

VILNIAUS UNIVERSITETAS
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

TADAS LAUKYS

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

VERSLO VERTINIMAS IR AKCINIŲ BENDROVIŲ VERTĖS
NUSTATYMAS

Kaunas 2007

VILNIAUS UNIVERSITETAS
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

TADAS LAUKYS

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

VERSLO VERTINIMAS IR AKCINIŲ BENDROVIŲ VERTĖS
NUSTATYMAS

Darbo vadovas _____

(parašas)

(darbo vadovo mokslo laipsnis,

mokslo pedagoginis vardas,

vardas ir pavardė)

Magistrantas _____

(parašas)

Darbo įteikimo data _____

Registracijos Nr. _____

Kaunas 2007

TURINYS

IVADAS	5
1. VERSLO VERTINIMO METODOLOGIJA	7
1.1. Vertės samprata	7
1.2. Verslo vertinimo tikslai	10
1.3. Verslo vertinimo metodai	12
1.3.1. Verslo vertinimas naudojimo pajamų vertės metodais	13
1.3.2. Verslo vertinimas palyginamosios vertės metodais	24
1.3.3. Verslo vertinimas atkuriamosios vertės metodais	26
1.4. Verslo vertinimo metodologijos taikymo rizika	27
2. LIETUVOS AKCINIŲ BENDROVIŲ VERTĖS NUSTATYMAS	32
2.1. Akcinių bendrovių vertės tyrimo metodologija	32
2.2. Akcinių bendrovių vertinimo teisinis reglamentavimas	33
2.3. Kapitalo rinkos apžvalga	35
2.3.1. Makroekonominė aplinka	35
2.3.2. Akcijų rinka	36
2.4.3. Kapitalo rinkos infrastruktūra ir dalyviai	37
2.4. Akcinių bendrovių imtis	39
2.5. Akcinių bendrovių finansinių rodiklių analizė	41
2.6. Akcinių bendrovių vertės nustatymas ir analizė	44
2.6.1. AB „Rokiškio sūris“ tikrosios vertės nustatymas	45
2.6.2. AB „Rokiškio sūris“ buhalterinės ir palyginamosios vertės nustatymas	52
3. LIETUVOS AKCINIŲ BENDROVIŲ VERTINIMO REZULTATAI IR METODŲ TAIKymo PERSPEKTYVOS	55
3.1. Įmonių vertės apskaičiavimo rezultatai ir jų palyginimas	55
3.2. Įmonių vertės metodų taikymo galimybės	59
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI	62
MOKSLINĖS LITERATŪROS SĄRAŠAS	64
INFORMACIJOS ŠALTINIŲ SĄRAŠAS	65
SUMMARY	67
1 PRIEDAS AB „Rokiškio sūris“ pelno (nuostolių) ir balanso ataskaitos 2003-2010 m.	68
2 PRIEDAS AB „Pieno žvaigždės“ pelno (nuostolių) ir balanso ataskaitos 2003-2010 m.	69
3 PRIEDAS AB „Utenos trikotažas“ pelno (nuostolių) ir balanso ataskaitos 2003-2010 m.	70
4 PRIEDAS Finansinių koeficientų analizė	71

LENTELIŲ IR PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

Lentelių sąrašas

Rizikos rūšių ir riziką lemiančių veiksnių nustatant verslo vertę klasifikavimas	28
Tiriamų įmonių sąrašas	32
Pagrindiniai AB „Rokiškio sūris“ veiklą apibūdinantys rodikliai, jų dinamika	42
Pagrindiniai AB „Pieno žvaigždės“ veiklą apibūdinantys rodikliai, jų dinamika	43
Pagrindiniai AB „Utenos trikotažas“ veiklą apibūdinantys rodikliai, jų dinamika	44
Finansinių ataskaitų prognozavimui priimtos prielaidos	45
Prognozuojama pelno–nuostolių ataskaita, tūkst. Lt	46
Balanso ataskaitos prognozavimo prielaidos	46
Prognozuojama 2006-2010 m. balanso ataskaita, tūkst. Lt	47
Papildomi duomenys įmonės vertės nustatymui	50
Apyvartinio kapitalo pokytis, tūkst. Lt	50
Įmonės grynieji pinigų srautai 2006 – 2010 m. tūkst. Lt	51
AB „Rokiškio sūris“ rodiklių skaičiavimas	51
AB „Rokiškio sūris“ buhalterinės vertės apskaičiavimas	53
AB „Rokiškio sūris“ palyginamosios vertės apskaičiavimas	53
AB „Rokiškio sūris“ įmonės vertės skaičiavimų rezultatai	55
AB „Pieno žvaigždės“ įmonės vertės skaičiavimų rezultatai	56
AB „Utenos trikotažas“ įmonės vertės skaičiavimų rezultatai	57

Paveikslų sąrašas

1.1.1 pav. Verslo vertės rūšių klasifikavimas	8
1.3.1 pav. Laisvojo pinigų srauto nustatymo algoritmas	17
1.3.2 pav. Tradicinės pelno (nuostolių) ir ekonominio pelno (EPV) ataskaitų palyginimas	23
2.4.1 pav. Realus bendrojo vidaus produkto ir infliacijos kitimas 2001–2006 m.	35
2.4.2 pav. Biržos indekso OMX Vilnius ir visos akcijų apyvartos kitimas 2005-2006 m.	39
3.1.1 pav. Įmonių vertės palyginimas taikant skirtingus vertinimo metodus	58

IVADAS

Temos aktualumas ir problema. Šiuo metu vykstant globalizacijos procesams, augant investicijoms vertinimo reikšmė tampa labai svarbi. Įmonės vertė yra pagrindinis kriterijus, rengiant investicinius sprendimus, parduodant verslą ar jo dalį. Teisingas įmonės vertės nustatymas bei valdymas padeda efektyviai panaudoti ir paskirstyti bei naudoti išteklius, kurie turi būti nukreipiami į tas veiklos sritis, kurios pajėgios geriausiai juos panaudoti.

Verslo vertinimas taip pat aktualus ir Lietuvos valstybei, ir savivaldybėms, kurios dar turi joms priklausančio neprivatizuoto turto, siekiant kuo tiksliau įvertinti šitų ūkio subjektų vertę ir gauti didžiausią naudą iš privatizavimo sandorių. Beveik vienodas ar pakankamas privatizavimo sandorio naudingumas abiem pusėms yra šio sandorio įvykdymo prielaida. Tačiau esant skirtingoms įmonių vertinimo metodikoms, pakankamai sunku tiksliai pamatuoti abiejų sandorio šalių patiriamą naudą, nes kiekvieną šalį gali remtis skirtingais vertinimo metodais.

Įmonės ir jos akcijų vertei nustatyti yra sukurta nemažai vertinimo metodų, kurie skiriasi savo teoriniu pagrindu, vertės apibrėžimu bei skaičiavimams naudojamoms prielaidomis, todėl savaime suprantama kad naudojantis skirtingais metodais galima gauti skirtingus rezultatus. Kiekvienas tų metodų turi savo privalumų ir trūkumų, yra patogesnis vienoje ar kitoje situacijoje, tačiau nei vienas jų tiesiogiai neįvertina ekonomikos augimo veiksnio įtakos įmonės vertei.

Verslo vertinimo metodų įvairovė reikalauja vertintojo patyrimo ir rizikos pasvėrimo. Verslo vertei būdingas ne tik daugiaaspektiškumas bet ir neapibrėžtumas, todėl visuomet tikslinga turėti keletą tarpusavyje sąveikaujančių vertės aspektų. Efektyvus diskontuotų pinigų srautų analizės panaudojimas Lietuvoje kaip ir kitose Rytų ir Vidurio Europos šalyse ribojamas reikiamos informacijos stygiumi ir realios diskonto normos konkrečiai įmonei – jos kapitalo kaštų svertinio vidurkio nustatymas.

Tyrimo objektas – verslo vertinimo metodai ir jų pritaikymas įmonės akcijų vertės nustatymui.

Darbo tikslas - išanalizuoti verslo vertinimo metodus ir jų pagalba įvertinti pasirinktas akcines bendroves bei jų akcijas.

Tyrimo uždaviniai:

1. Išanalizuoti verslo vertinimo sampratą;
2. Išanalizuoti įmonės vertinimo metodus;
3. Įvertinti metodų taikymo galimybes augančios ekonomikos sąlygomis;

4. Įvertinti akcinių bendrovių vertę taikant skirtingus vertinimo metodus;

Tyrimo metodai:

- Analizuojant įmonės vertinimo teorijas naudota sisteminė mokslinės literatūros analizė.
- Ekonominis, statistinis duomenų rinkimas ir analizė.
- Duomenims apdorojimas „Microsoft Excel“ programinės įrangos pagalba.

Darbe naudoti šaltiniai:

- Darbe naudotasi originaliais užsienio šalių autorių darbais;
- Elektroniniais informacijos šaltiniais;
- Lietuvoje atliktų mokslinių studijų medžiaga;

Diplominiame darbe akcinių bendrovių vertei nustatyti naudojami trys vertinimo metodai dėl turimo išorinės informacijos ribotumo. Vertinimo metodologijose dalis skaičiuojamų koeficientų ir išvestinių rodiklių yra panaudoti remiantis mokslinių tyrimų rezultatais ir statistinės informacijos šaltiniais.

Diplominio **darbo struktūra** susideda iš trijų pagrindinių dalių. Pirmoje dalyje analizuojamas įmonės vertės apibrėžimas ir analizuojami įmonės vertinimo metodai. Siekiant nustatyti įmonių vertinimo ypatumus Lietuvos ekonomikos sąlygomis, skyriaus pabaigoje yra įvertinama vertės metodų taikymo rizika.

Antroje baigiamojo darbo dalyje, siekiant nustatyti pasirinktų akcinių bendrovių vertes, yra pasirenkama ir aprašoma tyrimo metodologija, teisinis vertinimo reglamentavimas ir apžvelgiama kapitalo rinka. Skyriaus pabaigoje skaičiuojami pasirinktų akcinių bendrovių finansinių rodikliai ir nustatoma trijų įmonių vertė pasirinktais vertinimo metodais.

Trečioje diplominio darbo dalyje sisteminiams akcinių bendrovių vertės apskaičiavimo rezultatai, jie palyginami tarpusavyje ir skyriaus pabaigoje vertinamos vertės metodų taikymo galimybės.

Diplominį darbą sudaro 65 puslapiai, 18 lentelių ir 6 paveikslai.

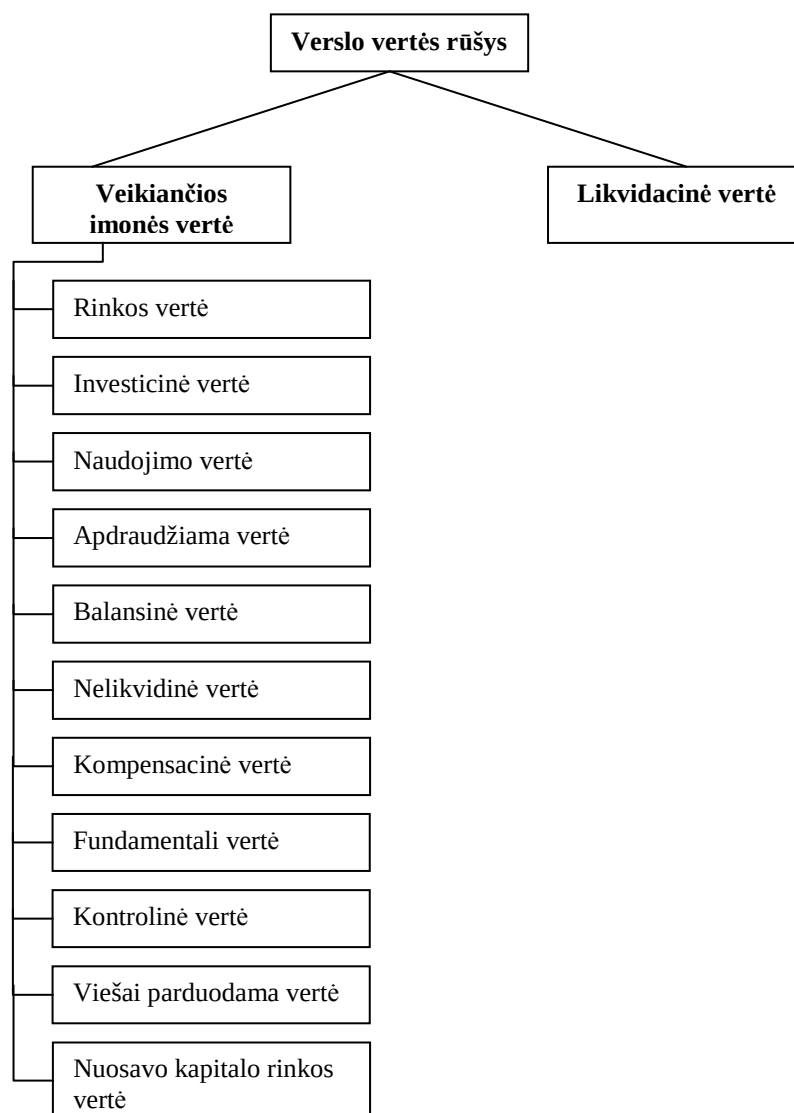
Apibendrinant, įmonės vertinimas nesibaigia finansinių ataskaitų analize ir vertinimo metodų pritaikymu siekiant nustatyti įmonės vertę. Įmonės įsigijimo-perleidimo proceso trukmę apibrėžti pakankamai sunku, kadangi viso proceso trukmė labai ženkliai priklauso nuo būsimo investuotojo keliamų tikslų, tačiau vidutiniškai šis procesas trunka nuo pusmečio iki kelerių metų.

1. VERSLO VERTINIMO METODOLOGIJA

1.1. Verslo vertinimo samprata

Pačia bendriausia prasme verslo vertinimą galima apibrėžti kaip procesą, kurio metu pagal pasirinktą vertinimo metodą nustatoma vertinamo objekto vertė. Mokslinėje bei metodinėje literatūroje yra vartojamos įvairios verslo vertinimo sampratos. Lietuvos Respublikos Vyriausybės patvirtintoje Turto vertinimo metodikoje teigiama, kad verslo vertinimas – nešališkas verslo vertės apskaičiavimas, apimantis vertinamo verslo aprašymą, vertintojo nuomonę apie turto būklę, jo tinkamumą naudoti bei tikėtiną piniginę vertę rinkoje. Verslo vertinimas gali būti apibūdintas kaip procesas, susiejantis laukiamą grąžą bei riziką, ko pasekoje nustatoma įmonės vertė. Šis procesas gali būti pritaikytas laukiamos naudos iš akcijų, obligacijų, nekilnojamojo turto ar kitų aktyvų įvertinimui. Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas rinkos vertę apibrėžia, kaip apskaičiuotą pinigų sumą, už kurią galėtų būti parduotas turtas vertinimo dieną, sudarius tiesioginį komercinį sandorį tarp norinčių turtą parduoti ir norinčių turtą pirkti asmenų, po šio turto pateikimo į rinką, jeigu abi sandorio šalys veiktų dalykiškai, be prievartos ir nesąlygojamos kitų sandorių bei interesų (Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, 1999). Įmonės vertinimo specialistai vertę dažniausiai apibrėžia kaip „teisingą rinkos kainą“. Ekholmo (2001) teigimu, teisinga rinkos kaina yra pinigų arba jų ekvivalentų suma, nusistatyta tarp hipotetinio pardavėjo ir pirkėjo, kai abiejų šalių žinios apie visus susijusius faktus yra vienodos ir nė viena iš jų nėra verčiama sudaryti sandorį.

Mokslinėje literatūroje vertė vadinama geriausiu įmonės veiklos rezultatus atspindinčiu rodikliu, kadangi ji apima pilną informaciją. Tačiau, kita dalis teoretikų aiškina, kad vertės universalumas sąlygoja jos nustatymo sudėtingumą, kadangi vertė kinta laike, ji nevienoda įvairiems rinkos dalyviams ir priklauso nuo pastarojo tikslų. Netgi to paties termino apibrėžimas dažnai skiriasi bei priklauso nuo terminą vartojančio autoriaus požiūrio į vertinimą bei vertės turinį ir autoriaus tikslų bei uždavinių. Dėl to, verslo vertinimo teorijoje terminas „vertė“ vienas dažniausiai nenaudojamas, ir būna įvardinama vertės rūšis. Mokslinėje literatūroje galime rasti pakankamai platų vertės rūšių spektrą. Apibendrinus literatūroje minimas verslo vertės rūšių klasifikacija (žr. 1 paveikslą).



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis literatūros analize

1.1.1 pav. Verslo vertės rūšių klasifikavimas

Rinkos vertė – tai pusiausvyros kaina, už kurią rinkos pirkėjai pageidauja įsigyti, o pardavėjai – parduoti įmonę, kai kontrakto dalyvių nevaržo išorinės sąlygos ir visi jo dalyviai turi pilną informaciją apie kontrakto objektą (Pratt, Reilly, Schwehs, 1998).

Investicinė vertė – tai specifinė investicijos kaina tam tikram investitoriui arba jų grupei, kuri remiasi individualiais investitoriaus poreikiais (Pratt, Reilly, Schwehs, 1998). Taip apibrėžiama vertė, duosianti naudą ateinančiu tam tikru laikotarpiu.

Naudojimo vertė – dabartinė apskaičiuotų būsimųjų pinigų srautų vertė, kurią tikimasi gauti iš nuolatinio turto naudojimo ir iš jo perleidimo, pasibaigus naudingo tarnavimo laikui (Tarptautiniai apskaitos standartai, 2000).

Apdraudžiama vertė – tai vertė, pagrįsta apibrėžimais draudimo kontrakte ar polise (Tarptautiniai apskaitos standartai, 2000). Tai turto, kuris naudojamas paskolai ar kreditui garantuoti, vertė, kuri paprastai remiasi subjektyvia kreditoriaus nuomone, atsižvelgiant į jo polinkį rizikuoti.

Balansinė vertė – visų įmonei priklausančių vertybių verčių suma. Įmonės savininkų (akcininkų) požiūriu turtas apibrėžiamas kaip viso to turto ir skolų skirtumas. Šis turtas dar vadinamas įmonės grynuoju arba turtu arba įmonės savininkų nuosavybe (Obi, 1998).

Kompensacinė vertė – tai kompensacija savininkui už prarastą ekonominį objektą, kai neegzistuoja nei norintis pirkti pirkėjas, nei norintis parduoti pardavėjas (Pratt, Reilly, Schwehs, 1998). Jai priskiriami pasikėsimo, nusavinimo, konfiskavimo atvejai.

Fundamentali vertė – nuo investicinės skiriasi tuo, kad atspindi analitinę vertę, kuri remiasi investicijos charakteristikomis, nebūdintomis nė vienam investuotojui (Pratt, Reilly, Schwehs, 1998). Ji apima įmonės turtą, ateities palūkanas, dividendus, pajamas ir augimo koeficientą.

Kontrolinė vertė – tai kontrolinio akcijų paketo vertė (Eiva, 2000). Dažniausiai kontrolinis įmonės akcijų paketas nėra parduodamas akcijų biržoje, o priklauso kokiam nors stambiam investuotojui.

Viešai parduodama vertė – tai įmonės akcijų, parduodamų rinkoje, kaina (Pratt, Reilly, Schwehs, 1998).

Nelikvidinė vertė – tai vertė, taikoma įmonėms, kurių akcijos neparduodamos viešai (Eiva, 2000). Lietuvos atveju tai būtų uždarosios akcinės bendrovės. Šios vertės dažniausiai reikia kontrolinio akcijų paketo savininkams, sprendžiantiems, ką daryti su įmone.

Nuosavo kapitalo rinkos vertė – tai vertė, priklausoma nuo kapitalizacijos (Woelfel, 1994). Kapitalizacija čia suprantama kaip periodinis dabartinės vertės išmokėjimas pinigais, tai yra suminė visų akcijų kaina rinkoje. Tai lengviausiai nustatoma nuosavo kapitalo vertė. Būtina sąlyga, kad įmonės akcijomis būtų prekiaujama vertybinių popierių biržoje.

Iš pateiktos verslo vertės rūšių klasifikacijos matome, kad įmonės vertinimas glaudžiai susijęs su įmonės tolimesniais planais. Galima išskirti tokius įmonės planus: toliau tęsti ir vystyti veiklą, arba ją nutraukti. Priklausomai nuo to kuris veiklos planas bus pasirinktas, bus nustatoma arba veikiančios įmonės vertė arba likvidacinė vertė. Veikiančios įmonės vertė apima visą eilę kitų vertės rūšių. Sh. P. Pratt (1998) teigimu veikiančios įmonės vertė tai tik įmonės būklės prielaida, todėl ją galima vadinti ne vertės rūšimi, bet kitų vertės rūšių nustatymo pagrindu. Taigi, veikianti ir planuojanti tęsti veiklą įmonė, turi būti nagrinėjama kaip veikiantis ekonominis vienetas, o ne pagal aktyvus ir įsipareigojimus.

Dalis autorių teigia, jog daikto vertė yra visada, o kaina – ne. Todėl vertinimą reikia pradėti nuo vertės, kuri transformuojasi į kainą, atsižvelgiant į paklausos ir pasiūlos faktorius konkrečiam segmente. Kitą nuomonę turi A. Damodoran (2002), pasak kurio vertės nustatymo procese, visų pirma nustatoma kaina, o tik po to seka vertės nustatymas. Kaip teigia T.W. Horn (1999), vertinant siekiama numatyti kainą, kuri labai dažnai skiriasi nuo apskaičiuotos vertės, kadangi kainą už kurią parduodama įmonė lemia visa eilė faktorių: asmeninis požiūris, kontrakto terminai. Labai dažnai šalia vertinimo procese gautos sumos dar yra atsižvelgiama į panašių sandorių (tos pačios šakos ar panašaus dydžio įmonių) rezultatus, analizuojamos įmonės ir panašių įmonių akcijų kursas ir jų pokyčiai. Ankstesni vertinimai ir kitų įmonių vertinimo rezultatai, negali būti tiesiogiai pritaikomi esamai situacijai. Yra skiriamos keturios pagrindinės koncepcijos, į kurias būtina atkreipti dėmesį nustatant bet kokio turto ar verslo vertę bei kainą:

1. Vertė/kaina tiesiogiai priklauso nuo rinkos paklausos analizuojamam verslui. Paprastai kuo didesnis įmonės likvidumas, apibrėžiamas kaip potencialių pirkėjų susidomėjimas verslu, tuo didesnė galimybė maksimizuoti vertinamo turto kainą.
2. Vertė/kaina yra susijusi su tam tikru laiko momentu. Bet kokia vertė ar kaina yra nustatoma tam tikru laiko momentu, kadangi tik esamu metu jos pilnai atitinka visus faktus ir aplinkybes. Net ir per sąlygiškai trumpą laiką verslo aplinkybės bei sąlygos gali reikšmingai pakisti, todėl verslo vertinimas nebeparodys tikrosios situacijos.
3. Vertė/kaina atlieka ateities lūkesčių funkciją. Įmonė yra vertas tiek, kiek jis gali užtikrinti savo tolesnę sėkmingą veiklą ir dėl to jo savininkams garantuoti pajamas iš investuotų lėšų. Praeitų periodų duomenys gali būti naudingi vertei nustatyti, tačiau vis dėlto verslo tęstinumo principas yra pagrindinis veiksnys, turintis įtakos verslo vertei. Analizuojant įmonės ateities perspektyvas reikėtų atsižvelgti į daugelį kiekvienam verslui būdingų veiksnių.
4. Vertė/kaina atlieka pinigų srautų funkciją. Verslo vertė iš esmės sudaro laukiami pinigų srautai iš analizuojamos įmonės veiklos. Tačiau nustatant atskiro įmonės kainas būtina įvertinti ir kitus kainas turinčius įtakos veiksnius (pvz., šiuo metu nenaudojamas turtas), kurie labai priklauso nuo atskiro verslo, jo aplinkos sąlygų ir apskaitos principų.

