)	(525,465,334)	(603,763,777)	(688,023,956)	(778,699,802)	(876,279,813)
Veiklos rezultatas	<u>9,686,896</u>	<u>11,711,561</u>	<u>13,954,861</u>	<u>16,389,178</u>	<u>18,927,634</u>	<u>21,591,517</u>	<u>24,808,822</u>	<u>28,271,096</u>	<u>31,996,992</u>	<u>36,006,581</u>
Finansinės veiklos pajamos	375,000	375,000	375,000	-	-	-	-	-	-	-
Finansinės veiklos sąnaudos	(1,327,062)	(846,274)	(1,830,316)	(2,004,913)	(2,100,287)	(2,340,713)	(2,705,998)	(3,112,755)	(3,497,431)	(3,911,638)
Pelnas (nuostoliai) prieš apmokestinimą	<u>8,734,834</u>	<u>11,240,287</u>	<u>12,499,546</u>	<u>14,384,265</u>	<u>16,827,347</u>	<u>19,250,804</u>	<u>22,102,823</u>	<u>25,158,341</u>	<u>28,499,561</u>	<u>32,094,943</u>
Pelno mokestis	(1,310,225)	(1,686,043)	(1,874,932)	(2,157,640)	(2,524,102)	(2,887,621)	(3,315,423)	(3,773,751)	(4,274,934)	(4,814,241)
Grynasis pelnas (nuostoliai)	<u>7,424,609</u>	<u>9,554,244</u>	<u>10,624,614</u>	<u>12,226,626</u>	<u>14,303,245</u>	<u>16,363,184</u>	<u>18,787,400</u>	<u>21,384,589</u>	<u>24,224,627</u>	<u>27,280,702</u>

4 priedas. Prognozuojama PST pinigų srautų ataskaita

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pagrindinės veiklos pinigų srautai										
Grynasis pelnas (nuostoliai)	<u>7,424,609</u>	<u>9,554,244</u>	<u>10,624,614</u>	<u>12,226,626</u>	<u>14,303,245</u>	<u>16,363,184</u>	<u>18,787,400</u>	<u>21,384,589</u>	<u>24,224,627</u>	<u>27,280,702</u>
Atsargų pokytis	(8,220,273)	(9,661,916)	(10,705,260)	(11,616,814)	(12,113,775)	(12,712,325)	(15,353,313)	(16,522,332)	(17,780,362)	(19,134,180)
Pirkėjų įsiskolinimo pokytis	(15,932,094)	(11,222,433)	(12,434,290)	(13,493,070)	(14,070,297)	(14,765,520)	(17,833,060)	(19,190,890)	(20,652,106)	(22,224,582)
Išankstinių apmokėjimų pokytis	275,868	(679,036)	(752,361)	(816,425)	(851,351)	(893,417)	(1,079,025)	(1,161,183)	(1,249,597)	(1,344,743)
Kito turto pokytis	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skolų tiekėjams pokytis	10,997,883	6,961,742	7,713,507	8,370,313	8,728,390	9,159,666	11,062,589	11,904,907	12,811,361	13,786,833
Gautų išankstinių apmokėjimų pokytis	(2,594,402)	3,009,995	3,335,030	3,619,008	3,773,827	3,960,295	4,783,047	5,147,234	5,539,150	5,960,907
Atidėjimų ir kitų įsipareigojimų pokytis	(3,856,665)	3,803,872	3,987,122	4,404,360	4,664,437	4,873,859	5,875,167	6,320,461	6,809,666	7,328,125
Gryniesi pinigų srautai iš įprastinės veiklos	<u>(11,905,074)</u>	<u>1,766,468</u>	<u>1,768,361</u>	<u>2,693,998</u>	<u>4,434,476</u>	<u>5,985,741</u>	<u>6,242,805</u>	<u>7,882,786</u>	<u>9,702,738</u>	<u>11,653,063</u>
Investicinės veiklos pinigų srautai										
Ilgalaikio turto įsigijimas	5,675,984	(1,875,358)	(4,860,857)	4,725,241	(5,500,411)	(5,772,190)	(6,971,363)	(7,502,171)	(8,073,395)	(8,688,113)
Terminuotų indėlių pokytis	27,664,001	3,481,797	-	-	-	-	-	-	-	-
Gryniesi investicinės veiklos pinigų srautai	<u>33,339,985</u>	<u>1,606,439</u>	<u>(4,860,857)</u>	<u>4,725,241</u>	<u>(5,500,411)</u>	<u>(5,772,190)</u>	<u>(6,971,363)</u>	<u>(7,502,171)</u>	<u>(8,073,395)</u>	<u>(8,688,113)</u>
Finansinės veiklos pinigų srautai										
Nuosavo kapitalo pokytis - pelnas	(2,289,000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trumpalaikių finansinių skolų gavimas-gražinimas	26,404,426	6,019,768	6,669,814	7,237,749	7,547,376	7,920,297	9,565,740	10,294,087	11,077,891	11,921,374
Lizingo gavimas	-	5,527,558	8,793,210	9,746,504	10,578,854	11,509,165	13,410,104	14,793,251	16,134,907	17,445,868
Lizingo mokėjimai	(13,644,480)	(733,425)	(2,763,779)	(7,160,384)	(9,269,857)	(10,162,679)	(11,044,010)	(12,459,635)	(14,101,678)	(15,464,079)
Gryniesi finansinės veiklos pinigų srautai	<u>10,470,946</u>	<u>10,813,900</u>	<u>12,699,245</u>	<u>9,823,869</u>	<u>8,856,373</u>	<u>9,266,783</u>	<u>11,931,835</u>	<u>12,627,703</u>	<u>13,111,120</u>	<u>13,903,163</u>
Grynasis pinigų ir pinigų ekvivalentų pokytis	<u>31,905,857</u>	<u>14,186,807</u>	<u>9,606,749</u>	<u>17,243,108</u>	<u>7,790,439</u>	<u>9,480,334</u>	<u>11,203,277</u>	<u>13,008,318</u>	<u>14,740,463</u>	<u>16,868,113</u>
Pinigai ir pinigų ekvivalentai sausio 1 d.	49,159,690	81,065,547	95,252,354	104,859,103	122,102,211	129,892,650	139,372,984	150,576,260	163,584,579	178,325,042
Pinigai ir pinigų ekvivalentai gruodžio 31 d.	<u>81,065,547</u>	<u>95,252,354</u>	<u>104,859,103</u>	<u>122,102,211</u>	<u>129,892,650</u>	<u>139,372,984</u>	<u>150,576,260</u>	<u>163,584,579</u>	<u>178,325,042</u>	<u>195,193,155</u>