1.2. Verslo vertinimo tikslai

Dauguma įmonių ir jų vadovų, dalyvaudami įsigijimų ir susijungimų sandoriuose, kalba apie įmonės ar verslo vertę. Kiekvienas toks sandoris daromas tik apčiuopus suvokiamą vertę, kurią bus

galima gauti atlikus sandorį. Norint aiškiai įvardinti perkamo verslo vertę, reikia atlikti akcijų ar įmonės vertinimą (Verslo žinios, 2006). Verslo vertinimas – tai procesas, kurio metu, taikant įvairias vertinimo metodikas, bandoma nustatyti apytikslę įmonės vertę. Įmonės vertinimas tėra tam tikros vertės (kainos) indikacija, tačiau daugeliu atvejų perkamo verslo kaina nustatoma derybų tarp pirkėjo ir pardavėjo metu. Gali kilti pagrįstas klausimas – o kam tuomet iš viso reikalingas vertinimas? Nors ir grindžiamas subjektyviomis prognozėmis ir prielaidomis, jo rezultatas, t.y. vertė (ar kaina) yra itin svarbus visiems, dalyvaujantiems sandoryje, prieš nusprendžiant palaikyti sandorį ar jam prieštarauti. Vertinimas būtinas vadovybei, siekiančiai įsitikinti, ar verta pradėti derybas dėl įsigijimo, taip pat reikalingas akcininkams, kad jie galėtų pritarti sandoriui, reikalingas sandorio finansuotojams, kad jie galėtų įsitikinti, ar saugiai patiki savo lėšas.

Verslo vertinimas, taip pat jos akcijų – įmonių savininkų nuosavybės – vertinimas yra subjektyvus dalykas. Vertinimo rezultatai gali labai skirtis ir priklauso nuo vertinimo tikslo bei pasirinkto vertinimo metodo (Kancerevičius, 2006). Įvairaus turto pagrindinės vertinimo priežastys yra:

- nustatyti tikrąją turto vertę;
- rasti ir pirkti nepakankamai įvertintą turtą (įmonę, finansinius instrumentus, nekilnojamąjį turtą ir kt.);
- rasti ir parduoti pervertintą turtą
- suteikti įmonės savininkams išsamią informaciją apie įmonės finansinę padėtį ir ateities perspektyvas.

Verslo, kaip savarankiškų juridinių asmenų, vertinimas dažnai vykdomas kaip suminis verslo linijų verčių visumos nustatymas, pridedant tų „nefunkcionuojančių“ įrengimų, kurie nepanaudojami vertinamose verslo linijose, rinkos vertę. Tikima, kad laikui bėgant turto, ypač finansinio, kaina priartėja prie savo tikrosios vertės, o pervertinimai arba nepakankami įvertinimai yra laikinas dalykas. Vertinime galioja pagrindinė finansų taisyklė – bet kurio turto dabartinė vertė, arba esama kaina, turi atitikti to turto ateities pinigų srautų (palūkanų, pelno, dividendų) dabartinę vertę, diskontuotą reikalaujamo pelningumo norma. Reikalaujamas pelningumas priklauso nuo šalies nerizikingo pelno normos, infliacijos ir įvairių rizikos premijų.

1.3. Verslo vertinimo metodai

Nėra vieningai priimtose ir pripažintos įmonės vertinimo metodų klasifikacijos, įvairių literatūros šaltinių autoriai pateikia savo klasifikavimo pavyzdžius. Galimas įmonės vertinimo metodų klasifikavimas laiko požiūriu, išskiriant tris metodų grupes: metodai, besiremiantys dabartiniais duomenimis, metodai, besiremiantys informacija apie ateitį, metodai, apjungiantys informaciją apie praeitį, dabartį ir ateitį. Kiti teoretikai (Veie, Dering) įmonės vertinimo metodus skirsto į dvi grupes: metodai, kuriuos taikant iš karto nustatoma bendra įmonės vertė ir metodai, kurių dėka iš pradžių nustatoma veikiančios įmonės vertė, o po to nustatoma bendra vertė, pridedant įmonės vertę prie atkuriamos vertės. Pratt (1998) akcentuoja, kad griežtai apibrėžti įmonės vertinimo požiūrius nėra visiškai teisinga, bet nepaisant to įvardija tokius požiūrius: diskontuotų būsimų pajamų (pajamų kapitalizavimo) požiūris, aktyvų įvertinimo požiūris, palyginamasis požiūris.

Klasifikuojant turto ar įmonės vertės nustatymo metodus parenkamas atsižvelgiant į tai, kokia turto vertė aktuali užsakovui ir kas, vertintojo požiūriu, geriausiai rodo turto vertę atviroje rinkoje. Didžiausią specialistų pripažinimą įgavo įmonės vertės nustatymo metodų ir būdų klasifikacija, kuomet jie apjungiami į tris grupes (analogiška klasifikacija aprašyta Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (Nr. VIII-1202)):

- *Naudojimo pajamų vertės* (pajamų kapitalizavimo arba diskontuotų pinigų srautų) *metodas*, kai turtas vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip verslo objektas, duodantis pelną.
- *Palyginamosios vertės* (pardavimo kainos analogų) *metodas*, kurio esmė yra palyginimas, t.y. turto rinkos vertė nustatoma palyginus analogiškų objektų faktinių sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į nedidelius vertinamo turto bei jo analogo skirtumus.
- *Atkuriamosios vertės* (kaštų) *metodas*, kurio pagrindas yra skaičiavimai, kiek kainuotų atkurti esamos fizinės būklės ir esamų eksploatacinių bei naudingumo savybių objektus pagal vertinimo metu taikomas darbų technologijas bei kainas.

Vertinimo metodas pasirenkamas priklausomai nuo vertinimo paskirties ir turto tipo. Vertintojas turto vertės skaičiavimus paprastai atlieka keliais metodais. Taip pat yra galimos įvairių metodų kombinacijos. Aukščiau nurodyti įmonės vertinimo metodai nenaudojami izoliuotai, jie vienas kitą papildo, t.y. įmonės ar projekto vertei nustatyti paprastai naudojami keli skirtingų

vertinimo požiūrių metodai. Skirtingais vertinimo metodais gauti rezultatai yra lyginami tarpusavyje ir tik tuomet gaunamas galutinis įvertinimas. Taigi, toliau apžvelgiami įmonės vertinimo metodai detaliau, pradedant naudojimo pajamų vertės metodų grupe.

1.3.1. Verslo vertinimas naudojimo pajamų vertės metodais

Naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba diskontuotų pinigų srautų) metodas, kai turtas vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip verslo objektas, duodantis pelną. Metodo pagrindą sudaro būsimų grynujų pinigų srautų prognozės ir jų dabartinė vertė. Šis metodas taikomas tada, kai tikimasi, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės turto vertę rinkoje.

Pajamų požiūris mokslininkų darbuose vadinamas dominuojančiu įmonės vertinimo požiūriu. Remiantis šiuo požiūriu verslo vertę apsprendžia būsimos pajamos, kurias planuojama gauti ateityje. Vertinant įmonę pajamų požiūriu, įmonės planuojamos veiklos rezultatai transformuojami į rodiklį, kuris vadinamas verslo verte. Pajamų požiūris remiasi priežastinio ryšio tarp įmonės būsimų pajamų bei vertės nustatymu ir numato diskontavimo bei kapitalizavimo technologijomis paremtų metodų taikymą. Kapitalizavimo metodas taikomas kuomet verslui būdingas pastovumas. Pratt (1989) teigimu diskontuotų pinigų srautų metodas yra teoriškai tiksliausias ir plačiausiai praktikoje naudojamas metodas. Diskontuotų pinigų srautų bei kapitalizavimo metodų privalumas yra tas, kad jie įvertina būsimas įmonės veiklos sąlygas. Pagrindiniu pajamų požiūrio metodų trūkumu galima įvardinti informacijos patikimumo problemą.

Naudojimo pajamų vertės grupės metodai taikomi vertinant šiuos objektus:

- Gamybinės-ūkinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius;
- Įmones (išskyrus smulkias arba likviduojamas), planuojant investicijas, įmonių sanavimo, reorganizavimo ir kitais atvejais;
- Kitą turtą kaip verslo objektą, duodantį pelną, arba tikintis, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės jo vertę rinkoje.

Įmonės vertės nustatymo, pagrįsto pajamų požiūriu, metodai yra skirstomi į:

- Diskontuotų pinigų srautų;
- Pajamų kapitalizacijos;
- Perteklinio pelno, atsipirkimo laiko;
- Vidinės pelno normos ir kt.

Diskontuotų pinigų srautų metodas yra vienas dažniausiai naudojamų vertinimo metodų. Jis susieja turto vertę su jo suteikiamų būsimųjų pinigų srautų būsimąja verte. Pagrindiniai duomenys, kurių reikia diskontuotų pinigų srautų (angl. discounted cash flow, DFC) metodui yra turto gyvavimo laikas, pinigų srautai iš turto per gyvavimo laiką ir diskonto norma, kuria būsimi pinigų srautai diskontuojami į dabartinę vertę.

Pasak S.P. Kothari (2001) efektyvioje rinkoje verslo vertę apibrėžia laukiamieji laisvieji pinigų srautai, kurie diskontuojami riziką įvertinančia pelno (grąžos) norma. A. Damodoran (1999) teigimu bet kokio turto vertė yra to turto generuojamų pinigų srautų, turto gyvavimo trukmės, pinigų srautų laukiamo augimo bei su pinigų srautais susijusios rizikos funkcija. Remiantis šiuo metodu, piniginis vienetas šiandien yra vertingesnis už tą patį piniginių vienetą rytoj ar po metų, nes jį saugiai investavus, galima uždirbti papildomai grąžos ir laikotarpio pabaigoje turėti daugiau. Taigi, dviejų finansinių koncepcijų – pinigų laiko vertės ir rizikos santykio su pelningumu taikymas, leidžia įmonės vertę išreikšti diskontuotais pinigų srautais, kuriuos šis generuos ateityje:

$$\boxed{\phantom{V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}}}, \text{ kur:} \quad (1)$$

V – įmonės vertė;

CF_t – pinigų srautas t metais;

k – kapitalo kaštai (diskonto norma) arba WACC (svertiniai vidutiniai kapitalo kaštai) dešimtaine išraiška;

n – prognozuojamas laikotarpis;

t – metai.

Teoriškai, norint įvertinti akcijų kainą, reikia diskontuoti prognozuojamus pinigų srautus begaliniam laikotarpiui. Tačiau praktikoje analizuojamas tam tikras apibrėžtas laikotarpis (5-8 metai), ir pridedama galutinė vertė. Ši galutinė vertė turi atspindėti po prognozuojamo laikotarpio įvyksiančių pinigų srautų bendrą vertę, todėl galutinės vertės dydis gali būti labai diskutuotinas.

Siekiant įvertinti verslą diskontuotų pinigų srautų metodu, būtini šie žingsniai:

- Parengti laisvųjų pinigų srautų prognozes;
- Įvertinti svertinius kapitalo kaštus;
- Įvertinti testinę verslo vertę;
- Apskaičiuoti prognozuojamų piniginių srautų bei testinės verslo vertės dabartinę vertę (diskontuoti);

- Pridėti pinigų perteklių ir ne veiklos investicijas;
- Atimti finansines skolas;
- Apskaičiuoti įmonės nuosavo kapitalo vertę.

Yra du pagrindiniai diskontuotų pinigų srautų modelio variantai: dividendų diskontavimo modelis ir laisvojo pinigų srauto modelis.

Dividendų diskontavimo modelis. Jei įmonės akcijos vertinamos pinigų srauto pagrindu naudojant dividendus, tai taikomas dividendų diskontavimo modelis. Jis teigia, kad esama akcijos vertė yra lygi diskontuotiems būsimiems dividendams. Tai yra logiška, nes vienintelis realus pinigų srautas, kurio gali tikėtis išorės investuotojas į akcijas, yra dividendai, ir realizuotas kapitalo prieaugis. Laikant akciją vieną laikotarpį, jos vertė bus apskaičiuota taip:

$$\boxed{\phantom{V_0 = \frac{P_1}{1+k}}}, \quad (2)$$

kur: V_0 - dabartinė akcijos kaina,

P_1 - planuojama akcijos kaina metų pabaigoje,

k - reikalaujamas pelningumas.

Kai akciją turi investuotojas, kuris planuoja laikyti akciją neribotą metų skaičių, tada akcijos kaina bus apskaičiuojama taip:

$$\boxed{\phantom{V_0 = \frac{P_1}{1+k}}}, \quad (3)$$

Nepriklausomai nuo to, kiek metų planuojama gauti dividendus, juos reikia skaičiuoti diskontuojant. Tas pats liečia ir planuojamą akcijos pardavimo kainą.

Kaip matome, paprastųjų akcijų įvertinimo pagrindas yra būsimi dividendai. Bet juk turi vertę ir akcijos, kurių savininkams dividendai yra nemokami. Reiškia, jie planuoja parduoti savo akcijas ateityje didesne kaina negu jas pirkė. Jeigu dabar dividendai už akciją nemokami, tai nereiškia, kad jos vertė lygi nuliui. Akcijos vertę nulemia būsimi dividendai. Netgi jei per artimiausius 10 metų įmonė neplanuoja mokėti dividendų, akcijos kaina nebus lygi nuliui. Akcijos kainą nulemia visi ateityje būsimi dividendai, taigi jei kada nors dividendai yra planuojami, akcija turės vertę. Ir tik tuo atveju, jeigu įmonė niekada nesiruošia mokėti dividendų, tada $V = 0$.

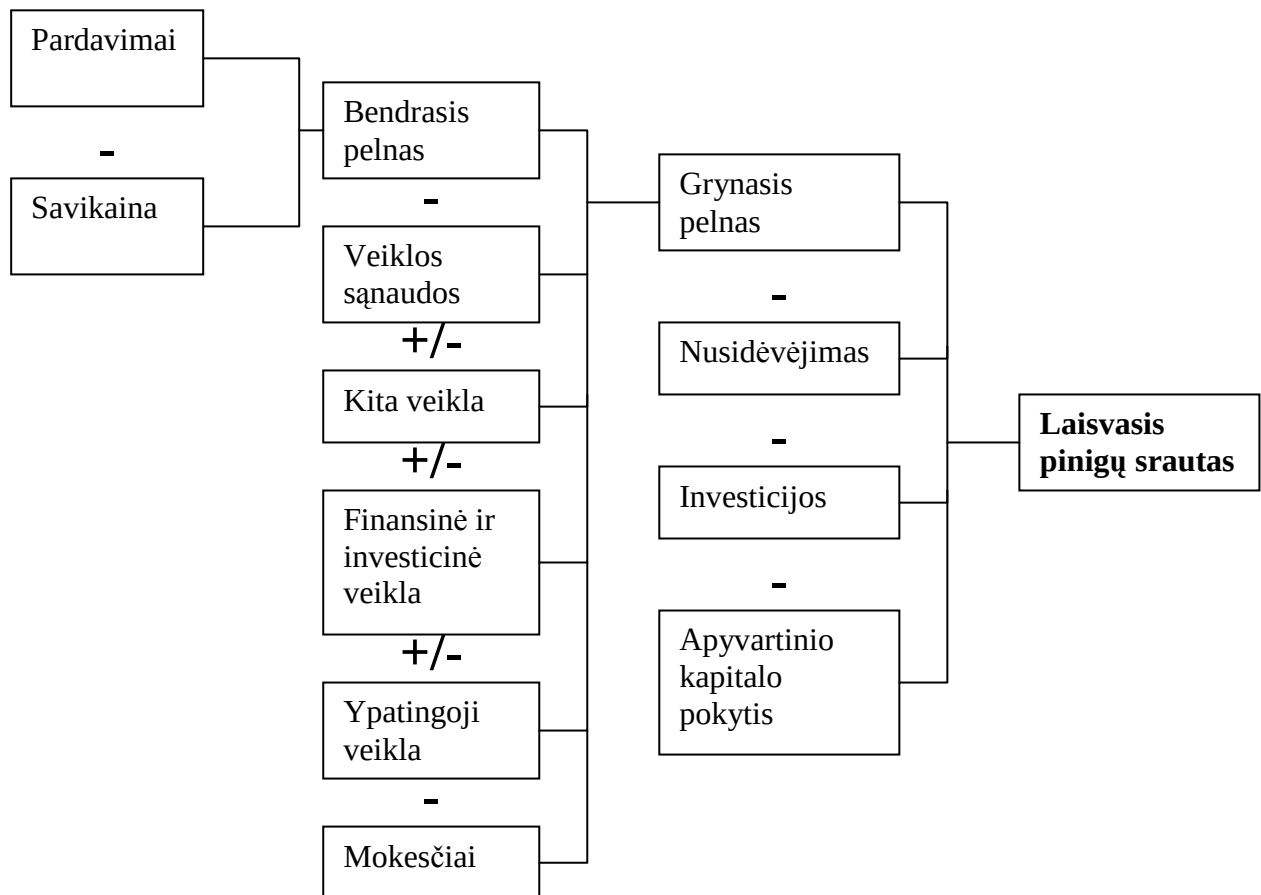
--

11

16

pirkimo/pardavimo alternatyvas. Šis modelis siekia įvertinti potencialią vertę, kuri galėtų būti išmokėta akcininkams.

Laisvo pinigų srauto metodai. Pinigų srautų nustatymas paremtas eile matematinių skaičiavimų, kurių metu, remiantis tam tikrais finansiniais duomenimis, gaunamas tam tikro laikotarpio pinigų srauto įvertis.



Šaltinis: Kancerevičius, 2006

1.3.1 pav. Laisvojo pinigų srauto nustatymo algoritmas

Laisvasis pinigų srautas yra pinigų srautas, liekantis akcininkams po visų kitų panaudojimų. Modelio principas tas pats, kaip ir dividendų diskontavimo modelyje, tiesiog dividendus skaičiavimuose pakeičia laisvas pinigų srautas. Laisvas pinigų srautas gali būti paskaičiuotas kaip:

- Laisvas pinigų srautas tik akcinei nuosavybei, t.y. likęs akcininkams po to, kai buvo patenkintos visos pretenzijos investuotojams ne akcininkams, atliktos reinvesticijos į grynąjį ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą. Reinvesticijos yra numatomos tokios, kad palaikytų firmos augimą.

- Laisvas pinigų srautas firmai – tai laisvas pinigų srautas visiems akcininkams ir kreditoriams. Iš pomekestinio veiklos pelno atimamos grynosios investicijos į ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą, reikalingos firmos augimui užtikrinti. Diskonto norma šiuo atveju yra svetiniai kapitalo kaštai (WACC), o akcijų vertė gaunama iš firmos vertės atimant neakcinio kapitalo rinkos vertę.

$$FCF = EBITDA - PT - NI - NWC, \quad \text{kur:} \quad (7)$$

FCF – laisvas pinigų srautas,

EBITDA – veiklos pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją,

PT – pelno mokestis,

NI – grynosios investicijos į ilgalaikį materialųjį ir nematerialųjį turtą,

NWC- grynosios investicijos į apyvartinį kapitalą.

Dividendų diskontavimo ir laisvo pinigų srauto modeliai duoda skirtingus rezultatus. Rezultatai sutaps tik tada, jeigu laisvas pinigų srautas bus lygus dividendams, arba laisvas pinigų srautas bus didesnis už dividendus, bet perteklius investuojamas į tuos projektus, kurių bendroji dabartinė vertė yra lygi nuliui. Dažniausiai laisvo pinigų srauto metodu gaunama didesnė vertė nei dividendų diskontavimo modeliu.

Pinigų srautas nuosavybei (akcijoms) (FCFE) = + Grynasis pelnas

- $(1 - \text{skola/kapitalas}) \times (\text{kapitalinės išlaidos} - \text{nusidėvėjimas})$

- $(1 - \text{skola/kapitalas}) \times (\text{apyvartinio kapitalo pokytis}) \quad (8)$

Gauti pinigų srautai nuosavybei kiekviename laikotarpyje diskontuojami akcinio kapitalo kaštais, t.y. įmonės akcijų savininkų reikalaujamu pelningumu. Jos nustatymas remiasi rizikos-pelningumo ryšiu, dažniausiai remiantis kapitalo rinkos teorija (CAPM modelis) arba arbitražo įkainojimo teorija. Reikalaujamas pelningumas akcijoms pagal CAPM bus:

$$k_i = RF + \beta_i (MR - RF) \quad (9)$$

kur: k_i – reikalaujamas pelningumas akcijai i,

RF – nerizikingo pelno norma,

MR – rinkos reikalaujamas pelningumas,

β_i – akcijos i rizika (beta).

$$\text{Akcijų vertė} = \sum FCFE_t / (1 + k_e)^t \quad (10)$$

kur: k_e – akcinio kapitalo kaštai.

Laisvas pinigų srautas akcijoms naudojamas kai įmonės finansinis svertas yra stabilus arba tikimybė, kad jis keisi yra maža, ir kai reikia įvertinti akcijas. Pasak A. Damodoran (2002) stabilaus augimo modelis naudojamas kuomet įmonė augimas žemesnis ar artimas ekonomikos augimui. Prognozuojant pinigų srautus kiekvienam periodui, reikia suprasti procesą apsprendžiantį kiekvienų metų pinigų srautus (Booth, 2003). Kadangi praktikoje sudėtinga prognozuoti kiekvieno laikotarpio pinigų srautus, naudojami įvairūs supaprastinamai. Vienas iš tokių yra stabilus augimo modelis, kuris literatūroje dažniausiai vadinamas Gordono modeliu ir turi šią išraišką:

$$\frac{CF_1}{k - g}$$

(11)

kur: CF_1 – pinigų srautai kitame periode,

k – kapitalo kaštai (diskonto norma) (proc.),

g – pinigų srautų augimas (proc.).

Akcijų vertę galima gauti ir atimant skolos rinkos vertę iš įmonės vertės. Vertinant įmonę yra privalumas, kad nereikia vertinti skolos pinigų srautų. Jeigu skolos svertas yra gana nepastovus, tai leidžia gerokai sutaupyti laiko. Tačiau įmonės vertinimo modelis reikalauja žinoti skolos koeficientą ir palūkanų normas, norint apskaičiuoti vidutinius svertinius kapitalo kaštus.

Diskonto normos nustatymas yra sudėtingiausias ir problematiškiausias diskontuotų pinigų srautų metodo taikymo etapas. Tai patvirtina įvairių šalių mokslininkų (Pratt, 1989, Platner, 1992; Fama, French, Kaplan, Paterson, 1998; Hodrick, Zhang, 2001; Graham, Hervey, 2001; Kothari, 2001;) diskusijos šiuo klausimu. Nustatyti tinkamiausią diskonto normą yra sudėtinga užduotis, ypač projektams. Kancerevičiaus (2004) teigimu diskonto norma, kuri naudojama pinigų srautų diskontavimo, gali būti labai diskutuotina, kadangi tai yra vienas sunkiausiai apginamų klausimų. Nors šiuo klausimu plačiai diskutuojama literatūroje, nėra vienareikšmiško požiūrio į šios normos nustatymą.

Tarptautiniuose vertinimo standartuose diskonto norma apibūdinama kaip pelno norma kuri naudojama prognozuojamų pinigų sumų pervedimui į dabartinę vertę. Matematine prasme diskonto norma – tai procentinis dydis, naudojamas būsimųjų pinigų srautų perskaičiavimui į dabartinę vertę (Esipov, Machovika, Terechova, 2001). Tarptautinių žodžių žodyne diskonto norma apibūdinama kaip pinigų skolinimosi palūkanos, kurias privalo sumokėti komercinis bankas, skolindamasis lėšas antriniame banke. Sh. P. Pratt (1989) diskonto normą apibūdina kaip alternatyvių investicijų, pasižyminčių tokiu pačiu rizikos laipsniu, laukiamą pajamų normą.

Nuosavo ir skolinto kapitalo kaštų palyginimo principas, reiškiantis kad įmonės balanse atspindintys nuosavo ir skolinto kapitalo dydžiai negali būti lyginami tiesioginiai. Šis principas ypač reikšmingas vertintojams. Skolintas kapitalas pinigine ar prekiu forma daugiau ar mažiau atspindi rinkos vertę. To negalima pasakyti apie nuosavą kapitalą. Todėl vertintojai turėtų atkreipti ypatingą dėmesį į galimą nuosavo kapitalo balansinės vertės neatitikimą rinkos vertei. Šiuo atveju dėl kapitalo struktūros lyginamųjų svorių iškreipimo, gali būti neteisingai nustatyti svertiniai vidutiniai kapitalo kaštai. Nuosavo ir skolinto kapitalo kaštų palyginamumo problemą padėtų išspręsti nuosavo kapitalo dalies išreiškimas dabartine rinkos verte.

Pajamų kapitalizavimo metodo pagalba verslo vertintojas taip pat atsižvelgia į dabartinę įmonės ateities pajamų vertę, tik skirtingai nei diskontuotų pinigų srautų metode, šiame metode nėra apibrėžto vertinimo laikotarpio. Vertinimo metu daroma prielaida, kad įmonė sugebės generuoti tam tikras pajamas neapibrėžtą laiką, pabrėžiant, kad pinigai, kurie bus gaunami neapibrėžtą laikotarpį, bus verti vis mažiau, t.y. kuo periodas ilgesnis, tuo tokių pajamų įtaka dabartinei verslo vertei bus mažesnė

Šiame metode svarbu tinkamai parinkti duomenų bazę, t.y. pasirinkti ar tai:

- Laisvieji pinigų srautai;
- Pelnas prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą bei amortizaciją;
- Grynasis pelnas;
- Ekonominis pelnas.

Priklausomai nuo pasirinktos pajamų bazės skirsis kapitalizuota verslo vertė. Kadangi verslas retai kada generuoja stabilias pajamas, siekiant eliminuoti reikšmingus pokyčius versle bei atspindėti tikrąją finansų ir verslo padėtį aplinkoje, kurioje verslas veikia, atliekama pajamų normalizacija, t.y. vertintojas turi atlikti tam tikras korekcijas, siekiant nustatyti „išgrynintas“ pajamas (eliminuojamos vienkartinės, atsitiktinės pajamos).

Pasirinkus pajamų bazę, kitas žingsnis yra nustatyti kapitalizavimo normą – tokią gražos normą, kuri reikalinga norint padengti verslo riziką. Kuo vertinamas verslas yra rizikingesnis, tuo didesnė turėtų būti ir kapitalizavimo norma. Pajamų kapitalizavimo metodo pagalba, įmonės vertė gali būti nustatoma naudojantis tokia formule:

$$V = E / CR \quad (12)$$

kur: V – įmonės vertė,

E – pajamų bazė,

CR – kapitalizavimo norma.

Skaičiuojant įmonės vertę, tikslinga įmonės pajamų bazę imti kaip tam tikro periodo vidurkį, kuris geriausiai atspindėtų vertinamo verslo prigimtį. Tuo tarpu kapitalizavimo norma turėtų atspindėti investuoto kapitalo grąžą, kuri galima rinkoje investuojant į panašios rizikos ir panašias pajamas generuojančias įmones. Kaip kapitalizavimo norma gali būti panaudoti ir šie rodikliai:

- Investuoto kapitalo grąžos rodiklis – atspindi viso kapitalo į įmonę grąžą, jis gali būti nuosavybės ir paskolų formos;
- Nuosavybės grąžos rodiklis – atspindi tik nuosavybės grąžą ir nevertina kitokiomis formomis į įmonę investuoto kapitalo;
- Kapitalo kaštų rodiklis – norma prilyginama minimaliam reikalaujamam kapitalo grąžos rodikliui, kuris parodo rodiklio dydį, būtiną norint padengti skolinto ir nuosavo kapitalo kaštus;
- Sudėtinis rodiklių metodas – kapitalizavimo norma išskaidoma į sudėtinius komponentus:
 - a) nerizikinga kapitalo grąžos norma (tokia investicija, kuri be jokios rizikos garantuoja susigrąžinti investuotas lėšas bei sumokėti už paskolintą kapitalą; paprastai tokią grąžos normą iliustruoja investicijos į vyriausybės vertybinius popierius;
 - b) rizikos premija – tikėtina, kad verslas gali būti rizikingas, be to, tikėtina, kad po tam tikro laiko kitos panašios rizikos investicijos duos didesnę grąžą, randama premija, kuri atspindėtų šias rizikas, paprastai remiantis panašių įmonių reitingais;
 - c) likvidumo stokos premija – įvertinama rizika, kad investuotojui panorėjus atsiimti savo investiciją, to nebus galima greitai ir be praradimų padaryti, todėl remiantis rizikos kapitalo fondų norima investuoto kapitalo grąža, kuri siekia 20 proc. ir daugiau, parenkama likvidumo stokos premija. Metodas taikomas tais atvejais, kai įmonės verslas generuoja pakankamai stabilias pajamas.

Ekonominės pridėtinės vertės metodas. Mokslinėje literatūroje ekonominė pridėtinė vertė (EPV, angl.economic value added) vadinama įvairiai: ekonominiu pelnu, naujai sukurta verte, tai, kas lieka, iš prekės vertės atėmus absoliučiai visas sąnaudas ar tiesiog EPV. Analitikų nuomone, įmonė sukuria vertę savo akcininkams tik tuo atveju, jei jos kapitalo grąža yra didesnė nei pageidaujama, arba, kitaip tariant, didesnė nei tiems patiems investuotojams investavus į tos pačios rizikos vertybinius popierius. Įmonės jau kuris laikas orientavosi į atskirų investicinių projektų

vertinimą, tačiau tų principų nebeperkeldavo į viso verslo lygmenį. Ekonominis pelnas (EPV) – tai įmonės veiklos metu gautas pelnas, gaunamas išgrynėjo pelno atėmus kapitalo kaštus.

Benetas-Stewartas (1994), EPV kūrėjas, ekonominį pelną apibrėžia taip: ekonominiu požiūriu vertė sukurama tuomet, kai įmonė (verslas) gauna pajamas didesnes, nei ekonominiai kaštai šioms pajamoms gauti. Ekonominiai kaštai apima ne tik sąnaudas atspindėtas pelno nuostolio ataskaitoje, bet ir kapitalo kaštus. Ekonominio pelno sąvoką pirmą kartą paminėjo ir apibūdino A. Maršalas (1890) savo knygoje „Ekonomikos principai“. Apskaitos literatūroje šis sąvoka atsiranda Čiorčo (1917) ir Skovelio (1924) darbuose.

EPV apskaičiuojama pagal formulę:

$$EPV = NOPAT - (WACC \times I) \quad (13)$$

kur: NOPAT – grynasis veiklos pelnas po mokesčių;

WACC – kapitalo skolinimosi procentas;

I – investuoto kapitalo suma.

Siekiant apskaičiuoti ekonominį pelną, visų pirma reikia apskaičiuoti grynąjį veiklos pelną po mokesčių (NOPAT). Vėliau nustatomas kapitalo kiekis ir kapitalo skolinimosi procentas. Tuomet iš NOPAT atimama kapitalo kaštų suma. EPV įvertina kapitalo kaštus, o kartu ir įmonės veiklos rizikos laipsnį. Todėl teoriniu požiūriu jis yra pranašesnis už kitus įmonės vertinimo rodiklius. Šios teorijos autorių teigimu, EPV ir įmonės akcijų kaina turi aukštą koreliacijos laipsnį.

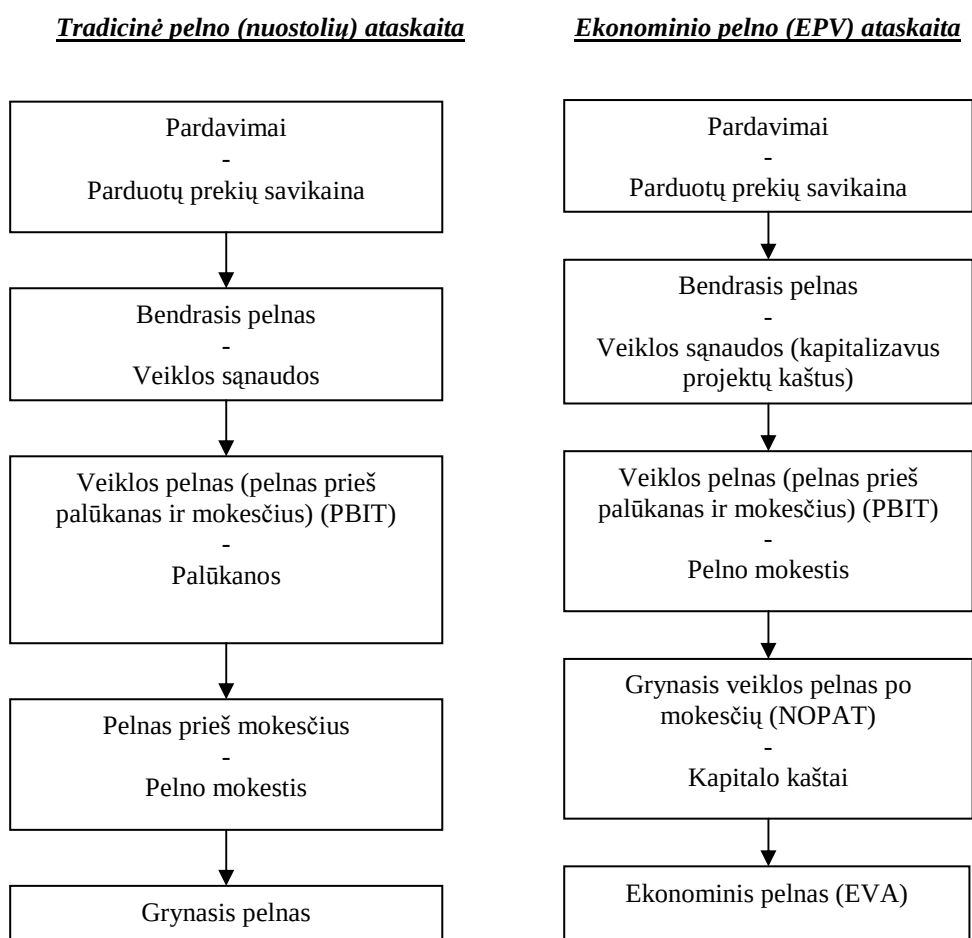
Norint iš pelno (nuostolio) ataskaitos bei balanso apskaičiuoti EPV, būtinos tam tikros korekcijos bei prielaidos. Stuart (1991) mini apie 160 prielaidų, tokiu būdu padidėja administravimo kaštai, rodiklis tampa sudėtingesnis. Visos pastangos vertos dėmesio bei pasiteisina tik tuomet, jei jos ištis padeda investuotojams.

EPV (sukuriamos vertės) dydį lemiantys veiksniai – vertės veiksniai. Kadangi organizacija negali tiesiogiai padidinti savo vertės, ji turi veikti kuriamą vertę per veiksmus, kuriuos ji gali paveikti. Tuos veiksmus galima suskirstyti taip (Kaplan, Norton, 1996):

- finansiniai: kaip įmonė atrodo akcininkams, kreditoriams, potencialiems investuotojams;
- pirkėjų: kaip atrodo mūsų produktai ir jų patrauklumas pirkėjams;
- vidaus: ką mes turime tobulinti;
- inovacijų: kaip mes kuriame naują vertę.

Vertei įtaką darantys veiksniai yra bet koks veiklos vertinimo dydis, kurio pasikeitimas keičia įmonės kuriamą vertę. Tačiau, kad įmonė būtų valdoma, siekiant sukurti kuo didesnę vertę, turi būti aiški kiekvieno veiksnio įtaka EPV. Ir, atsižvelgiant į tuos veiksnius, atitinkamai turi būti nustatomi tikslai įmonės padaliniams bei vadovams.

Apskaičiuojant EPV, reikia šiek tiek koreguoti tradicines finansines ataskaitas, rengiamas pagal bendruosius apskaitos principus. 1.3.2 paveiksle palyginta įprastinė pelno (nuostolių) ataskaita su ta, kurios reikia apskaičiuoti EPV. Įprastinės pelno nuostolio ataskaitos neparodo ar įmonės gautas pelnas atitinka investuotojo lūkesčius pagal įmonės verslo riziką bei riziką dėl kapitalo struktūros. Pelno (nuostolių) ataskaita parodo grynąjį pelną ir jei jis teigiamas, tai sakoma kad firma dirbo gerai. Valdyme pagal EPV apatinė eilutė, kuri apibendrina visą įmonės veiklą, yra EPV, o ne grynasis pelnas.



Šaltinis: Benett ir Stewart (1994)

1.3.2 pav. Tradicinės pelno (nuostolių) ir ekonominio pelno (EPV) ataskaitų palyginimas

EPV apskaičiavimai turi kai kurių papildomų privalumų (Booth, 1997). Pirmiausia, aiškiai pripažindami kapitalo ir su juo susijusių kaštų svarbą, EPV skatina efektyviai panaudoti visą kapitalą, ne tik skolintą. Antra, EPV aiškiai atskleidžia pelningumo ir kapitalo panaudojimo tam pelnui uždirbti ryšį, todėl EPV tinka investicijoms įvertinti. Trečia, EPV gali parodyti kiekvieno produkto-pirkėjo-veiklos indėlį kuriant vertę. Ketvirta, EPV reikšmės skaičiavimas gali būti nesunkiai išvedamas iš diskontuotų pinigų srautų apskaičiavimo. Penkta, EPV yra periodo veiklos rodiklis ir todėl jis gali būti naudojamas vadovų veiklai įvertinti bei motyvuoti. Tačiau, apskaičiuojant EPV rodiklį, iškyla ir kai kurių nepatogumų: praktiniams apskaičiavimams gali reikėti tikslių kapitalo kaštų nustatymo metodikos ir tradicinių finansinių ataskaitų koregavimo.

Išanalizavus naudojimo pajamų vertės metodus toliau pristatoma antra vertinimo metodų grupė, kuri remiasi vertės palyginimo principu.

1.3.2. Verslo vertinimas palyginamosios vertės metodais

Palyginamosios vertės (pardavimo kainos analogų) metodas, kurio esmė yra palyginimas, t.y. turto rinkos vertė nustatoma palyginus analogiškų objektų faktinių sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į nedidelius vertinamo turto bei jo analogo skirtumus. Palyginamosios vertės metodas numato duomenų, gautų paskutiniaisiais metais apie analogiško verslo rinkos vertę, analizę ir palyginimą. Pagrindiniai veiksniai, kuriais dažniausiai remiamasi nustatant verslo palyginamumo laipsnį yra: verslo pajamos, finansinis stabilumas, įmonės turto vertė, pardavimų apimtys, kapitalo sandara, valdymo kokybė. Tam, kad būtų taikomas rinkos požiūris, turi būti tinkamas palyginimo pagrindas. Palyginamos įmonės turi veikti toje pačioje šakoje arba į tas pačias kintamas ekonomines sąlygas reaguojančioje šakoje.

Palyginimo metodo pranašumas yra tas, kad jis greičiau atspindi pokyčius ir nuotaikas rinkoje, o tai yra svarbu, kai laikas yra reikšmingas, pavyzdžiui, jeigu investuojama į akciją siekiant greitai parduoti. Lyginimo metodai labiau tinka didelių akcijų portfelių valdytojams, nes leidžia įvertinti akciją daug greičiau ir turint mažiau informacijos, be to, jie tinka, kai vieną turtą reikia palyginti su daugeliu kitų, kai reikia pasirinkti iš daugelio variantų, kai turtas turi rinkos kainą.

Norint palyginamuoju metodu atlikti vertinimą, reikalinga:

- identifikuoti palyginamuosius instrumentus (verslus) ir gauti jų rinkos vertes;
- konvertuoti palyginamųjų verslų rinkos vertes į standartizuotus rodiklius (kainų daugiklius), kadangi absoliučios vertės yra nepalyginamos;

- pritaikyti gautus kainų daugiklius analizuojamos įmonės vertei apskaičiuoti.

Šis metodas vertinimui naudojamas tuomet, kai neįmanoma tiksliai nustatyti vertinamos įmonės piniginių srautų. Palyginamųjų verslų rinkos vertės gali būti standartizuotos, naudojant bendrus rodiklius kaip pelnas, pinigų srautai, pajamos ar apskaitinė vertė:

a) Pelno daugikliai:

- P / E (kainos ir pelno akcijai santykis);
- $EV / EBIT$ (verslo vertės ir pelno prieš palūkanas ir pelno mokestį santykis);
- $EV / EBITDA$ (verslo vertės ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją santykis);
- EV / PS (verslo vertės ir pinigų srautų santykis);
- EV / S (verslo vertės ir pardavimų santykis).

b) Apskaitinės vertės daugikliai:

- P / BV (nuosavo kapitalo vertės ir apskaitinės nuosavo kapitalo vertės santykis);
- $Vertė / Atkuriamieji kaštai$ (Tobino Q santykis).

c) Konkrečiai šakai būdingi daugikliai (Kaina/kwh, Kaina už toną plieno ir t.t.).

Palyginamieji verslai šiam metodui paprastai parenkami pagal tokius kriterijus: veiklos sritis, geografinė padėtis ir aptarnaujamos rinkos, pajamų bei pelno šaltiniai, dydis (pajamos ir darbuotojų skaičius) ar vystymosi stadija (gyvavimo ciklas).

Dažniausiai skaičiavimuose naudojami EBITDA ir P/E rodikliai. Naudojant P/E daugiklį skaičiuojama vertė įsigijamos nuosavybės, be kurios, įsigijami ir finansiniai įsipareigojimai. Kuo daugiau, tuo verslas (ir investicija) bus rizikingesnis, tuo bus mažesnė perkamos nuosavybės vertė, nes dideli finansiniai įsipareigojimai mažins P/E santykį. P/E metodas dažniau naudojamas vertinant listinguojamas akcines bendroves, o EBITDA metodas dažniau pasitelkiamas vertinant uždarąsias akcines bendroves bei individualias įmones. Dažnai analizuojamas verslas vertinamas akcijų rinkose kotiruojamų bendrovių kainų daugiklių pagrindu. Kainų daugikliai apskaičiuojami pagal akcijų rinkose kotiruojamų bendrovių akcijų kainas ir veiklos rodiklius. Tada daugikliai yra pakoreguojami, atsižvelgiant į santykinius analizuojamos bendrovės pranašumus ir trūkumus.

1.3.3. Verslo vertinimas atkuriamosios vertės metodais

Atkuriamosios vertės (kaštų) metodas, kurio pagrindas yra skaičiavimai, kiek kainuotų atkurti esamos fizinės būklės ir esamų eksploatacinių bei naudingumo savybių objektus pagal vertinimo metu taikomas darbų technologijas bei kainas. Atkuriamosios vertės metodas yra paremtas rinkos dalyvių supratimu, kad vertė ir kaštai yra susiję. Šis metodas panašus į turto vertinimą kaštų požiūriu, kadangi grindžiamas principu, kad joks turtas nevertas daugiau, negu kiekvieną jo sudedamąją dalį kainuotų pakeisti kita. Pasak Kazlauskienės (2007), visi kaštų požiūrio metodai remiasi viena informacine baze – įmonės balansu ir leidžia apskaičiuoti įvairias įmonės vertes: rinkos vertę, padengimo vertę, likvidacinę vertę. Taigi, būtinas balanso koregavimas, kadangi dėl infliacijos, rinkos konjunktūros pokyčių, turto balansinė vertė neatspindi realios vertės. Tokiu būdu, esamas balansas pakeičiamas balansu, kuriame parodytas visas turtas (materialusis ir nematerialusis) bei visi įsipareigojimai rinkos vertės ar kitu tinkamu esamosios vertės pagrindu.

Atkuriamosios vertės metodai taikomi daugiau kaip turto atskiro objekto vertinimui, o ne verslo vertės nustatymui. Pagrindiniai šios vertinimo metodų grupės minusai yra šie:

- Atspindi mažiausią verslo vertę, kurią galima realizuoti likvidavimo atveju;
- Naudojamas likvidavimo situacijose ar vertinti nekilnojamojo turto verslą bei bendroves turinčias daug materialaus ir/ar finansinio turto;
- Veikianti įmonė paprastai yra daug vertingesnė nei bendra jos valdomo turto verčių suma;
- Atskirai vertinamas turtas neatspindi ekonominės vertės atsirandančios iš pinigų srautų, kuriuos uždirba bendrai naudojamas turtas;
- Nepilnai atspindi įmonės (turto buvimo kartu) sinergiją, o tik atskiras turto vienetų vertes;
- Nematerialųjį turtą tokį kaip reputacija, patyrusi vadovų komanda, know-how, išskirtinės augimo galimybės, sunku įvertinti, neatsižvelgiant į pinigų srautus, kuriuos uždirba.

Balansinės vertės metodas dažniau taikomas stabilioms, neturinčioms nematerialiojo turto įmonėms. Tam naudojami audituoti įmonės balansai, kur turtas turėtų būti parodytas grynąja verte, jose taip pat būna užfiksuoti visi istoriniai įsipareigojimai. Pagrindiniai žingsniai vertinant turtą yra:

- Balansas pertvarkomas iš istorinės savikainos į rinkos vertes;

- Įvertinamas visas identifikuojamas materialus ir nematerialus, finansinis turtas bei įsipareigojimai;
- Iš bendros turto vertės atėmus įsipareigojimus gaunama nuosavo kapitalo vertė.

Tačiau balanse nesimato tokio įmonės nematerialaus turto kaip įmonės vardas ar vadovų komandos sugebėjimas pasiekti gerų rezultatų. Taip pat finansinė atskaitomybė, kurioje fiksuojama įmonės finansinė padėtis tam tikru momentu, remiasi tik istoriniais duomenimis ir neatspindi įmonės ateities planų. Todėl vertinant augančias įmones šis metodas beveik netaikomas.

Likvidacinės vertės metodas yra vienas konservatyviausių metodų. Beveik visuomet likvidacinė turto vertė būna gerokai mažesnė už balansinę. Šią vertę geriausiai gali nustatyti turto vertintojai, turintys informacijos apie panašias turto pardavimo rinkoje kainas. Įmonių įsigijimuose ar susijungimuose šis vertinimo metodas beveik nenaudojamas, nebent pirkėjas, netikėdamas sėkminga įmonės verte, turi vienintelį motyvą – uždirbti parduodant įmonės turimą turtą.

Atstatomosios vertės metodu nustatoma įmonės turimo turto atstatomoji vertė, t.y. kiek kainuotų įsigyti tokį pat įmonės turimą turtą šiandien. Šis metodas yra geresnis už balansinės vertės metodą, nes remiasi ne istorija, o šiandiena. Ilgalakis materialus turtas įmonėse atspindi jam įsigyti padarytas investicijas, o ne atstatomąją turimo turto vertę, tuo tarpu dėl infliacijos, balansinė turto neatspindi tikrosios turto vertės rinkoje. Taip pat šis metodas nėra labai tikslus, nes sunku įvertinti, ar ta pati turto vertė būtų gaunama pakeitus seną įrangą nauja, ar įsigijus modernesnę jos modifikaciją, be to, ne visuomet aišku, kokie gali būti papildomi atstatomieji kaštai.

Dabartinę rinkos vertę nesunku nustatyti listinguojamoms bendrovėms – akcijos kainą tereikia padauginti iš akcijų skaičiaus ir pridėti finansinius įsipareigojimus. Tačiau šis metodas negali būti taikomas įmonėms, kurių akcijomis nėra aktyviai prekiaujama vertybinių popierių biržoje.

Visi turto verte grįsti metodai (išskyrus dabartinės rinkos vertės metodą) nėra itin plačiai naudojami, nes jie į įmonę žiūri ne kaip į tęstinę veiklą vykdančią subjektą, o tik kaip į tam tikro turto sumą.

1.4. Verslo vertinimo metodologijos taikymo rizika

Nors mokslinėje literatūroje rizikos analizės, vertinimo klausimams skiriama nemažai dėmesio, nėra vieno požiūrio į rizikos apibūdinimą ir klasifikavimą įmonės vertinimo kontekste. Nepaisant to, kad Nacionaliniuose turto ir verslo vertinimo standartuose pabrėžiama rizikos

vertinimo svarba, pasigendama rizikos atspindėjimo įmonės vertės apskaičiavimuose metodinių nurodymų, kuriuos Lietuvos turto vertintojai galėtų taikyti praktikoje, nustatydami riziką lemiančius veiksnius bei vertindami šią įtaką verslo vertei (Kazlauskienė, Christauskas, 2007).

Įmonės vertinime rizika ir įdėtų lėšų į verslą laukiama grąža suprantamos kaip dvi neatsiejamoms kategorijoms. Įmonės generuojamų pinigų srautų prognozė ir kapitalo kaštai priklauso nuo rizikos, kurią patiria konkretus verslas rinkoje. Kadangi mokslinėje literatūroje nėra vieno požiūrio į rizikos apibrėžimą, verslo vertinimo kontekste rizika gali būti apibūdinta kaip tikimybė, kad verslas neužtikrins prognozuojamų laisvųjų pinigų srautų. Tai turės neigiamos įtakos įmonės vertei.

Įmonių finansų klausimus nagrinėjančių mokslininkų darbuose pateikiamos rizikos klasifikacijos, apimančios įvairias rizikos rūšis (žr. 1.4.1 lentelę).

1.4.1 lentelė

Rizikos rūšių ir riziką lemiančių veiksnių nustatant verslo vertę klasifikavimas

Rizikos rūšis	Riziką lemiantys veiksniai		
	1 lygis	2 lygis	3 lygis
Sisteminė rizika	Įmonės makroaplinkos veiksniai	Ekonominiai veiksniai	Šalies ekonominio vystymosi tempai
			Palūkanų normos kitimas
			Valiutos kurso pasikeitimas
			Mokesčių politika
			Infliacijos lygis
		Politiniai ir teisiniai veiksniai	Išorinė politinė aplinka
			Politinio stabilumo šalyje laipsnis
			Teisinis reguliavimas
		Technologiniai veiksniai	Mokslo-technologijų vystymasis
	Šakos aplinkos veiksniai	Konkurentų veiksniai	Investicijos į mokslą ir tyrimus
			Pasikeitęs konkurencijos lygis
		Vartotojų veiksniai	Atsiradę alternatyvūs produktai (konkurentai)
			Santykių su vartotojais trukmė
			Nestabili paklausa
			Vienam vartotojui tenkanti įmonės pajamų dalis
		Tiekėjų veiksniai	Pabrangęs medžiagų, žaliavų transportavimas
			Didesnė priklausomybė nuo tiekėjų
			Ne laiku pateikiami komplektuojamieji gaminiai
			Nestabili medžiagų, žaliavų kokybė
Nesisteminė rizika	Vidinės aplinkos veiksniai	Kiekybiniai veiksniai	Finansinis stabilumas
			Pelningumas
			Finansų struktūra
			Apyvartumas
			Įmonės dydis
		Kokybiniai veiksniai	Valdymo personalo kvalifikacija
			Produkcijos diversifikacija
			Realizavimo rinkų diversifikacija
			Vartotojų diversifikacija
			Vertikali integracija

Šaltinis: Kazlauskienė, Christauskas, 2007

1.4.1 lentelėje matoma rūšių įvairovė sietina su veiksmų, sąlygojančių rizikos atsiradimą, gausa. Riziką lemiančių veiksmų įvairovė gana didelė, ir jų klasifikavimas kur kas sudėtingesnis nei rizikos klasifikavimas.

Atsižvelgiant į daugumos autorių, analizuojančių įmonės vertinimo klausimus, pateikiamas rizikos klasifikacijas, straipsnio autorių nuomone, įmonės vertinimo kontekste riziką tikslinga klasifikuoti į sisteminę riziką (išorinę) ir nesisteminę riziką (vidinę). Toks klasifikavimas remiasi riziką sąlygojančių veiksmų prigimtimi. Išorinės aplinkos veiksniai lemia išorinę, arba sisteminę, riziką, o vidinės aplinkos veiksniai – vidinę (nesisteminę) riziką. Sistemine rizika nepriklauso nuo įmonės veiklos ir būdinga visiems finansinės veiklos dalyviams bei visoms finansinių operacijų rūšims. Ji atsiranda keičiantis ekonominio ciklo stadijoms, finansinės rinkos konjunktūrai bei daugeliu kitų atvejų, kurių įmonė, vykdydama savo veiklą, negali paveikti. Nesisteminei rizikai priskiriamos rizikos rūšys, susijusios su konkrečios įmonės veikla. Sisteminės ir nesisteminės rizikos klasifikacija gali remtis šių rizikos rūšių dekompozicija į joms įtakos turinčius įvairių lygių veiksmus.

Pagrindiniai sisteminę riziką sąlygojantys veiksniai – pirmojo lygio veiksniai – yra įmonės makroaplinkos veiksniai ir šakos aplinkos veiksniai (Hawkins, 2002; Brennan, 2006). Tolesnė makroaplinkos veiksmų ir šakos aplinkos veiksmų dekompozicija, leidžia išskirti antrojo lygio veiksmus, sąlygojančius sisteminę riziką. Antrojo lygio sisteminę riziką sąlygojantys makroaplinkos veiksniai: ekonominiai veiksniai, politiniai ir teisiniai veiksniai, technologiniai veiksniai; šakos aplinkos veiksniai: konkurentų veiksniai, tiekėjų veiksniai, vartotojų veiksniai. Trečiojo lygio sisteminę riziką sąlygojantys makroaplinkos veiksniai: šalies ekonominio vystymosi tempai, palūkanų normos kitimas, valiutos kurso pasikeitimas, politinio stabilumo šalyje laipsnis, mokesčių politika, infliacijos lygis ir kiti veiksniai. Trečiojo lygio sisteminę riziką sąlygojantys šakos aplinkos veiksniai: pasikeitęs konkurencijos lygis, atsiradę alternatyvūs produktai (konkurentai), santykių su vartotojais trukmė, nestabili paklausa, vienam vartotojui tenkanti įmonės pajamų dalis, pabrangęs medžiagų, žaliavų, transportavimas, didesnė priklausomybė nuo tiekėjų, ne laiku pateikiami komplektuojamieji gaminiai, nestabili medžiagų, žaliavų kokybė ir kiti veiksniai. Kadangi mokslinėje literatūroje nėra vienos nuomonės pateikiant vidinę (nesisteminę) riziką lemiančius veiksmus, daugelio autorių manymu, verslo vertinimo kontekste vidinės aplinkos veiksniai gali būti klasifikuojami į kiekybinius ir kokybinius veiksmus. Trečiojo lygio nesisteminę riziką sąlygojantys kiekybiniai veiksniai: finansinis stabilumas, pelningumas, finansų struktūra, apyvartumas, įmonės dydis. Kokybiniai veiksniai: valdymo personalo kvalifikacija, produkcijos diversifikacija, realizavimo rinkų diversifikacija, vartotojų diversifikacija, vertikali integracija. Priklausomai nuo poreikio, toliau sisteminę ir nesisteminę riziką lemiančius veiksmus galima

skaidyti. Rizikos dekompozicijos principu sudaryta rizikos ir riziką sąlygojančių veiksnių klasifikacija ne tik leidžia nustatyti įvairių lygių rizikos veiksnius, bet parodo šių veiksnių ir sisteminės bei nesisteminės rizikos ryšius (Rutkauskas, 2001).

Mokslinės literatūros analizė rodo, kad nėra vieno požiūrio į rizikos atspindėjimą įmonės vertinimo metodologijoje. Įvairių autorių, nagrinėjančių verslo vertinimo klausimus, darbuose minimi du alternatyvūs rizikos atspindėjimo verslo vertės skaičiavimuose būdai.

Pirmasis siejamas su rizikos atspindėjimu pinigų srautų apskaičiavimuose. Antrasis numato rizikos vertinimą diskonto normoje. Nors mokslinėje literatūroje pateikiama įvairių diskonto normos apibūdinimų, ją autoriai dažniausiai apibūdina kaip pelno normą, kuri naudojama laisviesiems pinigų srautams transformuoti į esamąją vertę. Diskonto norma yra įmonės finansavimo šaltinių kaina, kuri apskaičiavimuose rodo laiko veiksnį bei riziką. Atsižvelgiant į tai, verslo vertinimo kontekste, rizika turėtų atsispindėti diskonto normos apskaičiavimuose. Didesnė rizika sąlygos didesnę diskonto normą, mažesnė – mažesnę.

Kadangi mokslinėje literatūroje nėra vieno požiūrio į rizikos atspindėjimą diskonto normoje, rizikos vertinimas diskonto normos apskaičiavimuose remiasi diskonto normos dekompozicija į jai įtakos turinčius skirtingų lygių veiksnius. Pirmojo lygio diskonto normai įtakos turintys veiksniai yra skolinto kapitalo kaštai ir nuosavo kapitalo kaštai. Antrojo lygio diskonto normai įtakos turintys veiksniai: skolinto kapitalo pelno norma, nuosavo kapitalo pelno norma; trečiojo lygio – paskolų palūkanų norma, pelno mokestis, nerizikinga palūkanų norma (vyriausybės vertybinių popierių – obligacijų – palūkanų norma), rizikos priedai už makroaplinkos, šakos aplinkos, vidinės aplinkos veiksnius. Nustatant vieno iš diskonto normos elemento – nuosavo kapitalo pelno normos veiksnius, būtina įvertinti rizikos-pelno modelių taikymo ribotumą Lietuvos verslo vertinimo praktikoje. Atsižvelgiant į šį ribotumą, siūloma nuosavo kapitalo kaštus apskaičiuoti, prie nerizikingų vertybinių popierių palūkanų normos pridėjant ekspertiskai nustatytus rizikos priedus už makroaplinkos veiksnius, šakos aplinkos veiksnius ir įmonės vidinės aplinkos veiksnius. Riziką sąlygojančių veiksnių ekspertinį vertinimą turėtų atlikti vertinamos įmonės ekspertai. Atliekant šį vertinimą, visų pirma turėtų būti nustatomi svarbiausi įmonės veiklai įtakos turintys išorinės ir vidinės aplinkos veiksniai. Ekspertai turėtų vertinti veiksnių įtaką įmonės veiklai prognozuojamu laikotarpiu bei nustatyti kiekvieno jų reikšmingumą. Galimos tokios veiksnių vertinimo reikšmės: 1 – labai teigiamas; 2 – teigiamas; 3 – neigiamas; 4 – labai neigiamas. Veiksnių įtakos įvertinimas 1 balu reiškia mažą rizikos dėl šio veiksnio pasikeitimo tikimybę. Įvertinimas 4 balais rodo, kad rizika dėl šio veiksnio kitimo yra didelė. Kiekvieno veiksnio reikšmingumas nustatomas atsižvelgiant į ekspertų pasirinktas veiksnių reikšmingumo reikšmes. Galimi šie veiksnių reikšmingumo vertinimai: 4 – labai reikšmingas; 3 – reikšmingas; 2 – nereikšmingas; 1 – labai

nereikšmingas. Tokie ekspertų vertinimai naudingi ne tik nustatant diskonto normos dydį, bet ir vertinant įmonės sudarytų prognozių pagrįstumą.

Autoriaus nuomone, vertinant daugelį Lietuvos įmonių tikslingiausia taikyti riziką lemiančių veiksnių atspindėjimo diskonto normos apskaičiavimuose būdą. Ypač tas įmones, kurių vertybiniai popieriai nėra kotiruojami vertybinių popierių biržoje ir nėra galimybės apskaičiavimuose taikyti rinkos informacija besiremiančių modelių. Kitoje baigiamojo darbo dalyje pristatoma vertinimo metodų taikymo galimybės ir ribos Lietuvoje, skaičiuojama akcinių bendrovių Lietuvoje vertė ir analizuojami tyrimo metu gauti vertės skaičiavimų rezultatai.

Taigi apibendrinami šį skyrių, galime teigti, jog verslo vertinimas – tai procesas, kurio metu pagal pasirinktą vertinimo metodą nustatoma vertinamo objekto vertė. Egzistuoja keliolika įmonės vertinimo metodų ir būdų, užsienio šalių literatūroje jie įvairiai klasifikuojami. Turto ar verslo vertės nustatymo metodas parenkamas atsižvelgiant į tai, kokia turto vertė aktuali užsakovui ir kas, vertintojo požiūriu, geriausiai rodo turto vertę atviroje rinkoje. Didžiausią specialistų pripažinimą įgavo įmonės vertės nustatymo metodų ir būdų klasifikacija, kuomet jie apjungiami į tris grupes: a) palyginamosios vertės požiūris, b) atstatomosios vertės požiūris, c) naudojimo pajamų požiūris.

Diplominiame darbe plačiau nagrinėjamas diskontuotų pinigų srautų metodas, bene dažniausiai taikomas įvairiems materialaus turto bei finansinių aktyvų vertinimui, atsižvelgiant į būsimus pinigų srautus. Sh. P. Pratt (1998) nuomone, yra visuotinai pripažinta teorinė struktūra, sudaranti pagrindą įmonės interesų vertinimo procesui. Teorijoje interesų versle vertė priklauso nuo būsimosios naudos, kuri atiteks tiems interesams, bei būsimosios naudos vertę diskontuojant į dabartinę vertę, esant tam tikrai tinkamai diskonto (kapitalizavimo) normai. Taigi, teoriškai teisingas modelis yra projektuoti būsimąją naudą (paprastai, pelną, pinigų srautus ar dividendus) ir diskontuoti planuojamą srautą į dabartinę vertę.

2. LIETUVOS AKCINIŲ BENDROVIŲ VERTĖS NUSTATYMAS

2.1. Akcinių bendrovių vertės tyrimo metodologija

Siekiant patikrinti, kuris verslo vertinimo metodas labiau tinkamas naudoti augančios ekonomikos sąlygomis bei tiksliau atspindi įmonės vertę, būtina eksperimentiniu tyrimu tai įrodyti. Tyrimui buvo pasirinktos Lietuvos įmonės, kurių vertybiniais popieriais 2004 – 2006 metais buvo prekiaujama Vilniaus vertybinių popierių biržoje (iki 2005 rugpjūčio mėnesio 18 d. vadinosi Nacionalinė vertybinių popierių birža). Į tiriamų įmonių sąrašą įtraukiamos trys įmonės esančios Oficialiajame prekybos sąraše (žr. 2.1. lentelė).

2.1.1 lentelė

Tiriamų įmonių sąrašas

Trumpinys	Pavadinimas	Veikla	Prekybos sąrašas
RSU1L	AB „Rokiškio sūris“	Pieno produktų gamyba	Oficialusis prekybos sąrašas
PZV1L	AB „Pieno žvaigždės“	Pieno produktų gamyba	Oficialusis prekybos sąrašas
UTR1L	AB „Utenos trikotažas“	Trikotažo ir tekstilės gaminių gamyba	Oficialusis prekybos sąrašas

Į sąrašą neįtrauktos finansinio sektoriaus įmonės, kadangi jų veikla yra specifinio pobūdžio ir reikalauja papildomos analizės. Analizei buvo atrinktos tos įmonės kurios duomenų bazės formavimo metu buvo pateikusios 2003–2005 metų metines ataskaitas. Visos tyrimui reikalingos finansinės ataskaitos buvo paimitos iš oficialiai platinamos Vilniaus vertybinių popierių biržos duomenų bazės.

Skaičiavimuose akcininkų turimai vertei apskaičiuoti yra naudojama įmonės kapitalizacija. Akcijų kapitalizacija parodo bendrovės vertę rinkos kainomis ir apskaičiuojama kaip bendrovės išleistų akcijų skaičiaus ir akcijų kainos rinkoje sandauga (Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija).

Siekiant įvertinti pasirinktų įmonių vertę, visų pirma apžvelgiama ir įvertinama teisinės verslo vertinimo aplinka. Siekiant išanalizuoti, kokioje kapitalo rinkoje yra analizuojama įmonių vertė, pristatoma makroekonominė situacija Lietuvoje, apžvelgiama vertybinių popierių rinka bei pateikiamas kapitalo rinkos infrastruktūros ir dalyvių apibūdinimas. Išanalizavus vertinamų įmonių aplinką analizuojami jų finansiniai rodikliai, skaičiuojami reikalingi koeficientai, reikalingi įmonės vertei nustatyti. Tyrimo pabaigoje apskaičiuojama pasirinktų akcinių bendrovių vertės pasirinktais vertinimo metodais ir pateikiami tyrimo metu gauti rezultatai.

2.2. Akcinių bendrovių vertinimo teisinis reglamentavimas

Šiuo metu Lietuvoje yra nustatyta ir įteisinta turto ir verslo vertinimo sistema. Siekiant, kad esama sistema atitiktų tarptautinius Europos turto ir verslo vertinimo standartus, 1994 metais Lietuvoje buvo įkurta Lietuvos turto vertintojų asociacija (LTVA). Viena iš svarbiausių LTVA veiklos kryptių tapo unifikuotos turto ir verslo vertinimo sistemos, pagrįstos tarptautiniais turto vertinimo principais ir standartais bei atitinkančios Lietuvos pereinamojo laikotarpio į rinkos ekonomiką realijas, kūrimas ir įgyvendinimas.

LTVA iniciatyva, bendradarbiaujant su suinteresuotomis Lietuvos valstybinėmis institucijomis, buvo parengtas ir 1995 m. kovo 28 d. Lietuvos Respublikos Vyriausybės (LRV) priimtas nutarimas Nr. 440 „Dėl turto vertės nustatymo“. Šiuo nutarimu LRV, siekdama, kad turto vertė būtų nustatoma laikantis vienodos tvarkos, pagrįstos tarptautiniais turto vertinimo metodais ir kriterijais, patvirtino „Bendruosius turto vertės nustatymo principus“. Šių principų tikslai ir paskirtis yra:

- reglamentuoti vienodus visai Lietuvos Respublikai, harmonizuotus pagal tarptautinę turto vertinimo sistemą turto bei verslo vertės nustatymo metodus ir turto vertintojo profesionalumo bei etikos reikalavimus;
- nustatyti turtinių santykių sritis, kurioms taikytini turto bei verslo vertės nustatymo metodai;
- sudaryti sąlygas objektyviai nustatyti turto ar verslo vertę nepriklausomai nuo jo nuosavybės formos.

Šiuo nutarimu įsteigta Turto vertintojų atestacinė komisija, kurios tikslas – diegti Lietuvos Respublikoje nekilnojamojo ir kilnojamojo turto bei verslo vertės nustatymo sistemą, apimančią teisinių, ekonominių, finansinių, informacinių, metodinių ir kitų priemonių kompleksą ir pagrįstą tarptautiniais turto vertinimo metodais ir kriterijais, taip pat atestuoti turto vertintojus.

1999 m. gegužės 25 d buvo priimtas LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, kuriame nustatoma turto ir verslo, nepriklausomai nuo jų nuosavybės formos, vertinimo principai, vertės nustatymo metodai bei jų taikymas konkrečiomis turtinių santykių sritims, turto ir verslo vertinimo būdai, turto ir verslo vertintojų veiklos pagrindai, teisės, pareigos ir atsakomybė.

Minėtame įstatyme nustatoma, kad turtas ir verslas gali būti vertinami, kai: a) keičiasi jo savininkas, t.y. turtas parduodamas, perduodamas kaip nepiniginis (turtinis) įnašas, mainomas, dovanojamas, paveldimas; b) jis apdraudžiamas; c) jis apmokestinamas, deklaruojamas; d) jis jungiamas su kitu turtu, padalijamas ar atidalijamas iš bendro turto; e) jis įkeičiamas; f) jis įrašomas

į finansinės apskaitos dokumentus; g) jis išnuomojamas arba perduodamas kitiems asmenims pasaugos, panaudos pagrindais ar patikėjimo teise; h) jis paimamas įstatymų nustatyta tvarka visuomenės poreikiams; i) jis pripažįstamas bešeimininkiu; j) įmonėms taikomos bankroto procedūros; k) vykdomi teismų sprendimai, nutartys ir nutarimai civilinėse bylose, teismų nuosprendžiai ir nutartys baudžiamosiose bylose dėl turtinių išieškojimų, hipotekos teisėjų nutartys įkeistą turtą parduoti iš varžytinių; l) to pageidauja turto savininkas arba turto vertinimo užsakovas.

Lietuvoje 2005 metais pirmąkart išleisti Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai. Šiame dokumente apibendrinama aktualiausia metodinė šalies patirtis, sukaupta nuo 1994-1995 m., kai buvo išleisti pirmieji Europos ir Tarptautinių vertinimo standartų vertimai į lietuvių kalbą, parengtas ir Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1995 m. kovo 28 d. nutarimu Nr. 440 patvirtintas pirmasis metodologinis teisės aktas „Bendrieji turto vertės nustatymo principai“.

Per dešimtmetį turto ir verslo vertinimo metodologija ir tarptautinė praktika gerokai prasiplėtė, atsirado naujovių. Lietuvos įsiliejimas į Europos Sąjungą ir tarptautinę rinką nuolat skatina tobulinti šalies teisinę ir metodinę bazę. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1996 m. vasario 14 d. nutarimu Nr. 224 patvirtinta „Turto vertinimo metodika“ jau nebėra tinkamas praktinis vadovas ir metodinis dokumentas. Ekonominio gyvenimo realijos ir civilinės teisės sistema yra visiškai kitokios negu buvo anksčiau. Tarptautinė metodologinė bazė irgi nuolat tobulinama. Tiek Europos vertinimo standartai, tiek Tarptautiniai vertinimo standartai buvo gerokai atnaujinti ir išplėsti, išleisti nauji leidimai (paskutiniai 2003 m.). Visa tai sudarė prielaidas Nacionalinių turto ir verslo vertinimo standartų rengimui ir leidimui.

Nacionalinių turto ir verslo vertinimo standartų projektai buvo pradėti rengti Lietuvos turto vertintojų asociacijos ir Lietuvos turtą ir verslą vertinančių įmonių asociacijos iniciatyva sudarius darbo grupes ir koordinacinę tarybą. Pakankamai didelės apimties Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai yra informacinio pobūdžio leidinys, kuris būtinas įmonėms ir turto vertintojams siekiant skaidrumo ir kokybės darbuose. Šie standartai parengti remiantis IVSC ir TEGOVA, patvirtintais Tarptautiniais turto vertinimo standartais ir Europos turto vertinimo standartais, bei vadovaujantis Lietuvos Respublikos teisės aktų reikalavimais. Tarptautiniai vertinimo standartai vienija bendrai pripažintus pasaulio valstybių bendruosius vertinimo principus ir taisykles, o Europos vertinimo standartai yra labiau prioritetiniai Europos Sąjungos valstybių regionui, šie standartai papildo Tarptautinius vertinimo standartus.

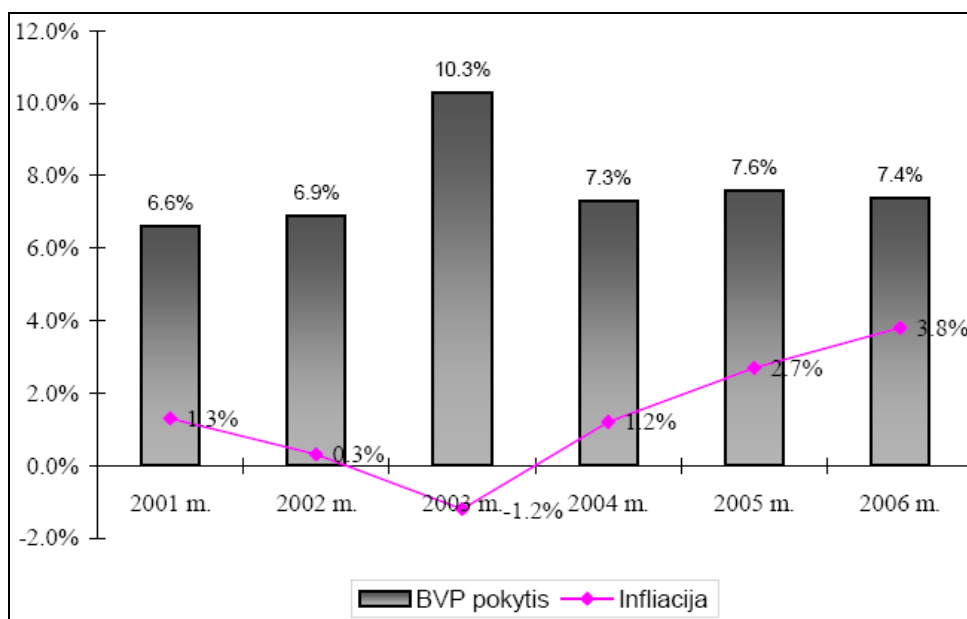
Taigi turto bei verslo vertinimas turi būti vykdomas daugelyje situacijų, todėl ši veiklos sritis turėtų būti nuodugniai ištyrinėta. Nustatant verslo vertę reikalinga ne tik išmanyti teisinį vertinimo reglamentavimą, bet ir įvertinti vertinimo metodologijos taikymo riziką – išanalizuoti

esamą vidinę ir išorinę Lietuvos teisinę-ekonominę aplinką, kuri plačiau nagrinėjama kitame skyrelyje.

2.3. Kapitalo rinkos apžvalga

2.3.1. Makroekonominė aplinka

2006 m. bendrasis vidaus produktas, lyginant su 2005 m., padidėjo 7,4 procento ir siekė 81,6 mlrd. litų. Infliacija ataskaitiniu laikotarpiu didėjo itin sparčiai ir vis tolo nuo Maastrichto sutarties konvergencijos kriterijaus lygio. To priežastys – kylantys šildymo paslaugų įkainiai, gamtinių dujų brangimas, spartus darbo užmokesčio didėjimas ir t. t. Tiesa, infliacijos augimo tempus pristabdė pasaulinių naftos ir degalų kainų atoslūgis. Tik tai ir neleido vidutinei metinei infliacijai pašokti iki 4 proc. ribos, ir 2006 m. infliacijos lygis Lietuvoje siekė 3,8 proc. (žr. 2.3.1 pav.).



Šaltinis: Lietuvos Respublikos Vertybinių Popierių Komisija

2.4.1 pav. Realus bendrojo vidaus produkto ir infliacijos kitimas 2001–2006 m.

2006 m. Vilniaus vertybinių popierių biržoje (toliau – Birža) buvo sudaryta sandorių už 7,08 mlrd. litų. Palyginus su 2005 m., Biržos apyvarta padidėjo 76 proc. Iki 2006 m. pirmo pusmečio pabaigos tęsėsi vertybinių popierių rinkos korekcija, lėmusi tai, kad OMXV indeksas 2006 m. išaugo 9,78 proc., tuo tarpu 2004 m. jo augimas siekė 68 proc., o 2005 m. – 53 proc. Tačiau

išskirtinis investuotojų aktyvumas ir optimistinės nuotaikos antrą metų pusmetį paskatino nuoseklų beveik visų akcijų brangimą. Antrą pusmetį kylančios vertybinių popierių kainos turėjo įtakos ir Biržos kapitalizacijos augimui – per ataskaitinius metus ji išaugo nuo 28,2 iki 30,0 mlrd. litų. Biržos kapitalizacijos ir BVP santykis, rodantis vertybinių popierių rinkos apimtį šalies ekonomikoje, buvo gana didelis – 36,8 proc., tačiau dėl pirmo pusmečio vertybinių popierių rinkos nuosmukio, palyginti su 2005 m., sumažėjo 7 proc.

2.3.2. Akcijų rinka

Vienas iš svarbių sėkmingo įmonės augimo veiksnių yra jos galimybė pritraukti iš vertybinių popierių rinkos verslui plėtoti reikalingų lėšų leidžiant akcijas, obligacijas ar kitus vertybinius popierius. Galiojantys teisės aktai sudaro teisinį pagrindą tai atlikti neviešai – iš anksto suradus konkrečius investuotojus ir su jais susitarus arba skelbti viešą vertybinių popierių platinimą, prieš tai Vertybinių popierių komisijoje patvirtinus ir paskelbus išleidžiamų vertybinių popierių prospektą – investuotojams skirtą dokumentą, kuriame pateikiama išsami informacija apie emitento veiklą, finansinę būklę, jo vadovus, numatomus siūlyti vertybinius popierius, atskleidžiami rizikos veiksniai, galintys kilti į šią įmonę investuojančiam asmeniui. Toks prospektas Lietuvos emitentui suteikia teisę siūlyti vertybinius popierius viešai ar jais prekiauti bet kurioje Europos Sąjungos valstybės narės reguliuojamoje rinkoje. Ta pati tvarka taikoma ir kitų Europos Sąjungos šalių narių emitentams, ketinantiems viešai siūlyti vertybinius popierius Lietuvoje ar jais prekiauti Vilniaus vertybinių popierių biržoje.

Remiantis Vertybinių popierių komisijos duomenimis galimybe pritraukti kapitalą leidžiant naują akcijų emisiją, apmokamą papildomais akcininkų įnašais, 2006 m. pasinaudojo 29 atskaitingi emitentai, dar 3 emitentai išleido akcijų emisijas, skirtas prijungiamų bendrovių akcininkams. Bendra nominali visų emisijų vertė siekė 289,4 mln. litų, o bendra emisijos kaina 705,5 mln. litų (2005 m. – 39 emisijos, kurių bendra nominali vertė 558,4 mln. Lt, emisijos kaina 754,2 mln. Lt). Tarp emitentų, pasinaudojusių tokia galimybe, – 5 bankai. Jų dalis sudaro 50 proc. bendros nominalios vertės, arba 36 proc. bendros visų emisijų emisinės vertės. Kaip ir kiekvienais metais, ataskaitiniu laikotarpiu dalis vertybinių popierių buvo platinami už didesnę nei nominali vertė kainą. Bendras emisijos kainos paviršius ataskaitiniais metais sudarė 144 proc. (2005 m. – 35,1 proc.).

5 bendrovės iš 32-iejų papildomais įnašais platinusiųjų akcijų emisijas viešai siūlė akcijas Vertybinių popierių komisijos patvirtintų prospektų pagrindu, 27 kartus akcijos buvo siūlytos neviešai, dažniausiai iš anksto numatytiems investuotojams, arba išleistos nedidelės emisijos, kurių

siūlymui prospektų rengimas nėra privalomas. Pažymėtina tai, kad 2006 m. Komisija patvirtino 4 akcijų prospektus, skirtus anksčiau išleistų vertybinių popierių viešam siūlymui bei įtraukimui į Biržos prekybos sąrašus.

2006 metais Komisija gavo 24 bendrovių pranešimus apie įstatinio kapitalo sumažinimą (2005 m. buvo sumažintas 16 bendrovių įstatinis kapitalas). Daugiausiai (12 atvejų) įstatinis kapitalas buvo mažinamas dėl susidariusių nuostolių, 6 atvejai buvo dėl įmonių reorganizavimo ar pardavimo. Šie faktai rodo, kad verslo vertinimo metodologijos taikymo problema yra aktuali ir poreikis vertinti verslą turi tendenciją didėti. Vargu ar verslininkai perka-parduoda savo verslą neįvertinę perkamo-parduodamo verslo vertės.

2.4.3. Kapitalo rinkos infrastruktūra ir dalyviai

2007 m. sausio 1 d. Vertybinių popierių komisijai atskaitingos buvo 494 akcinės bendrovės ir 10 bankų (iš viso 504 atskaitingi emitentai). Lyginant su ankstesniais metais (2006 m. sausio 1 d. buvo 569 atskaitingi emitentai, o 2005 m. sausio 1 d. buvo 626 atskaitingi emitentai), atskaitingų emitentų skaičiaus mažėjimo tendencija išliko.

Kaip ir 2005-aisiais, didesnę 2006 m. išregistruotų bendrovių dalį sudarė dėl bankroto likviduojamos bendrovės. Iš viso per ataskaitinius metus buvo likviduotos 48 bendrovės (bendra nominali akcinio kapitalo vertė 1 176,9 mln. Lt), iš jų 45 bendrovės likviduotos dėl bankroto. Į UAB 2006 m. pertvarkyta 20 bendrovių (bendra akcinio kapitalo vertė 90,5 mln. Lt). Komisijos turimais duomenimis, ataskaitinio laikotarpio pabaigoje dar 103 atskaitingiems emitentams buvo iškeltos bankroto bylos arba jie buvo likviduojami, 3 bendrovės – restruktūrizuojamos, 3 bendrovių visuotiniuose akcininkų susirinkimuose priimti sprendimai pertvarkyti bendroves į UAB, tačiau dar nebaigti įgyvendinti oficialūs pasiūlymai. Kaip ir ankstesniais metais, atskaitingų emitentų sąrašė nemaža akcinių bendrovių, kurios nevykdo jokios ūkinės veiklos, neveikia jų valdymo organai ir pan., tačiau, VĮ Registrų centro duomenimis, šios bendrovės vis dar laikomos veikiančiomis bendrovėmis.

Lietuvai įstojus į Europos Sąjungą, įsigaliojusios naujos teisės normos ir tarptautinė praktika reikalauja vis įvairiapusiškesnės investuotojams patrauklių bendrovių (prekiaujančių reguliuojamose rinkose bei siūlančių vertybinius popierius viešai) veiklos priežiūros (finansinės atskaitomybės priežiūra, papildomi audito reikalavimai, privalomas akcijų išpirkimas, informacijos saugojimo registrų sukūrimas ir t. t.), tačiau apie 80 proc. atskaitingų emitentų Lietuvoje, nors ir

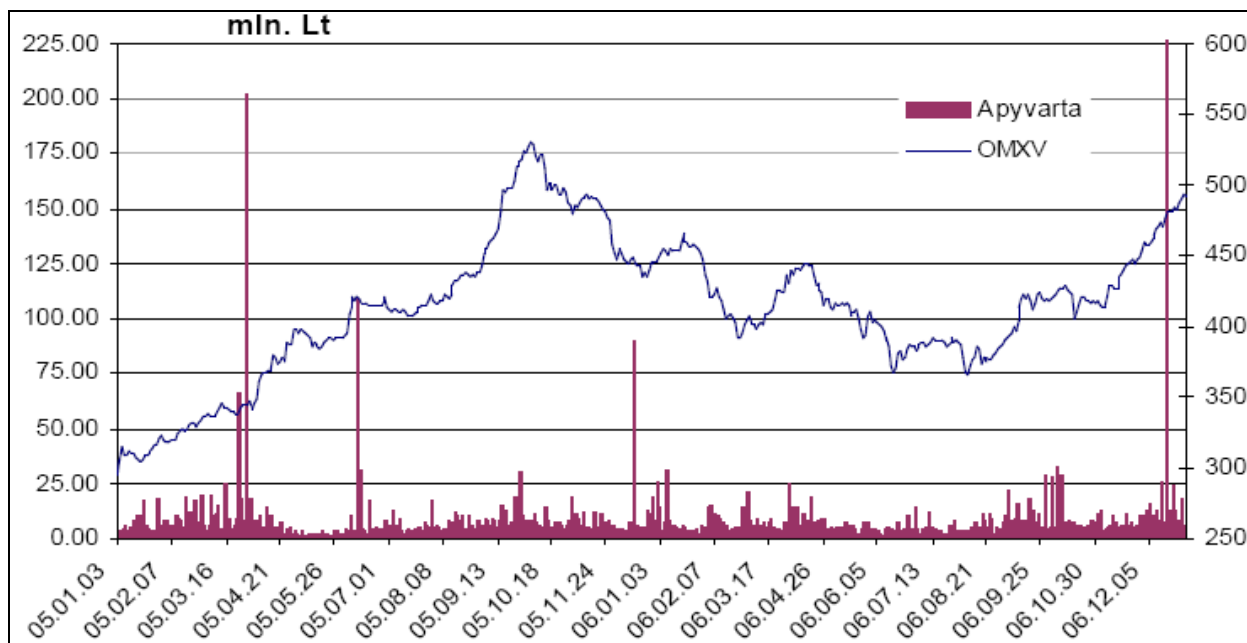
būdami viešosios akcinės bendrovės, jau keletą metų, o kai kurie emitentai nuo pat akcinės bendrovės įsteigimo ar privatizavimo dienos, nėra siūlę savo vertybinių popierių viešai.

2006 m. pabaigoje Biržoje teisę prekiauti turėjo 24 Biržos nariai, iš jų 11 užsienio šalių tarpininkų. Pastarųjų sandorių dėl akcijų vertė sudarė beveik 10 proc. bendros akcijų apyvartos. Kaip ir 2005-aisiais, 2006 m. prekyba vyko 43 bendrovių akcijomis. Tačiau ataskaitiniais metais įvyko pasikeitimų Biržos prekybos sąrašuose. Iš Einamojo į Oficialųjį prekybos sąrašą buvo perkeltos AB „Panevėžio statybos trestas“, AB „Ūkio bankas“, AB Šiaulių bankas akcijos. Einamąjį prekybos sąrašą papildė AB „Vilkyškių pieninė“ paprastųjų vardinių ir AB Bankas Snoras privilegijuotųjų akcijų emisijos. Iš prekybos sąrašų buvo išbrauktos AB „Ekranas“ (įmonė bankrutavo) ir AB „Mažeikių elektrinė“ (prijungta prie AB „Mažeikių nafta“) akcijos.

2006-ieji AB „Vilniaus vertybinių popierių birža“ – prieštaringi ir permainingi metai. Pirmo pusmečio nuosmukį ir pesimistines nuotaikas, susijusias su euro neįvedimu, antroje metų pusėje pakeitė rinkos kilimas ir išaugęs investuotojų aktyvumas. Pasiiekta didžiausia per visus 13 Biržos gyvavimo metų akcijų apyvarta – 5,55 mlrd. litų. Nemažą dalį bendroje akcijų apyvartoje sudarė metų pabaigoje įvykęs istorinis Yukos International ir PKN Orlean sandoris dėl AB „Mažeikių nafta“ akcijų paketo perleidimo. Be šio sandorio Biržos akcijų apyvarta 2006 m. sudarė 1,67 mlrd. litų – 17,7 proc. mažiau nei 2005 m. Bendra Biržos apyvarta siekė 7,08 mlrd. litų. Neįskaitant sandorio dėl AB „Mažeikių nafta“, bendra Biržos apyvarta sudarė beveik 3,20 mlrd. litų – 20 proc. mažiau negu 2005 m.

Dar 2005 m. pabaigoje analitikai pastebėjo, kad Lietuvos rinkoje kainų augimo resursai jau išsemti, prasidėjo ilgai pranašauta rinkos korekcija, kuri tęsėsi iki 2006 m. pirmo pusmečio pabaigos. Tai neleido pakartoti ankstesnių metų rekordų, OMXV indeksas 2006 m. teišaugo 9,8 proc. (žr. 2.4.2 pav.). Tačiau išskirtinis investuotojų aktyvumas ir optimistinės nuotaikos antrą metų pusmetį paskatino nuoseklų beveik visų akcijų brangimą. Kylančios vertybinių popierių kainos prisidėjo ir prie Biržos kapitalizacijos augimo – per ataskaitinius metus ji išaugo nuo 28,2 iki 30,0 mlrd. litų. Spartus vartojimo augimas ir padidėjęs gyventojų polinkis skolintis paspartino bankų sektoriaus plėtrą ir skatino ypatingą susidomėjimą bankų akcijomis. Didelio investuotojų dėmesio sulaukė ir energetikos sektorius.

Nuo 2005 m. narystė Biržoje tapo prieinama ir užsienio tarpininkams. 2006 m. 7 užsienio bankai tapo naujais Biržos nariais. Visų užsienio šalių tarpininkų apyvarta ataskaitiniais metais sudarė 39,3 proc. bendros akcijų apyvartos. Tačiau 2005 m., kai užsienio investicijos smarkiai padidino vertybinių popierių paklausą, priešingai negu 2006 m., jos sudarė nemažą dalį pasiūlos ir prisidėjo prie bendro rinkos smukimo pirmąjį pusmetį.



Šaltinis: Vilniaus vertybinių popierių birža

2.4.2 pav. Biržos indekso OMX Vilnius ir visos akcijų apyvartos kitimas 2005-2006 m.

Taigi, turto bei verslo vertinimas turi būti vykdomas atsižvelgiant į veiklą supančią aplinką. Išanalizavus vertinamų įmonių teisinę-ekonominę aplinką, toliau trumpai pristatoma vertinamų įmonių veikla ir analizuojami jų finansiniai rodikliai.

2.4. Akcinių bendrovių imtis

Tyrimui buvo pasirinktos trys bendrovės: AB „Rokiškio sūris“, AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Utenos trikotažas“ (žr. 2.4.1 lentelę).

AB „Rokiškio sūris“

Pagrindinė veikla – pieno produktų gamyba. Įmonės registracijos data: 1992 m. vasario 28 d. Akcijų įtraukimo į Einamąjį prekybos sąrašą data: 1995 m. liepos 25 d. Akcijų įtraukimo į Oficialųjį prekybos sąrašą data: 1997 m. balandžio 7 d.

AB „Rokiškio sūris“ – didžiausia ir moderniausia sūrių gamybos įmonė ne tik Lietuvoje, bet ir visame Baltijos šalių regione. Įmonė įkurta 1964 m. 1992 m. viena pirmųjų Lietuvoje tapo akcine bendrove. Pagrindinis Rokiškio sūrio produktas per visus įmonės gyvavimo metus – fermentinis sūris. Be pagrindinės produkcijos Rokiškio sūryje gaminami įvairūs švieži pieno produktai. Rokiškio sūris įmonių grupę sudaro pagrindinė įmonė ir 3 jos filialai. Rokiškio sūris turi virš 5

tūkst. akcininkų. Įmonė savo produkciją eksportuoja daugiau kaip į 15 pasaulio šalių – JAV, Rusiją, Italiją, Olandiją, Kanadą, NVS, Japoniją, Daniją, Baltijos šalis ir kt. Eksportas sudaro daugiau kaip 60 proc. visos pagamintos produkcijos. Rokiškio sūris pagamina daugiau kaip 20 tūkst. tonų fermentinių sūrinių per metus, iš jų 80 proc. eksportuoja į užsienį. Rokiškio sūris grupėje dirba 2100 darbuotojų. Rokiškio sūris – pirmoji šalies pieno pramonės įmonė, pripažinta saugaus maisto gamintoja. 2001 m. bendrovei suteiktas rizikos veiksnių ir analizės svarbių valdymo taškų (RVASVT) sistemos sertifikatas.

AB „Pieno žvaigždės“

Pagrindinė veikla – pieno produktų gamyba. Įmonės registracijos data: 1998m. gruodžio 23 d. Akcijų įtraukimo į Einamąjį prekybos sąrašą data: 1999 sausio 11 d. Akcijų įtraukimo į Oficialųjį prekybos sąrašą data: 2002 sausio 02 d.

Baltijos šalyse pirmaujanti pieno perdirbimo bendrovė AB „Pieno žvaigždės“ ypatingą dėmesį skiria šviežių pieno produktų gamybai bei eksportui. Bendrovės strategija – nuolatinis pozicijų stiprinimas pieno perdirbimo srityje, išlaikant glaudų ryšį su vartotojais bei numatant paklausos tendencijas. Šiuolaikiška perdirbimo įranga, griežtai kontroliuojama kokybė (ISO 9001), inovatyvi marketingo strategija bei profesionali vadovų komanda užtikrina efektyvų bei pelningą vystymąsi konkurencinėje aplinkoje.

Koncernas Pieno žvaigždės, įkurtas 1998 metais, yra didžiausias ir moderniausias pieno perdirbėjas Baltijos šalyse. Šiuo metu jis vienija šias pieno perdirbimo įmones: Mažeikių pieninę, Kauno pieninę, Pasvalio sūrinę ir valdo įmonę AB „Panevėžio pienas“. Koncernas Pieno žvaigždės yra vienas iš didžiausių maisto prekių gamintojų Baltijos šalyse. Vietos rinkoje koncernas garsėja savo pieno gaminiais: pienu, kefyru, sviestu, grietine, įvairių rūšių varške, jogurtais, pieniškais desertais ir fermentiniu sūriu. Pagrindinę eksportui skirtų produktų dalį sudaro pusketis fermentinis sūris, sviestas, lieso pieno ir išrūgų milteliai. Daugiausia produktų šiuo metu eksportuojama į Europos Sąjungos ir Baltijos šalis, Rusiją, NVS, Japoniją ir JAV.

AB „Utenos trikotažas“

Pagrindinė veikla – trikotažo ir tekstilės gaminių gamyba. Įmonės registracijos data: 1994 m. gruodžio 6 d. Akcijų įtraukimo į Einamąjį prekybos sąrašą data: 1997 m. rugsėjo 29 d. Akcijų įtraukimo į Oficialųjį prekybos sąrašą data: 1999 m. birželio 1 d.

AB „Utenos trikotažas“ – didžiausia trikotažo gamintoja Lietuvoje, įkurta 1967 metais. Šiandien ji – viena moderniausių įmonių Rytų ir Centinėje Europoje. Bendrovės sėkmę lemia pasaulinius standartus atitinkanti Europos rinkoje konkurencinga produkcija. Bendrovė eksportuoja apie 90 procentų visos produkcijos. Pagrindiniai bendrovės produkcijos pirkėjai – stambūs Vakarų Europos mažmeninės prekybos tinklai. Bendrovėje sėkmingai veikia kokybės vadybos sistema, atitinkanti EN ISO 9001:2000 reikalavimus, įdiegtas tarptautinis aplinkos apsaugos vadybos sertifikatas EN ISO 14001:1996. Produkcija sertifikuojama pagal ekologinio „OEKO-Tex 100“ standarto reikalavimus.

AB „Utenos trikotažas“ valdo trijų įmonių kontrolinius paketus: UAB „Utenos trikotažo prekyba“ (mažmeninė ir didmeninė prekyba Lietuvoje ir užsienyje), AB „Šatrija“ (siuvimo įmonė) ir UAB „Gotija“ (mažmeninė prekyba Lietuvoje).

2002-2003 metais bendrovė įsigijo naujos įrangos ir informacinių technologijų už 9,6 mln. Lt. Tai garsių pasaulyje firmų „Mayer&Cie“, „Lafer“ ir kitų lengvosios pramonės įrenginių gamintojų mašinos, skirtos technologinių galimybių išplėtimui bei gamybos proceso grandims optimizuoti. Be to, 2002-2003 metais bendrovės infrastruktūros modernizavimui kasmet plėtojama bendrovės informacinė sistema. AB „Utenos trikotažas“ misija – trikotažo ir lengvų viršutinių aukštos kokybės rūbų gamyba prekybos tinklams trumpiausiais terminais ir konkurencine kaina.

Trumpai pristačius tyrime analizuojamas akcines bendroves analizuojami finansiniai rodikliai, kurie toliau bus naudojami nustatant tikrąją įmonės vertę.

2.5. Akcinių bendrovių finansinių rodiklių analizė

AB „Rokiškio sūris“ bei jos dukterinės įmonės 2006 metais gavo 518,144 mln. litų pajamų ir uždirbo 13,021 mln. litų grynojo konsoliduoto pelno. Nors palyginti su 2005 metais grupės pelnas sumažėjo 38 proc., pajamos išaugo 9,5 proc. (2005 metais bendrovė uždirbo 21 mln. Lt pelno, o gavo 473,118 mln. Lt pajamų) (bendrovės finansinės ataskaitos pateiktos prieduose).

Per 2006 metus AB „Rokiškio sūris“ įsigijo ilgalaikio materialiojo ir nematerialiojo turto už 21553 tūkst. Lt (tuo tarpu 2005 m. – 12400 tūkst. Lt, 2004 m. – 21701 tūkst. Lt). 2006 m. gruodžio 31 dienai bendrovių grupė turėjo 74048 tūkst. Lt trumpalaikių paskolų ir 2289 tūkst. Lt ilgalaikių paskolų. Viso metų pabaigai grupė turėjo 76337 tūkst. Lt paskolų.

Pagrindinių AB „Rokiškio sūris“ finansinių rodiklių dinamikos analizė parodė (žr. 2.5.1 lentelę), jog grynasis bendrovės pelningumas bei vidutinio turto grąža turi tendenciją mažėti (palyginus 2004 ir 2006 metus grynasis pelningumas atitinkamai sudarė 6,0 ir 2,5 proc.).

Analizuojamu laikotarpiu didėjo skolos koeficientas, tačiau skolos koeficiento ir skolos-nuosavybės koeficiento reikšmės yra leistinose nerizikingumo ribose ir parodo mažai rizikingą įmonės veiklą.

2.5.1 lentelė

Pagrindiniai AB „Rokiškio sūris“ veiklą apibūdinantys rodikliai, jų dinamika

Finansiniai rodikliai	2003	2004	2005	2006
Grynasis pelningumas	4,00%	6,00%	4,00%	2,51%
Vidutinio turto grąža	5,00%	9,00%	7,00%	4,19%
Skolos koeficientas	0,35	0,3	0,35	0,40
Skolos-nuosavybės koeficientas	0,54	0,43	0,54	0,67
Bendras likvidumo koeficientas	1,78	1,96	1,7	1,51
Turto apyvartumas	1,19	1,61	1,58	1,61
Akcijos buhalterinė vertė, Lt	41,42	41,26	40,96	40,67
Grynasis pelnas akcijai, Lt	3,31	6,21	4,81	3,01

Šaltinis: AB „Rokiškio sūris“ finansinės ataskaitos (2003, 2004, 2005) ir autoriaus prognozuojami rezultatai

Remiantis bendrojo likvidumo koeficiento analize matyti, jog įmonės likvidumo lygis 2004-2006 metais atitinkamai sumažėjo nuo 1,96 iki 1,51. pastarojo koeficiento reikšmės mažėjimas yra pirmas požymis, kad reikalinga peržiūrėti atsargų lygio politiką ir trumpalaikių skolų straipsnius. Turto apyvartumo rodiklių reikšmės yra pakankamose ribose ir parodo sėkmingą įmonės pardavimų veiklą bei turto efektyvų panaudojimą.

Remiantis AB „Pieno žvaigždės“ pateikiamomis finansinėmis ataskaitomis, ataskaitose numatytomis prognozėmis ir bendrais ataskaitų rodiklių prognozavimo metodais, įmonė 2006 metais planuojamai gavo 523,647 mln. litų pajamų ir uždirbo 20,027 mln. litų grynojo konsoliduoto pelno. Palyginti su 2005 metais grupės pelnas padidėjo 30,9 proc., pajamos išaugo 17,3 proc. (2005 metais bendrovė uždirbo 15,3 mln. Lt pelno, o gavo 446,331 mln. Lt pajamų) (bendrovės finansinės ataskaitos pateiktos prieduose).

Remiantis autoriaus prognozėmis ir 2006 metų III ketvirčio finansinėmis ataskaitomis, per 2006 metus AB „Pieno žvaigždės“ gamybos procese naudojo ilgalaikio turto už 173076 tūkst. Lt (tuo tarpu 2005 m. – 181209 tūkst. Lt, 2004 m. – 158971 tūkst. Lt), o investicijos į ilgalaikį materialųjį turtą 2005 m. sudarė 27,2 mln. Lt. 2006 m. gruodžio 31 dienai bendrovių grupė turėjo 69481 tūkst. Lt trumpalaikių paskolų ir 135024 tūkst. Lt ilgalaikių paskolų. Viso 2006 metų pabaigai grupė turėjo 137443 tūkst. Lt paskolų.

Pagrindinių AB „Pieno žvaigždės“ finansinių rodiklių dinamikos analizė parodė (žr. 2.5.2 lentelę), jog grynasis bendrovės pelningumas bei vidutinio turto grąža svyravo nežymiu skirtumu per analizuojamą laikotarpį ir vidutiniškai atitinkamai sudarė 3,78 proc. ir 6,56 proc. Analizuojamu

laikotarpiu didėjo skolos koeficientas, kurio reikšmė yra gana rizikingoje reikšmių zonoje ir rodo rizikingą įmonės veiklą.

2.5.2 lentelė

Pagrindiniai AB „Pieno žvaigždės“ veiklą apibūdinantys rodikliai, jų dinamika

Finansiniai rodikliai	2003	2004	2005	2006
Grynasis pelningumas	9,81%	7,50%	9,40%	3,82%
Vidutinio turto grąža	16,00%	13,00%	14,00%	6,44%
Skolos koeficientas	0,50	0,48	0,64	0,62
Skolos-nuosavybės koeficientas	0,89	1,01	1,55	1,64
Bendras likvidumo koeficientas	2,31	2,23	1,28	2,25
Turto apyvartumas	1,59	1,78	1,44	1,59
Akcijos buhalterinė vertė, Lt	2,26	2,16	1,66	2,33
Grynasis pelnas akcijai, Lt	0,66	0,51	0,39	0,37

Šaltinis: AB "Pieno žvaigždės" 20023, 2004, 2005 metu ataskaitos ir autoriaus prognozuojami rezultatai

Remiantis bendrojo likvidumo koeficiento analize matyti, jog įmonės likvidumo lygis 2004-2006 metais atitinkamai padidėjo nuo 1,1 iki 2,25. Remiantis pastarojo koeficiento reikšmės didėjimu galime teigti, jog įmonės veikla yra nerizikinga. Turto apyvartumo rodiklių reikšmės yra pakankamose ribose ir parodo sėkmingą įmonės pardavimų veiklą bei turto efektyvų panaudojimą.

AB „Utenos trikotažas“ išsaugojo savo rinkos pozicijas ir 2005 metais uždirbo 11387 tūkst. Lt audituoto grynojo pelno. Pardavimai pastaraisiais metais siekė 121423 tūkst. Lt., o konsoliduotas grynasis pelnas vienai akcijai sudarė 0,39 Lt. Bendrovė akcininkams jau 7 metai iš eilės moka dividendus, kurių išmokėjimo koeficientas 2005 metais sudarė net 230 proc. .

Remiantis AB „Pieno žvaigždės“ pateikiamomis finansinėmis ataskaitomis, ataskaitose numatytomis prognozėmis ir bendrais ataskaitų rodiklių prognozavimo metodais, įmonė 2006 metais planuojamai gavo 523,647 mln. litų pajamų ir uždirbo 20,027 mln. litų grynojo konsoliduoto pelno. Palyginti su 2005 metais grupės pelnas padidėjo 30,9 proc., pajamos išaugo 17,3 proc. (2005 metais bendrovė uždirbo 15,3 mln. Lt pelno, o gavo 446,331 mln. Lt pajamų) (bendrovės finansinės ataskaitos pateiktos prieduose).

Per 2006 metus AB „Utenos trikotažas“ naudojo ilgalaikio turto planuojamai už 53082 tūkst. Lt (tuo tarpu 2005 m. – 50865 tūkst. Lt, 2004 m. – 43725 tūkst. Lt), o investicijos į ilgalaikį materialųjį turtą 2005 m. sudarė 8,1 mln. Lt. 2006 m. gruodžio 31 dienai bendrovių grupė planuojamai turėjo 40099 tūkst. Lt trumpalaikių paskolų ir 25892 tūkst. Lt ilgalaikių paskolų. Viso metų pabaigai grupė turėjo 65991 tūkst. Lt paskolų.

Pagrindinių AB „Pieno žvaigždės“ finansinių rodiklių dinamikos analizė parodė (žr. 2.5.3 lentelę), jog grynasis bendrovės pelningumas bei vidutinio turto grąža per 2006 metus planuojamai padidėjo ir atitinkamai sudarė 4,46 proc. ir 7,26 proc. Analizuojamu laikotarpiu didėjo skolos koeficientas, kurio reikšmė 2006 metais yra gana rizikingoje reikšmių zonoje ir rodo rizikingą įmonės veiklą, tačiau tokių rezultatų negalima vertinti vienareikšmiškai – įmonės skolinimasis dažnai susijęs su investicijomis į veiklos plėtrą, todėl turėtų sąlygoti geresnius veiklos rezultatus ateityje.

2.5.3 lentelė

Pagrindiniai AB „Utenos trikotažas“ veiklą apibūdinantys rodikliai, jų dinamika

Finansiniai rodikliai	2003	2004	2005	2006
Grynasis pelningumas	4,40%	3,50%	3,40%	4,46%
Vidutinio turto grąža	7,30%	7,90%	5,80%	7,26%
Skolos koeficientas	0,54	0,57	0,59	0,71
Skolos-nuosavybės koeficientas	1,3	1,3	1,4	2,45
Bendras likvidumo koeficientas	1,1	1,3	1,5	1,27
Turto apyvartumas	1,6	1,6	1,6	1,47
Akcijos buhalterinė vertė, Lt	1,75	1,99	2,11	1,86
Grynasis pelnas akcijai, Lt	0,3	0,26	0,28	0,42

Šaltinis: AB "Utenos trikotažas" 20023, 2004, 2005 metu ataskaitos ir autoriaus prognozuojami rezultatai

Remiantis bendrojo likvidumo koeficiento analize matyti, jog įmonės likvidumo lygis 2004-2005 metais atitinkamai padidėjo nuo 1,1 iki 1,5, tačiau pirkėjų skolų padidėjimas 2006 metais sąlygojo pastarojo rodiklio reikšmės sumažėjimą. Turto apyvartumo rodiklių reikšmės yra pakankamose ribose ir parodo sėkmingą įmonės pardavimų veiklą bei turto efektyvų panaudojimą.

2.6. Akcinių bendrovių vertės nustatymas ir analizė

Kaip jau minėta pirmoje diplominio darbo dalyje, įmonės akcinio kapitalo ir pačios įmonės vertei nustatyti taikomi keli pagrindiniai metodai. Šiame diplominiame darbe pasirinkti naudojimo pajamų vertės, buhalterinės vertės ir palyginamasis (veiklos pelno daugiklio) metodai, remiantis kuriais, bus įvertintos pasirinktos akcinės bendrovės. Tolimesniuose skyreliuose pateikiama išsami AB „Rokiškio sūris“ vertės nustatymo ir skaičiavimo eiga, o kitų dviejų akcinių bendrovių vertės rezultatai ir jų analizė pareikiami trečioje diplominio darbo dalyje.

2.6.1. AB „Rokiškio sūris“ tikrosios vertės nustatymas

Siekiant nustatyti tikrąją įmonės vertę reikalinga atlikti eilę skaičiavimų. Šie skaičiavimai suskirstyti į 5 etapus: finansinių ataskaitų prognozavimą, vidutinės kapitalo kainos apskaičiavimą, įmonės pinigų srautų apskaičiavimą, testinės pinigų srautų vertės ir skolinto kapitalo vertės apskaičiavimą.

1 etapas. Sudaryti prognozuojamą pelno-nuostolių ataskaitą 2006-2010 m.

Prieš atliekant prognozę, būtina nusistatyti prielaidas, pagal kurias prognozuosime. 2.6.1 lentelėje matome, kokiais duomenimis vadovausimės. Duomenys buvo sudaryti vadovaujantis atitinkamų įmonių rengiamomis metų ataskaitomis ir veiklos prospektais.

2.6.1 lentelė

Finansinių ataskaitų prognozavimui priimtos prielaidos

Bendrovė	Prognozavimo prielaidos	2006	2007	2008	2009	2010
AB „Rokiškio sūris“	Pardavimų pokytis	8%	7%	6%	5%	6%
	Veiklos sąnaudų pokytis	6%	5%	4%	4%	4%

Šaltinis: AB „Rokiškio sūris“ 2005 metų prospektas, 2006 metų III ketv. ataskaita ir autoriaus prognozės

Sudarytoje pelno–nuostolių ataskaitoje 2005-12-31 dienos duomenys yra faktiniai. Pastaraisiais duomenimis ir 2006 m. III ketv. ataskaitomis remiantis prognozuojami tolesnių metų duomenys ($\text{Pard.}_{2006} = \text{Pard.}_{2006, \text{ III-ketv.}} / 3 \cdot 4$). Pardavimai ir pardavimų savikaina kinta pagal 2.6.1 lentelėje nurodytą pardavimų pokytį ($\text{Pard.}_{2007} = \text{Pard.}_{2006} \cdot (1 + \Delta_{2007, \%})$). Finansinės veiklos sąnaudos prognozuojamos pagal balanso finansinių skolų pokytį (balanse matysime, jog $\text{Fin. Sąn.}_{2007} = (\text{Fin. Skolos}_{2007} - \text{Fin. Skolos}_{2006}) / \text{Fin. Skolos}_{2006}$ ir t.t.) (žr. 2.6.2 lentelę).

AB „Rokiškio sūris“ dividendų išmokėjimo koeficientas pagal 2005 metus yra 0,78 (skaičiuojame pagal formulę Dividendai = pelnas akcijai * dividendų išmokėjimo koeficientas, čia 2005 m. pelnas akcijai buvo 4,81 Lt, dividendai –3,75 Lt.). Taigi dividendais yra išmokama 78 proc. grynojo pelno, o likusi dalis pervedama į nepaskirstytą pelną. Galime teigti, jog tai didelis dividendų išmokėjimo koeficientas. Tokia įmonė yra patraukli akcininkams ir investuotojams.

2.6.2 lentelė

Prognozuojama pelno–nuostolių ataskaita, tūkst. Lt

	2006	2007	2008	2009	2010
Pardavimai	518.144	554.414	587.679	617.063	654.087
Pardavimų savikaina	-450.963	-482.530	-511.482	-537.056	-569.280
Bendrasis pelnas	67.181	71.884	76.197	80.007	84.807
Pardavimo ir rinkodaros sąnaudos	-26.310	-27.626	-28.731	-29.880	-31.076
Bendrosios ir administracinės sąnaudos	-20.181	-21.190	-22.037	-22.919	-23.835
Nuostoliai iš ilgalaikio turto pardavimo					
Veiklos pelnas	20.690	23.068	25.429	27.208	29.896
Finansinės veiklos grynosios sąnaudos	-2.452	-2.452	-2.452	-2.452	-2.452
Pelnas prieš apmokestinimą	18.238	20.616	22.977	24.756	27.444
Pelno mokestis	-5.217	-5.897	-6.572	-7.081	-7.850
Grynasis pelnas	13.021	14.719	16.404	17.674	19.594

Šaltinis: sudaryta remiantis AB „Rokiškio sūris“ 2005 metų prospektas, 2006 metų III ketv. ataskaita ir autoriaus prognozėmis

2 etapas. Sudaryti prognozuojamą balanso ataskaitą 2006-2010 m.

Sudarinėjant įmonės balansą, remtasi 2.6.3 lentelėje pateiktomis prielaidomis.

2.6.3 lentelė

Balanso ataskaitos prognozavimo prielaidos

Metai	2006	2007	2008	2009	2010
Investicijos, tūkst. Lt	7000	8500	19000	20000	19000
Nusidėvėjimas (bendras)	18677	18677	18677	18677	18677
Nusidėvėjimo trukmė, metais	15				
Naujo turto nusidėvėjimas per metus, tūkst. Lt	467	567	1267	1333	1267
Sukauptas naujo turto nusidėvėjimas	467	1033	2300	3633	4900
Seno turto nusidėvėjimas 6 proc., tūkst. Lt	7369	6725	6668	6667	6611
Numatomas pardavimų kitimas, proc.	8%	7%	6%	5%	6%
Kritinio likvidumo koeficientas	0.08				

Šaltinis: sudaryta remiantis AB „Rokiškio sūris“ 2005 metų prospektas, 2006 metų III ketv. ataskaita ir autoriaus prognozėmis

Skaičiuojant naujai įgyjamo turto nusidėvėjimo dydį, remiamės prielaida, jog turtas nudėvimas per 15 metų. Tad nusidėvėjimas skaičiuojamas taip $\Rightarrow N_{2006} = I_{2006} / 15 = 7000 / 15 = 467$ tūkst. Lt. ir t.t. Susikaupęs naujo turto nusidėvėjimas randamas taip $\Rightarrow N_{suk.2007} = N_{2006} + N_{2007} = 467 + 567 = 1033$ tūkst. Lt ir t.t.

Senajo turto nusidėvėjimas skaičiuojamas 6 proc. nuo materialiojo turto likutinės vertės =>
 $N_{2006} = V_{2006} * 0.06 = 122822 * 0.06 = 7369$ tūkst. Lt.

Pagal aukščiau paminėtas prielaidas suskaičiuojami prognozuojamo balanso straipsniai 2006–2010 metais ir pateikiami 2.6.4 lentelėje.

2.6.4 lentelė

Prognozuojama 2006-2010 m. balanso ataskaita, tūkst. Lt

Tūkst. litų	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ilgalaikis materialus turtas	128.901	122.822	112.078	111.135	111.124	110.181
Prestižas	1.135	547	547	547	547	547
Ilgalaikės gautinos sumos	13.277	13.167	13.167	13.167	13.167	13.167
Iš viso ilgalaikio turto	143.313	136.536	125.792	124.849	124.838	123.895
Atsargos	71.115	102.703	109.892	116.486	122.310	129.649
Gautinos sumos ir išankstiniai apmokėjimai	81.840	81.223	86.909	92.123	96.729	102.533
Investicijos	0	1.625	1.739	1.843	1.935	2.051
Pinigai ir pinigų ekvivalentai	3.184	669	10.584	11.220	11.780	12.487
Iš viso trumpalaikio turto	156.139	186.220	209.124	221.671	232.755	246.720
Iš viso turto	299.452	322.756	334.916	346.520	357.593	370.615
Paprastosios akcijos	47.462	47.462	47.462	47.462	47.462	47.462
Akcijų priedai	41.473	41.473	41.473	41.473	41.473	41.473
Rezervas nuosavoms akcijoms įsigyti	10.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
Nuosavos akcijos	-16.224	-20.352	-20.352	-20.352	-20.352	-20.352
Kiti rezervai	69.805	69.805	69.805	69.805	69.805	69.805
Nepaskirstytas pelnas	41.900	24.645	27.857	31.416	35.233	39.447
Mažumos interesai	0	0	0	0	0	0
Iš viso akcininkų nuosavybės	194.416	193.033	196.245	199.804	203.621	207.835
Ilgalaikės gautos paskolos	4.253	0	293	399	643	615
Ateinančių laikotarpių pajamos	8.730	6.073	6.073	6.073	6.073	6.073
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	12.983	6.073	6.366	6.472	6.716	6.688
Trumpalaikiai mokesčiai įsipareigojimams	217	630	674	715	750	795
Trumpalaikės paskolos	50.701	76.337	81.681	86.581	90.910	96.365
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	41.135	46.683	49.951	52.948	55.595	58.931
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	92.053	123.650	132.306	140.244	147.256	156.091
Iš viso įsipareigojimų	105.036	129.723	138.672	146.716	153.972	162.779
Iš viso akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų	299.452	322.756	334.916	346.520	357.593	370.615

Šaltinis: sudaryta remiantis AB „Rokiškio sūris“ 2005 metų prospektas, 2006 metų III ketv. ataskaita ir autoriaus prognozėmis

Skaičiuojant ilgalaikį įmonės turtą, materialusis ir nematerialusis turtas vertinamas kartu.
 Taigi, 2007 m. ilgalaikis turtas apskaičiuojamas taip :

$$IT_{2007} = IT_{2006} + I_{2007} - N_{2007} = 130036 + 8500 - 19244 = 112078 \text{ tūkst. Lt. ir t.t.}$$

Kitas ilgalaikis turtas laikomės prielaidos, jog nekinta.

Skaičiuojant trumpalaikį turtą remtasi prielaidomis, kad atsargos bei pirkėjų skolos keisis atitinkamai pardavimų kitimui. Atsargos 2007 metais skaičiuojamos:

$$A_{2007} = A_{2006} * (1+0.06) = 102703 * 1,06 = 109892 \text{ tūkst. Lt.}$$

Pirkėjų skolos 2006 metais skaičiuojamos:

$$\text{Įsis. pirk.}_{2007} = \text{Įsis. pirk.}_{2006} * 1,06 = 81223 * 1,06 = 86909 \text{ tūkst. Lt}$$

Grynų pinigų dydis priklauso nuo kritinio likvidumo koeficiento ir yra lygus kritinio likvidumo koeficiento ir trumpalaikių įsipareigojimų sandaugai. Grynai pinigai 2006 metais bus lygūs:

$$\text{Gr. pin.}_{2007} = \text{Trump. įsisk.}_{2006} * 0,08 = 10584 \text{ tūkst. Lt}$$

Prognozuojant nuosavo kapitalo kitimą 2006–2010 m. laikome, jog akcinis kapitalas, akcijų priedai, nuosavos akcijos, privalomas ir kiti rezervai nesikeis. Privalomasis rezervastaip pat pakankamas, dėl per prognozuojamą laikotarpį nesikeis.

Nepaskirstytas pelnas skaičiuojamas įvertinant praeitų metų nepaskirstytą pelną, įmonės gaunamą grynąjį pelną bei išmokėtus dividendus, t.y.:

$$\text{Nep. pelnas}_{2007} = \text{Nep. pelnas}_{2006} + (\text{Gryn. Pelnas} - \text{Dividendai}) = 24645 + (14599 - 14599 * 0,78) = 27857 \text{ tūkst. Lt.}$$

Įmonės ilgalaikiai įsipareigojimai kiekvienais metais mažėja einamųjų metų dalimi. Tačiau įmonė 2007 metais grąžino visą ilgalaikę skolą ir ateityje turėtų pasiimti ilgalaikę paskolą tik tuo atveju, jei nebus suteikta daugiau trumpalaikių paskolų.

Skolos tiekėjams didėja proporcingai pardavimams, t.y. 2007 metais skolos tiekėjams lygios:

$$\text{Sk. tiek}_{2007} = \text{Sk. tiek}_{2006} * 1.06 = 49951 \text{ tūkst. Lt}$$

Pelno mokesčio įsipareigojimai perrašomi iš pelno - nuostolio ataskaitos.

Finansinės skolos panaudojamos balansui išlyginti, t.y. turtas turi būti lygus nuosavam kapitalui ir įsipareigojimams.

3 etapas. Apskaičiuoti vidutinę kapitalo kainą

Vidutinė įmonės kapitalo kaina apskaičiuojama pagal formulę:

$$\text{WACC} = w_e \times k_e + w_d \times k_d \times (1-T);$$

w_d – skolinto kapitalo dalis įmonės kapitalo struktūroje;

w_e – nuosavo kapitalo dalis įmonės kapitalo struktūroje;

k_d – skolinto kapitalo kaina (prieš mokestis);

k_e – akcinio kapitalo kaina;

T_c – pelno mokesčio tarifas.

Akcinio kapitalo kaina apskaičiuojama:

--

;

k_{rf} – nerizikinga pelno norma (ilgalaikių VVP palūkanų norma).

Akcijų rizikos premijai nustatyti naudojama metodika, kurią siūlo naudoti A. Damodaran. Lietuvos rizikos premija skaičiuojama kaip susidedanti iš 2 dalių:

- šalių su išvystyta kapitalo rinka akcininkų nuosavybės rizikos premija;
- papildoma Lietuvos rinkos rizikos premija.

Šalių su išvystyta kapitalo rinka akcijų rinkos rizikos premijai apskaičiuoti paprastai naudojami Jungtinių Amerikos Valstijų (JAV) kapitalo rinkos istoriniai duomenys. Rizikos premija iš investicijų į JAV akcijų rinką yra skirtumas tarp investicijų į akcijų rinką grąžos bei nerizikingos investicijų grąžos normos (JAV vyriausybės vertybiniai popieriai). Remiantis A. Damodaran skaičiavimais JAV akcijų rizikos premija 1994-2004 m. laikotarpiu sudarė 4,51 proc.¹

Lietuvos rinkos rizikos premija yra investuotojų reikalaujama papildoma grąža už investicijas Lietuvoje, kaip šalyje su nepilnai išvystyta kapitalo rinka bei trumpa šalies, demonstruojančios stabilų augimą, istorija. Ši rizikos premija egzistuoja, nes investuotojai mano, jog kapitalo rinka Lietuvoje yra rizikingesnė, egzistuoja didesnė nei Vakarų šalyse likvidumo trūkumo, infliacijos ir kitų neigiamų ekonominių bei politinių įvykių tikimybė. Lietuvos rinkos rizikos premija nustatyta atsižvelgiant į tarptautinės reitingavimo kompanijos Moody's Lietuvos VVP reitingą, kuris šiuo metu yra „A3“ bei santykinę akcijų rinkos grąžos variaciją lyginant su VVP grąžos variacija. Remiantis šiomis prielaidomis Lietuvos akcijų rinkos rizikos premija papildomai sudaro 2,03 proc. (remiantis A. Damodaran skaičiavimais).

Visiems skaičiavimams atlikti naudojamus duomenis surašome į 2.6.5 lentelę:

Akcinio kapitalo kaina: $k_e = 4,24 \% + 0,80 * (2,03 \% + 4,51 \%) = 9,47 \%$

Vidutinė įmonės kapitalo kaina: $WACC = 0,59 * 9,47 \% + 0,41 * 4,5 \% / (1 - 0,15) = 8,42 \%$

¹ Skaičiavimai pateikiami tinklalapyje http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

2.6.5 lentelė

Papildomi duomenys įmonės vertės nustatymui

Duomenys	
10 metų VVP pelningumas	4,24%
Rizikos premija	6,54%
Skolinto kapitalo kaina	4,50%
Nuosavo kapitalo dalis	0,59
Skolinto kapitalo dalis	0,41
Metinis pinigų srautų augimo tempas po detalių prognozių laikotarpio	4.5%
Perskaičiavimo koeficientas (skaičiuojant įmonės vertę)	0.6093

Šaltinis: sudaryta autoriaus

4 etapas. Apskaičiuoti pinigų srautus.

Prieš skaičiuojant pinigų srautus, susiskaičiuojame apyvartinio kapitalo pokytį 2006 – 2010 m. Skaičiavimus matome 2.6.6 lentelėje.

2.6.6 lentelė

Apyvartinio kapitalo pokytis, tūkst. Lt

Straipsniai	Metai				
	2006	2007	2008	2009	2010
Atsargų padidėjimas	31.588	7.189	6.594	5.824	7.339
Per 1 m. gautinų sumų padidėjimas	-617	5.686	5.215	4.606	5.804
Kito trumpalaikio turto padidėjimas	-890	10.029	739	653	823
Prekybos skolų ir kitų mokėtinų sumų padidėjimas	31.597	8.656	7.938	7.012	8.835
Apyvartinio kapitalo padidėjimas	-1.516	14.249	4.609	4.071	5.130

Apyvartinio kapitalo padidėjimas apskaičiuojamas taip:

Apyvartinio kapitalo padidėjimas = Atsargų padidėjimas + Per 1 m. gautinų sumų padidėjimas + Kito trumpalaikio turto padidėjimas – Prekybos skolų ir kitų mokėtinų sumų padidėjimas: Apyvartinio kapitalo padidėjimas₂₀₀₆ = 31588 - 617 - 890 – 31597 = -1516 tūkst. Lt

Tuomet skaičiuojame įmonės grynuosius pinigų srautus.

Grynųjų pinigų srautų apskaičiavimui naudojamas veiklos pelnas po mokesčių yra skaičiuojamas: Veiklos pelnas po mokesčių: Veik. pelnas_{mok2006.} = Veik. Pelnas₂₀₀₆ * (1-0,15) = 13021 tūkst. Lt. ir t.t.

Nusidėvėjimas perrašomas iš balanso. Investicijų poreikis perrašomas iš prognozavimo prielaidų (2.6.1 lentelė) su minuso ženklu. Apyvartinio kapitalo padidėjimas perrašomas iš 2.6.6 lentelės, tačiau su priešingu ženklu. Gryniesi pinigų srautai apskaičiuojami:

Grynasis pinigų srautas₂₀₀₆ = 13021+ 18677 + (-7000) + 1516 = 26214 tūkst. Lt

2.6.7 lentelė

Įmonės grynieji pinigų srautai 2006 – 2010 m. tūkst. Lt

Straipsnis	Metai				
	2006	2007	2008	2009	2010
Veiklos pelnas po mokesčių	13.021	14.599	16.178	17.351	19.155
Nusidėvėjimas	18.677	18.677	18.677	18.677	18.677
Investicijų poreikis	-7.000	-8.500	-19.000	-20.000	-19.000
Apyvartinio kapitalo padidėjimas	1.516	-14.249	-4.609	-4.071	-5.130
Grynieji pinigų srautai	26.214	10.528	11.246	11.957	13.702
Perskaičiavimo į esamąją vertę koeficientas	1	0,9223	0,8507	0,7846	0,7237
Diskontuoti pinigų srautai	26.214	9.710	9.567	9.382	9.916

Apskaičiuotus grynuosius pinigų srautus reikia perskaičiuoti į esamąją vertę, siekiant nustatyti, kiek ateityje gauti pinigai yra verti šiuo metu. Tam naudojami perskaičiavimo į esamąją vertę koeficientai, priklausantys nuo vidutinės įmonės kapitalo kainos. Perskaičiavimo koeficientas 2006 metais yra 1, kadangi mes šiuo metu gryųjų pinigų srautų esamoji vertė nesikeičia. Perskaičiavimo koeficientas 2007 metais:

$$\text{Perskaičiavimo koef.}_{2007} = 1 / (1 + 0.0842)^1 = 0,9223$$

Tuomet diskontuoti pinigų srautai bus lygu:

$$\text{Disk. pin. srautas}_{2007} = 22918 * 0,9057 = 20755 \text{ tūkst. Lt ir t.t.}$$

5 etapas. Apskaičiuoti įmonės vertę, akcinio kapitalo vertę, vienos akcijos vertę. Palyginti akcijos dabartinę kainą rinkoje su apskaičiuotąja akcijos tikrąja vertę.

Žinant AB „Rokiškio sūris“ diskontuotus pinigų srautus yra apskaičiuojama įmonės vertė, akcinio kapitalo vertė ir akcijos vertė. Jų apskaičiavimą matome 8 lentelėje.

2.6.8 lentelė

AB „Rokiškio sūris“ rodiklių skaičiavimas

Rodiklis	Reikšmė
Akcinio kapitalo kaina	9,47%
Vidutinė įmonės kapitalo kaina	8,42%
Tęstinoji pastoviai augančių pinigų srautų vertė, tūkst. Lt	304.482
Skolinto kapitalo vertė (grynoji skola), tūkst. Lt	82.410
Įmonės vertė, tūkst. Lt	369.271
Akcinio kapitalo vertė, tūkst. Lt	286.861
Paprastųjų vardinių akcijų skaičiaus, tūkst. vnt.	4746
Akcijos vertė, Lt	60,44
AB "Rokiškio sūris" akcijų pardavimo kaina rinkoje, Lt	58,36
Pelnas tenkantis akcijai, Lt	3,01
Dividendai tenkantis vienai akcijai	2,36

Akcinio kapitalo kaina: $k_e = 4,24 \% + 0,80 * (2,03 \% + 4,51 \%) = 9,47 \%$

Tęstinoji pastoviai augančių pinigų srautų vertė apskaičiuojama:

$$TV = PS_n * (1+g) / WACC - g = 304482 \text{ tūkst. Lt}$$

Grynąją skolą sudaro ilgalaikiai įsipareigojimai ir finansinės skolos:

$$\text{Grynoji skola}_{2006} = 82410 \text{ tūkst. Lt}$$

Įmonės vertė apskaičiuojama sudėjus analizuojamo laikotarpio diskontuotus pinigų srautus ir tęstinąją vertę, padauginant iš perskaičiavimo koeficiento, nurodyto 2.6.5 lentelėje.

$$\text{Įmonės vertė} = (64789 + 304482) = 369271 \text{ tūkst. Lt}$$

Akcinio kapitalo vertė apskaičiuojama taip:

$$\text{Akcinio kapitalo vertė} = \text{Įmonės vertė} - \text{Grynoji skola} = 369271 - 82410 = 286861 \text{ tūkst. Lt}$$

AB „Rokiškio sūris“ akcijos vertė skaičiuojama dalinant gautą akcinio kapitalo vertę iš išleistų akcijų skaičiaus: Įmonė yra išleidusi 4746,27 tūkst. paprastųjų akcijų. Akcijos vertė yra lygi:

$$\text{Akcijos vertė} = 286861 / 4746,27 = 60,44 \text{ Lt}$$

Šiuo metu AB „Rokiškio sūris“ akcijos rinkoje yra parduodamos už 58 Lt/vnt., tad remiantis atliktais skaičiavimais, galima teigti, kad rinkoje akcijos yra iš dalies neįvertintos ir jas verta pirkti. Apžvelgus ankstesnių metų situaciją, galime pastebėti, jog 2006 metų pradžioje šios įmonės akcijos rinkoje kainavo virš 80 lt, o vėliau ėmė kristi. Tai galima sieti su jos dukterinių įmonių – AB „Varėnos pieninė“, AB „Ignalinos pieninė“, UAB „Kalora“ – akcijų pardavimu, kas paskatino investuotojų susirūpinimą rinkoje.

2.6.2. AB „Rokiškio sūris“ buhalterinės ir palyginamosios vertės nustatymas

Vienas iš paprasčiausių skaičiavimų prasme metodų yra buhalterinės (balansinės) vertės metodas. Jis dažniau taikomas stabilioms, neturinčioms nematerialiojo turto įmonėms. Tam naudojami audituoti įmonės balansai, kur turtas turėtų būti parodytas grynąja verte, jose taip pat būna užfiksuoti visi istoriniai įsipareigojimai. Remiantis pastaruoju metodu skaičiuojami oficialių audituotų finansinių ataskaitų balanso duomenys arba prognozuojami einamųjų finansinių metų duomenys. Kadangi 2007 metų AB „Rokiškio sūris“ balanso ataskaita buvo suplanuota 2.6.1 skyriuje, tai tiksliausia būtų remtis einamųjų metų duomenimis (žr. 2.6.9 lentelę).

AB „Rokiškio sūris“ buhalterinės vertės apskaičiavimas

Požymis	Vertė, tūkst. Lt
Turtas (2007 m), Lt	334.916
Įsipareigojimai (2007 m), Lt	138.672
Buhalterinė vertė, Lt	196.245

Remiantis metodo reikalavimais ir prognozuojama 2007 metų balanso ataskaita, iš bendros AB „Rokiškio sūris“ turto vertės atėmus įsipareigojimus gaunama nuosavo kapitalo vertė, t.y. 196245 tūkst.Lt. Tačiau balanse nesimato tokio įmonės nematerialaus turto kaip įmonės vardas ar vadovų komandos sugebėjimas pasiekti gerų rezultatų. Taip pat finansinė atskaitomybė, kurioje fiksuojama įmonės finansinė padėtis tam tikru momentu, remiasi tik istoriniais duomenimis ir neatspindi įmonės ateities planų. Todėl vertinant augančias įmones šis metodas taikomas retai.

Taikant palyginamosios vertės metodų grupės skaičiavimus, dažniausiai naudojami EBITDA ir P/E rodikliai. Pavyzdžiui, naudojant EBITDA, įmonės vertė bus nustatoma taikant formulę:

$$V = \text{EBITDA} \times M$$

kur, V – įmonės vertė,

EBITDA – pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją,

M – daugiklis (EV/EBITDA).

Naudojant šią formulę, gaunama verslo vertė įtraukia visus finansinius įsipareigojimus, tačiau, kas padengs įsipareigojimus po verslo pardavimo, yra pirkėjo ir pardavėjo derybų klausimas. AB „Rokiškio sūris“ atveju, rinkos lyginamasis daugiklis pasirenkamas remiantis Finansų maklerio įmonės „Finasta“ pateiktomis rekomendacijomis. Tiriamos įmonės atveju daugiklio reikšmė lygi 7,95 (žr. 2.6.10 lentelę).

AB „Rokiškio sūris“ palyginamosios vertės apskaičiavimas

Požymis	Vertė, tūkst. Lt
M (daugiklis)	7,95
EBITDA (2007 m), Lt	41.745
Įmonės vertė, Lt	331.874

Remiantis paskaičiavimais, AB „Rokiškio sūris“ vertė pagal 2007 metų prognozuojamą veiklos pelną yra 331874 tūkst.Lt. Visgi, šis metodas ir jo taikymas yra labai rizikingas, kadangi remiasi palyginimu su rinkoje egzistuojančių įmonių rezultatais, o šie gali skirtis.

Metodų įvairovė ir paskaičiuotos skirtingos įmonės vertės pritaikant atskirus metodus, reikalauja įmonės vertintojo patyrimo ir rizikos pasvėrimo. Analizės metu nustatytos trys skirtingos įmonės vertės pinigine išraiška, todėl diplominiame darbe, siekiant nustatyti tinkamiausią vertės metodą Lietuvos rinkos sąlygomis, toliau aptariami akcinių bendrovių vertinimo rezultatai ir įmonių vertinimo metodų taikymo galimybės.

3. LIETUVOS AKCINIŲ BENDROVIŲ VERTINIMO REZULTATAI IR METODŲ TAIKymo PERSPEKTYVOS

3.1. Įmonių vertės apskaičiavimo rezultatai ir jų palyginimas

Šiame skyrelyje, remiantis teoriniais įmonių vertinimo aspektais ir siūlomais vertinimo metodais, apžvelgiami analizės metu gauti trijų akcinių bendrovių vertinimo rezultatai. Pagal antroje dalyje pristatytą metodologiją šiame darbe buvo įvertinta trijų akcinių bendrovių vertė. Vertei nustatyti buvo taikyti trys skirtingi vertinimo metodai: tikrosios vertės (naudojimo pajamų), balansinės vertės ir palyginamosios vertės (daugiklių) metodais. Analizės metu nustatyta, jog suskaičiuota įmonių vertė skirtingais metodais skyrėsi. Visų trijų akcinių bendrovių vertė remiantis balansinės vertės metodu buvo mažesnė už kitais metodais paskaičiuotą bendrovių vertę.

AB „Rokiškio sūris“ pagrindiniai analizės metu gauti rezultatai pateikiami 3.1.1 lentelėje. Kaip matome iš pastarosios lentelės, AB „Rokiškio sūris“ vertė naudojimo pajamų metodu sudarė 369271 tūkst. Lt., tuo tarpu buhalterinės vertės ir palyginamųjų daugiklių metodais įmonės paskaičiuota vertė buvo mažesnė – atitinkamai 196245 ir 331874 tūkst. Lt. Žymus vertės neatitikimas skaičiuojant buhalterinės vertės metodu gali būti paaiškintas tuo, kad pastarasis metodas neatsižvelgia į įmonės ateities galimus sukaupti pinigų srautus, kurie šiuo atveju sudaro 304482 tūkst. Lt., arba 82 proc. paskaičiuotos įmonės vertės. Palyginamuoju daugiklių metodu paskaičiuota įmonės vertė skyrėsi apie 10 proc., todėl išsamus įmonės vertės paskaičiavimas naudojant kiekvieną metodą ir pasitelkus vidinę įmonės informaciją turėtų sąlygoti mažesnius vertės skirtumus.

3.1.1 lentelė

AB „Rokiškio sūris“ įmonės vertės skaičiavimų rezultatai

Rodiklis	Reikšmė
Akcinio kapitalo kaina	9,47%
Vidutinė įmonės kapitalo kaina	8,42%
Tęstinoji pastoviai augančių pinigų srautų vertė, tūkst. Lt	304.482
Skolinto kapitalo vertė (<i>grynoji skola</i>), tūkst. Lt	82.410
Įmonės vertė (naudojimo pajamų metodu), tūkst. Lt	369.271
Akcinio kapitalo vertė, tūkst. Lt	286.861
Paprastųjų vardinių akcijų skaičiaus, tūkst. vnt.	4746
Akcijos vertė, Lt	60,44
AB „Rokiškio sūris“ akcijų pardavimo kaina rinkoje, Lt	58,36
Įmonės (buhalterinė) vertė, tūkst. Lt	196.245
Įmonės vertė (palyginamuoju daugiklių metodu), tūkst. Lt	331.874

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis atliktais skaičiavimais

Vertinant akcinio kapitalo ir vienos paprastos akcijos vertę nustatyta, jog akcijos vertė nedaug skiriasi nuo rinkoje 2007-04-20 dieną buvusios AB „Rokiškio sūris“ akcijos rinkos kainos. Remiantis skaičiavimais akcijos vertė yra 3,6 proc. didesnė nei jos rinkos kaina, todėl rinkos dalyviai turėtų laikyti išgytas akcijas arba jas pirkti. Visgi, rinkos kainos ir paskaičiuotos akcijos vertės skirtumas pakankamai mažas kad reikėtų daryti skubius pirkimo-pardavimo sandorius, kadangi reikia taip pat įvertinti ir rinkos kainų kitimo tendencijas, viešai prieinamą informaciją ir rinkos dalyvių lūkesčius dėl pastarųjų akcijų vertės.

Remiantis skaičiavimais AB „Pieno žvaigždės“ tikroji vertė (naudojimo pajamų metodu) buvo 397022 tūkst. Lt. (žr. 3.1.2 lentelę). Kaip ir AB „Rokiškio sūris“ atveju, buhalterinė įmonės vertė buvo mažesnė už kitais metodais suskaičiuotą įmonių vertę. Tikrosios įmonės vertės ir palyginamuoju daugiklių metodu apskaičiuotos vertės skirtumas AB „Pieno žvaigždės“ atveju buvo itin mažas ir sudarė tik 0,2 proc. Tokie analizės rezultatai parodo, jog rinkoje įmonių vertintojai gali taikyti skirtingus vertinimo metodus ir pasiekti panašių rezultatų, tuo pačiu pritaikyti sau tinkamiausią teorinį metodą ir vertinti įmones pagal pasirinktą efektyviausią metodiką.

3.1.2 lentelė

AB „Pieno žvaigždės“ įmonės vertės skaičiavimų rezultatai

Rodiklis	Reikšmė
Akcinio kapitalo kaina	9,47%
Vidutinė įmonės kapitalo kaina	8,62%
Tęstinoji pastoviai augančių pinigų srautų vertė, tūkst. Lt	340.465
Skolinto kapitalo vertė (grynoji skola), tūkst. Lt	103.837
Dabartinė pinigų srauto vertė, Lt	56.557
Įmonės vertė (naudojimo pajamų metodu), tūkst. Lt	397.022
Akcinio kapitalo vertė, tūkst. Lt	293.186
Paprastųjų vardinių akcijų skaičiaus, tūkst. vnt.	54205
Akcijos vertė, Lt	5,41
AB "Pieno žvaigždės" akcijų pardavimo kaina rinkoje, Lt	4,98
Pelnas tenkantis akcijai, Lt	2,33
Dividendai tenkantis vienai akcijai	0,37
Turtas (2007 m), Lt	310.728
Įsipareigojimai (2007 m), Lt	177.576
Įmonės (buhalterinė) vertė, tūkst. Lt	133.152
EV / EBITDA	6,39
EBITDA (2007 m), Lt	62.005
Įmonės vertė (palyginamuoju daugiklių metodu), tūkst. Lt	396.213

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis atliktais skaičiavimais

AB „Pieno žvaigždės“ įmonės vertės skaičiavimai parodė, jog bendrovės paprastosios akcijos vertė yra 8,6 proc. didesnė nei rinkos kaina. Toks kainų skirtumas gali būti pakankama

priežastimi finansų rinkų dalyviams peržiūrėti jų turimus vertybinių popierių portfelius ir įtraukti AB „Pieno žvaigždės“ akcijas į savo valdomus investicinius portfelius.

Didžiausi skirtumai tarp skirtingais vertinimo metodais apskaičiuotų įmonės verčių buvo analizuojant AB „Utenos trikotažas“ ataskaitas ir prognozuojamus rezultatus (žr. 3.1.3 lentelę). Didžiausia pastarosios bendrovės vertė buvo paskaičiuota remiantis palyginamuoju daugiklių metodu. Tokį reiškinį galima paaiškinti tuo, kad įmonė yra pervertinama ir rinkos analitikai yra paskaičiavę per didelį palyginamąjį veiklos pelno daugiklį (EV / EBITDA). Tikrosios (naudojimo pajamų metodu) vertės skaičiavimai parodė, jog AB „Utenos trikotažas“ vertė pagal planuojamus 5 metų ateities rezultatus yra 175511 tūkst. Lt. Atitinkamai įvertinus rinkoje esančių akcijų skaičių, vienos akcijos vertė 2007 m. balandžio 20 d. skaičiavimais sudarė 6,67 litus. Rinkoje tą pačią dieną akcijos kaina buvo 6,99 Lt už akciją, todėl, remiantis autoriaus skaičiavimais, AB „Utenos trikotažas“ veiklos perspektyvos yra vertinamos labai optimistiškai, ko pasekoje rinkos kaina buvo 4,8 proc. didesnė už paskaičiuotą akcijos vertę. Remiantis autoriaus skaičiavimais investuotojai ir finansų makleriai turėtų parduoti turimas AB „Utenos trikotažas“ akcijas, kadangi bendrovei artimiausiu metu nepasiekiamų rezultatų – akcijos rinkos kaina turėtų mažėti.

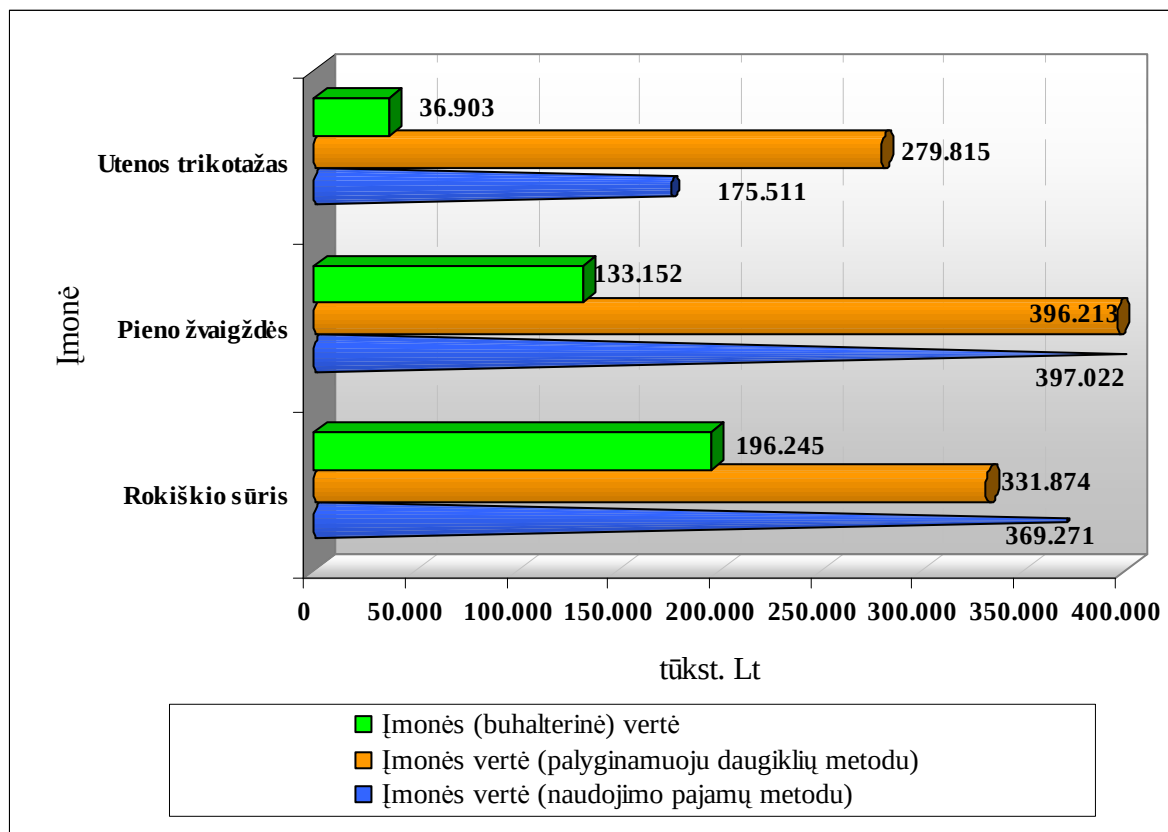
3.1.3 lentelė

AB „Utenos trikotažas“ įmonės vertės skaičiavimų rezultatai

Rodiklis	Reikšmė
Akcinio kapitalo kaina	9,47%
Vidutinė įmonės kapitalo kaina	8,73%
Tęstinoji pastoviai augančių pinigų srautų vertė, tūkst. Lt	150.053
Skolinto kapitalo vertė (grynoji skola), tūkst. Lt	43.300
Dabartinė pinigų srauto vertė, Lt	25.458
Įmonės vertė (naudojimo pajamų metodu), tūkst. Lt	175.511
Akcinio kapitalo vertė, tūkst. Lt	132.211
Paprastųjų vardinių akcijų skaičiaus, tūkst. vnt.	19834
Akcijos vertė, Lt	6,67
AB "Pieno žvaigždės" akcijų pardavimo kaina rinkoje, Lt	6,99
Pelnas tenkantis akcijai, Lt	0,42
Dividendai tenkantis vienai akcijai	0,97
Turtas (2007 m), Lt	143.816
Įsipareigojimai (2007 m), Lt	106.913
Įmonės (buhalterinė) vertė, tūkst. Lt	36.903
EV / EBITDA	12,48
EBITDA (2007 m), Lt	22.421
Įmonės vertė (palyginamuoju daugiklių metodu), tūkst. Lt	279.815

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis atliktais skaičiavimais

Apjungus analizės metu gautus rezultatus (žr. 3.1.1 pav.), galime teigti, jog buhalterinės vertės nustatymo metodu apskaičiuota įmonių vertė žymiai skiriasi (vidutiniškai 61 proc. buhalterinė vertė yra mažesnė už tikrosios vertės metodu paskaičiuotą įmonių vertę) nuo kitais metodais paskaičiuotos įmonių vertės. Palyginamuoju daugiklių metodu apskaičiuota įmonės vertė AB „Pieno žvaigždės“ atveju mažai skyrėsi nuo tikrosios (naudojimo pajamų metodu) apskaičiuotos įmonės vertės, tuo tarpu kitų dviejų bendrovių atveju verčių skirtumai padidėjo.



Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis atliktais skaičiavimais

3.1.1 pav. Įmonių vertės palyginimas taikant skirtingus vertinimo metodus

Analizės metu nustatyta, jog teoriniais metodais apskaičiuota atskirų įmonių akcijų vertė nežymiai skiriasi nuo esamų akcijų rinkos kainų. Įvertinus prielaidą, jog ne visi vertybinių popierių rinkos dalyviai vadovaujasi akcijų ir įmonių vertinimo metodais, galime teigti, kad tiek palyginamųjų daugiklių, tiek naudojimo pajamų metodus vertinant bendrovių vertę galima naudoti ir šie metodai gali atspindėti atskirų akcinių bendrovių tikrąsias vertes. Metodų taikymas siejamas su įvairiomis rizikomis, aptartomis pirmoje darbo dalyje, todėl kiekvienas įmonių vertintojas turi gerai pasverti gautus įmonių vertės rezultatus, kadangi sisteminės arba nesisteminės rizikos neįtraukimas į vertės skaičiavimus gali nulemti netikslius įmonės vertės skaičiavimus ir jų pasėkoje padarytus klaidingus sandorius. Didžioji dalis finansų maklerių įmonių, bankų analitikų ir kitų

vertintojų dažniausiai taiko tikrosios (naudojimo pajamų metodų grupės) vertės nustatymo metodiką, į kurią įeina diskontuotų pinigų srautų, laisvųjų pinigų srautų įmonei, svertinio kapitalo (nuosavo ir skolinto) kaštų vidurkio ir tęstinės pinigų srautų vertės apskaičiavimo metodus. Tokia metodų gausa siekiama kuo tiksliau nustatyti tiriamos įmonės vertę. Autoriaus nuomone, paprastesnis ir tikslesnis yra tikrosios (naudojimo pajamų metodų grupės) vertės nustatymo metodas, kadangi metodas nesiremia vertę galinčiomis įtakoti prielaidomis, taikant metodą yra atsižvelgiama į pasaulinės vertybinių popierių ir skolinto kapitalo rinkos tendencijas bei šalies rizikos skaičiavimus. Įsigilinus į metodo esmę ir nuolatos sekant vertybinių popierių rinkos kaitą bei pasirodančią informaciją galima pakankamai tiksliai nustatyti įmonės vertę.

3.2. Įmonių vertės metodų taikymo galimybės

Nors yra taikomi konkretūs vertinimo metodai ir matematiniai modeliai, tačiau nustatyta įmonės vertė būna subjektyvi, kadangi kintamųjų įvertinime naudojama visa prielaidų gama. Dažniausiai įmonės vertinime yra daromos per daug optimistiškos firmų pardavimų prognozės, neįvertinant to fakto, kad rinkoje gali sustiprėti konkurencija ir sumažėti pelno maržos. Taip pat yra nepakankamai įvertinamas investicijų poreikis. Tai tipiška, kai įmonių savininkai grindžia pardavimų prognozes, norėdami parduoti visą arba dalį savo firmos kitam asmeniui. Visa tai sąlygoja per didelę apskaičiuotą įmonės vertę. Net atlikus ir labai išsamų vertinimą, vis tiek bus tam tikras neapibrėžtumas dėl įmonės vertės. Dažnai firmos vertė gali būti nustatyta ne vienu skaičiumi, bet skaičių intervalu.

Įmonės vertinimas nesibaigia finansinių ataskaitų analize ir vertinimo metodų pritaikymu siekiant nustatyti įmonės vertę. Verslo įsigijimo-perleidimo proceso trukmę apibrėžti pakankamai sunku, kadangi viso proceso trukmė labai ženkliai priklauso nuo būsimą investuotojo keliamų tikslų, tačiau vidutiniškai šis procesas trunka nuo pusmečio iki kelerių metų. Siekiant įsigyti verslą, visą pirkimo procesą galima būtų skirstyti į tokius pagrindinius etapus: pasiruošimas, potencialių įsigyti įmonių paieška, kontaktai su įmonėmis, įmonių vertinimas bei derybos. Įmonių vertinimas atliekamas siekiant nustatyti galimą tikrąją šio verslo vertę ir turėti pagrindą deryboms dėl kainos. Kitas aspektas yra tai, kad vertinimo metu paprastai išaiškėja sandoriui svarbūs perkamos įmonės išpareigojimai bei pozicija rinkoje, ateities perspektyvos ir pan.

Gavus teisę atlikti detalesnę įmonės analizę, rekomenduojama teisingai įvertinti ir suplanuoti, kokia analizė reikalinga bei kokius specialistus reikia pritraukti jai atlikti. Kai kurie investuotojai yra linkę praleisti arba sutrumpinti šį etapą taupydami pinigus, tačiau tokiu atveju, jau

įvykdžius sandorį gali išaiškėti nepalankūs neigiami įgyto verslo niuansai. Įmonių tikslinės peržiūros tikslas – įvertinti visas galimas su įsigyjamu verslu susijusias rizikas. Be to, įmonių peržiūros atskleidžia ir tam tikras galimybes bei pavojus, peržiūra suteikia pirkėjui svarių argumentų derybose kalbant apie įsigijimo sąlygas ir ypač – apie kainą.

Įmonės peržiūros metu pirkėjas įsitikina, ar jis perka iš tiesų tai, apie ką galvoja. Peržiūros metu tikrinama ne vien tik įmonės praeitis, bet įvertinama ir verslo perspektyva. Peržiūra leidžia identifikuoti stipriąsias ir silpnąsias perkamos įmonės puses, kurios gali leisti sandoriui įvykti arba paskatinti jį nutrūkti. Net jei peržiūra ir neatskleis nieko nauja, geresnis supratimas apie įmonę tikrai pravers vėlesniu jos valdymo metu. Paprastai įmonės peržiūra turi pateikti atsakymus (arba juos patvirtinti / paneigti) į klausimus, kuriuos pirkėjas užduoda vertindamas potencialų įsigijimo „taikinį“. Įmonės peržiūros metu turi būti padaryta SSGG (stiprybių, silpnybių, galimybių, grėsmių) analizė, peržiūrėta ir įsitikinta įmonės pardavimų, pelningumo ir pinigų srautų rodiklių teisingumu bei įvertintos galimos veiklos prognozės.

Teisiniu požiūriu įmonės vertinimas taip pat yra sudėtingas procesas. Tuo atveju, kai įsigyjamoms įmonės akcijoms, įmonė naujam savininkui pereina su visu turtu, įsipareigojimais, licenzijomis veikti tam tikroje srityje, esamais darbuotojais, sutartimis su klientais bei tiekėjais ir t.t. Kadangi įmonė perima visus iki tol atsiradusius įsipareigojimus, egzistuoja rizika, kad nebus galimybės įvertinti tokių įsipareigojimų prieš sudarant sandorį. Turto sandorio atveju, investuotojas įsigyja tik sutartyje numatytą turtą bei su juo susijusias teises ir pareigas. Taigi, įmonė neįgyja jokių paslėptų įsipareigojimų. Sudarant turto sandorį, prie sutarties turi būti pridedami tokie priedai kaip turto inventorizacijos aktas, įmonės balansas, auditoriaus išvada apie įmonės turto sudėtį ir jo kainą bei įmonės skolų (prievolių) sąrašas. Akcijų pirkimas – pardavimas yra įforminamas rašytine sutartimi. Turto sandoriui reikalingas notarinis patvirtinimas. Parduodant akcijas, tiesioginis kainos gavėjas yra įmonės akcininkas, tuo tarpu turto sandorio atveju, lėšos gautos už parduotą turtą pereina jį pardavusiai įmonei. Į šiuos pagrindinius teisinius niuansus rekomenduojama atsižvelgti dar prieš pradedant verslo perdavimo procesą, idant nereikėtų keisti verslo perdavimo sandorio struktūros pirkimo – pardavimo proceso eigoje.

Reikia pabrėžti, kad vertinimo reikšmė gali žymiai skirtis skirtingose šalyse, kur susiklostė nevienodi ekonomikos ir verslo modeliai. Įmonės vertė, jos nustatymas, kūrimas bei valdymas, atsižvelgiant į analizuojamą šalį, gali būti ir įprasta (nusistovėjusi), ir labai prieštaringa tema. Išsivysčiusiose šalyse specialistai turi galimybę rinktis, tad vertinimo metodologija daugiausia priklauso nuo verslo, pramonės šakos, visos šalies ekonomikos aplinkos bei kruopščios prognozės. Esama sudėtingų vertinimo metodų, tačiau tinkamiausias valdymo sprendimams priimti laikomas diskontuotų pinigų srautų metodas, kadangi jis pasirodė esąs gana efektyvus praktikoje.

Besivystančiose šalyse vertinimo klausimai šiuo metu plačiai diskutuojami. Išsivysčiusiose šalyse vertinimo metodai jau praėjo empirinius ir laiko bandymus. Plečianti tarptautinei prekybai ir technologijų bei kapitalo mainams, keista būtų manyti, jog efektyvūs vertinimo metodai nepasieks besivystančių šalių. Nors teoriškai verte pagrįsti metodai gali būti pritaikyti besivystančiose šalyse, tačiau iš tiesų jie reti. Besivystančių šalių vertinimo modelių taikymas labiausiai išryškina tikslų duomenų apie įmonę rinkimo svarbą. Apskaitos standartų skirtumai įvairiose šalyse gali turėti lemiamos įtakos naudojant vertinimo metodus ir apskaičiuojant pinigų srautus.

Atlikus įmonės vertinimo rodiklių taikymo specifikos analizę galima daryti išvadą, kad vertinimo teorijos tinkamumas besivystančiose šalyse priklauso nuo galimybės gauti pakankamai ir patikimų rinkos duomenų. Neturint patikimų duomenų sunku daryti bet kokias tikslesnes išvadas apie įmonės vertę. Besivystančiose šalyse neįmanoma aklaui taikyti verte pagrįstą teoriją. Dėl šių šalių specifikos čia labiau paplitusios pelnu pagrįstos vertinimo teorijos.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Verslo vertinimas – tai procesas, kurio metu pagal pasirinktą vertinimo metodą nustatoma vertinamo objekto vertė. Egzistuoja keliolika verslo vertinimo metodų ir būdų, užsienio šalių literatūroje jie įvairiai klasifikuojami. Didžiausią specialistų pripažinimą įgavo verslo vertės nustatymo metodų ir būdų klasifikacija, kuomet jie apjungiami į tris grupes: a) palyginamosios vertės požiūris, b) atstatomosios vertės požiūris, c) naudojimo pajamų požiūris.

2. Verslo vertė yra pagrindinis kriterijus rengiant investicinius sprendimus, parduodant ar perkant kapitalą. Teisingas verslo vertės nustatymas bei valdymas padeda efektyviai paskirstyti ir naudoti išteklius, kurie turi būti nukreipiami į tas veiklos sritis, kurios pajėgios geriausiai juos panaudoti.

3. Teisiniu požiūriu verslo vertinimas yra sudėtingas procesas. Tuo atveju, kai vertinamos planuojamos įsigyti įmonės akcijos, įmonė naujam savininkui pereitų su visu turtu, įsipareigojimais, licenzijomis veikti tam tikroje srityje, esamais darbuotojais, sutartimis su klientais bei tiekėjais ir t.t. Įmonės vertinimas siekiant įsigyti tik įmonės turtą, investuotojas įsigyja tik sutartyje numatytą turtą bei su juo susijusias teises ir pareigas.

4. Vertės metodų taikymas siejamas su įvairiomis rizikomis, todėl kiekvienas įmonių vertintojas turi gerai pasverti gautus įmonių vertės rezultatus, kadangi sisteminės arba nesisteminės rizikos neįtraukimas į vertės skaičiavimus gali nulemti netikslius įmonės vertės skaičiavimus ir jų pasekoje padarytus klaidingus sandorius.

5. Akcinių bendrovių vertės apskaičiavimo rezultatų palyginamosios analizės metu nustatyta, jog suskaičiuota įmonių vertė skirtingais metodais skyrėsi. Visų trijų akcinių bendrovių vidutinė vertė remiantis balansinės (buhalterinės) vertės metodu buvo 61 proc. mažesnė už kitais metodais paskaičiuotą bendrovių vidutinę vertę.

6. Lietuvos ekonomikos sąlygomis tiek palyginamąjį, tiek naudojimo pajamų metodus vertinant bendrovių vertę galima naudoti ir šie metodai gali atspindėti atskirų akcinių bendrovių tikrąsias vertes. Apskaičiuota tiriamų akcijų vertė analizuojamu laikotarpiu nuo rinkos kainos skyrėsi 4-8 proc., todėl baigiamajame darbe akcijų vertės nustatymo metodika tinka akcinių bendrovių akcijoms ir pačioms bendrovėms vertinti.

7. Paprastesnis ir tikslesnis yra tikrosios (naudojimo pajamų metodų grupės) vertės nustatymo metodas, kadangi metodas nesiremia vertę galinčiomis įtakoti prielaidomis. Taikant šį metodą yra atsižvelgiama į pasaulinės vertybinių popierių ir skolinto kapitalo rinkos tendencijas bei

šalies rizikos skaičiavimus. Įsigilinus į metodo esmę ir nuolatos sekant vertybinių popierių rinkos kaitą bei pasirodančią informaciją galima pakankamai tiksliai nustatyti įmonės vertę.

8. Verslo vertinimas nesibaigia finansinių ataskaitų analize ir vertinimo metodų pritaikymu siekiant nustatyti įmonės vertę. Įmonės įsigijimo-perleidimo proceso trukmę apibrėžti pakankamai sunku, kadangi viso proceso trukmė labai ženkliai priklauso nuo būsimo investuotojo keliamų tikslų, tačiau vidutiniškai šis procesas trunka nuo pusmečio iki kelerių metų.

9. Gavus teisę atlikti detalesnę įmonės analizę, rekomenduojama teisingai įvertinti ir suplanuoti, kokia analizė reikalinga bei kokius specialistus reikia pritraukti jai atlikti. Investuotojai yra linkę praleisti arba sutrumpinti šį etapą taupydami laiką ir pinigus, tačiau tokiu atveju, jau įvykdžius sandorį gali išaiškėti nepalankūs neigiami įgyto verslo niuansai.

MOKSLINĖS LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. Woelfel J. C. (1994). Encyclopedia of banking & Finance. 10th ed. A bankline publication. Probus publishing Company;
2. Ekholm, A. (2001). New evidence on the properties of the financial statement information pricing process. Working Papers 462, Swedish School of Economics and Business Administration;
3. Pratt, S. P., Reilly, R. F., Schwehs, R. P. (1998). Valuing Small Business & Professional Practices. New York: McGraw-Hill;
4. Pratt, Sh. P. (2002). Cost of Capital: estimation and Applications. John Wiley and Sons, inc.;
5. Tarptautinių apskaitos standartų taikymas ir finansų valdymas SVV įmonėse // Mokymo modulis III „Finansų valdymas“, Bandomasis projektas Nr. BG/03/B/F/PP-166025: FMIA, Kauno technologijos centras; Prieiga per internetą: < <http://www.fmias.org/LT/index.htm> >;
6. Obi, P.C. (1999). Verslo finansų pagrindai. Kaunas: Technologija, ISBN 9986-13-609-9;
7. Reilly, R. F., Schwehs, R. P. (1999). Valuing Intangible Assets. New York: McGraw-Hill;
8. Eiva S. (2000). Stambių įmonių vertinimas: daktaro disertacija, Vilnius: Vilniaus Gedimino Technikos Universitetas;
9. Kancerevičius, G. (2006). Finansai ir investicijos. II-as atnaujintas leidimas, Kaunas: „Smaltijos“ leidykla;
10. A. Damodoran (2002). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. 2nd. Ed. John Wiley & Sons.
11. Rutkauskas, A.V. (2001). Financial Analysis Problems under Presence of Uncertainty // Property management, Vol. 5, No 1.
12. Horn, T. W. (1999). Unlocking the value of your business: How to increase it, measure it and negotiate an actual sale price – in easy, step-by-step terms. Charter Oak Press, 1 ed.;
13. Brennan, M. J. (2006). Risk and Valuation under Intertemporal Capital Asset Pricing Model // Journal of Business, Vol.79;
14. Hawkins, G. B. (2002). Why Time Travel in Business Valuation is Wrong // Business Valuation Review, Vol. 21, No 3;
15. Gaffen, G. S. (2002) Guidance for the CPA entering the business valuation profession. The Ohio CPA journal, July – September.

16. Kazlauskienė, V., Christauskas, Č. (2007). Rizikos atspindėjimas verslo vertinimo metodologijoje. Kaunas: Technologija;
17. Janušas, D. (2006). EPV–įmonės vertės didinimo priemonė. Verslo konsultacijų spektras;
18. Jegelavičius, G. (1999). Ekonominė pridėtinė vertė – pagrindinis finansinės situacijos įvertinimo modelis // Socialiniai mokslai, Kaunas: KTU, Nr.1(18);
19. Girdzijauskas, S. (2005). Finansinė analizė. Vilnius;
20. Rutkauskas A.V., Damašienė V. (2002). Finansų valdymas. Šiauliai;
21. Boguslauskas, V. (2000). Įmonių vertinimo rodiklių koncepcijos: Inžinerinė ekonomika. Kaunas: Technologija, Nr. 3 (18).

INFORMACIJOS ŠALTINIŲ SĄRAŠAS

22. LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, 1999 m. gegužės 25 d. Nr. VIII-1202, Vilnius: Žin., 1999, Nr. 52-1672;
23. Verslo žinios (2006). Finansų valdymas: Konsultacijos vadovui. Vilnius;
24. „Verslo banga“. Prieiga per internetą <<http://verslas.banga.lt/lt.php>> [žiūrėta 2007-03-15];
25. Finansų ministerijos mokymo centras. Įmonių finansinės ir ekonominės veiklos vertinimas ir prognozės. Prieiga per internetą <<http://www.fmmc.lt/skola/p4-3.htm>> [žiūrėta 2007-03-19];
26. Damodaran, A. Prieiga per internetą:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html> [žiūrėta 2007-03-19];
27. Lietuvos statistikos departamentas;

Tadas Laukys. Verslo vertinimas ir akcinių bendrovių vertės nustatymas.

Magistro studijų baigiamasis darbas / Vilniaus universitetas, Kauno humanitarinis fakultetas. – Kaunas, 2007. – 66 psl.

SANTRAUKA

Magistro baigiamajame darbe nagrinėjami verslo vertinimo metodai ir atliekami skaičiavimai akcinių bendrovių vertei nustatyti. Tuo tikslu naudojami trys vertinimo. Diplominio darbo struktūra susideda iš trijų pagrindinių dalių. Pirmoje dalyje analizuojamas verslo vertės apibrėžimas ir analizuojami verslo vertinimo metodai. Antroje baigiamojo darbo dalyje, siekiant nustatyti pasirinktų akcinių bendrovių vertes, yra pasirenkama tyrimo metodologija, įvertinamas teisinis bendrovių vertinimo reglamentavimas ir nustatoma trijų įmonių vertė pasirinktais vertinimo metodais. Trečioje diplominio darbo dalyje sisteminami akcinių bendrovių vertės apskaičiavimo rezultatai, jie palyginami tarpusavyje ir skyriaus pabaigoje vertinamos vertės metodų taikymo galimybės.

Šiame darbe pateikti vertės nustatymo metodai ir skaičiavimų rezultatai leidžia ne tik gauti pasirinktų akcinių bendrovių vertę, bet ir naudoti pateiktus metodus siekiant nustatyti kitų Lietuvos akcinių bendrovių vertę. Tačiau verslo vertinimo metodų taikymas reikalauja vertintojo patyrimo ir rizikos pasvėrimo. Verslo vertei būdingas neapibrėžtumas, todėl visuomet tikslinga vertinti įmonę keliais vertinimo metodais, iš jų išsirenkant tinkamiausią konkrečiam verslui.

SUMMARY

The problem in company valuation is not that there not enough models to value an asset, it is that there are too many. Choosing the right model to use in valuation is as critical to arriving at a reasonable value as understanding how to use the model. This paper attempts to provide an overview of the valuation models and to come up to the market price of the company. The analyst faced with the task of valuing a firm or its equity has to choose among three different approaches – discounted cash flow valuation, relative valuation, and option pricing models – and within each approach, between different models.

The main aim of this graduation paper was to analyze the firm valuation methods and after choosing the right method for determining firm value - to calculate the value of chosen companies.

The study consists of three parts. First part is theoretical, where conception and methods of firm valuation are presented. Second part analyzes risk factors for firm valuation and presents methodology of firm value calculation. Third part contains overview of the firm valuation results and present future perspectives of firm valuation.

The major part of material consisted of the information gained from specialized publications, articles from newspapers, magazines. The analytical part of this study was based on the researches and analysis of different analysts and author's own opinion and then calculation of firm value.

1 PRIEDAS

AB „Rokiškio sūris“ pelno (nuostolių) ir balanso ataskaitos 2003-2010 m.

Tūkst. litų	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ilgalaikis materialus turtas	140.115	139.509	128.901	122.822	112.078	111.135	111.124	110.181
Prestižas	-158	670	1.135	547	547	547	547	547
Ilgalaikės gautinos sumos	17.341	14.364	13.277	13.167	13.167	13.167	13.167	13.167
Iš viso ilgalaikio turto	157.298	154.543	143.313	136.536	125.792	124.849	124.838	123.895
Atsargos	77.028	54.940	71.115	102.703	109.892	116.486	122.310	129.649
Gautinos sumos ir išankstiniai apmokejimai	53.992	60.258	81.840	81.223	86.909	92.123	96.729	102.533
Investicijos	11.249	5.880	0	1.625	1.739	1.843	1.935	2.051
Pinigai ir pinigų ekvivalentai	5.222	4.312	3.184	669	10.584	11.220	11.780	12.487
Iš viso trumpalaikio turto	147.491	125.390	156.139	186.220	209.124	221.671	232.755	246.720
Iš viso turto	304.789	279.933	299.452	322.756	334.916	346.520	357.593	370.615
Paprastosios akcijos	47.462	47.462	47.462	47.462	47.462	47.462	47.462	47.462
Akcijų priedai	41.473	41.473	41.473	41.473	41.473	41.473	41.473	41.473
Rezervas nuosavoms akcijoms įsigyti	10.000	10.000	10.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
Nuosavos akcijos	-6.224	-16.224	-16.224	-20.352	-20.352	-20.352	-20.352	-20.352
Kiti rezervai	69.805	69.805	69.805	69.805	69.805	69.805	69.805	69.805
Nepaskirstytas pelnas	34.077	41.844	41.900	24.645	27.857	31.416	35.233	39.447
Mažumos interesai	1.517	1.468	0	0	0	0	0	0
Iš viso akcininkų nuosavybės	198.110	195.828	194.416	193.033	196.245	199.804	203.621	207.835
Ilgalaikės gautos paskolos	17.424	9.403	4.253	0	293	399	643	615
Ateinančių laikotarpių pajamos	6.351	10.690	8.730	6.073	6.073	6.073	6.073	6.073
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	23.775	20.093	12.983	6.073	6.366	6.472	6.716	6.688
Trumpalaikiai mokestiniai įsipareigojimai	4.003	5.126	217	630	674	715	750	795
Trumpalaikės paskolos	45.003	28.457	50.701	76.337	81.681	86.581	90.910	96.365
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	33.898	30.429	41.135	46.683	49.951	52.948	55.595	58.931
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	82.904	64.012	92.053	123.650	132.306	140.244	147.256	156.091
Iš viso įsipareigojimų	106.679	84.105	105.036	129.723	138.672	146.716	153.972	162.779
Iš viso akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų	304.789	279.933	299.452	322.756	334.916	346.520	357.593	370.615

Tūkst. litų	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pardavimai	369.623	451.393	473.118	518.144	554.414	587.679	617.063	654.087
Pardavimų savikaina	-292.347	-363.466	-399.707	-450.963	-482.530	-511.482	-537.056	-569.280
Bendrasis pelnas	77.276	87.927	73.411	67.181	71.884	76.197	80.007	84.807
Pardavimo ir rinkodaros sąnaudos	-26.067	-30.421	-25.920	-26.310	-27.626	-28.731	-29.880	-31.076
Bendrosios ir administracinės sąnaudos	-27.752	-20.231	-17.612	-20.181	-21.190	-22.037	-22.919	-23.835
Nuostoliai iš ilgalaikio turto pardavimo	-1.554	-1.243	-2.269					
Veiklos pelnas	21.903	36.452	27.610	20.690	23.068	25.429	27.208	29.896
Finansinės veiklos grynosios sąnaudos	-2.392	-2.627	-2.020	-2.452	-2.620	-2.769	-2.905	-3.066
Pelnas prieš apmokestinimą	19.511	33.825	25.590	18.238	20.448	22.660	24.303	26.830
Pelno mokestis	-4.108	-6.095	-4.590	-5.217	-5.849	-6.482	-6.952	-7.675
Grynasis pelnas	15.403	27.730	21.000	13.021	14.599	16.178	17.351	19.155

2 PRIEDAS

AB „Pieno žvaigždės“ pelno (nuostolių) ir balanso ataskaitos 2003-2010 m.

Tūkst. litų	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ilgalaikis materialusis turtas	150.185	154.233	176.371	167.590	166.523	166.390	167.190	168.923
Nematerialusis turtas	1.967	2.370	2.155	1.554	13.167	13.167	13.167	13.167
Investicijos pardavimui	514	447	350	367	367	367	367	367
Ilgalaikės gautinos sumos	186	321	663	1.896	1.896	1.896	1.896	1.896
Atidėtasis mokestis	-	1.600	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670
Iš viso ilgalaikio turto	152.852	158.971	181.209	173.076	183.623	183.489	184.289	186.023
Atsargos	36.910	39.830	39.053	45.818	50.400	53.928	56.624	58.889
Gautinos sumos	31.911	45.991	55.482	65.093	71.602	76.614	80.445	83.663
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai	6.156	4.043	4.844	1.748	5.103	5.461	5.734	5.963
Iš viso trumpalaikio turto	74.977	89.864	99.379	112.659	127.105	136.003	142.803	148.515
Iš viso turto	227.829	248.835	280.588	285.735	310.728	319.492	327.092	334.538
Akcinis kapitalas	54.030	54.205	54.205	54.205	54.205	54.205	54.205	54.205
Akcijų priedai	26.612	27.246	27.246	27.246	27.246	27.246	27.246	27.246
Nuosavos akcijos	-108	-108	-1.108	-1.108	-1.108	-1.108	-1.108	-1.108
Rezervai	14.673	21.199	20.805	12.684	12.684	12.684	12.684	12.684
Nepaskirstytasis rezultatas	-421	5.521	13.119	31.835	40.125	49.425	59.348	69.807
Iš viso akcininkų nuosavybės	94.786	108.063	114.267	124.862	133.152	142.452	152.375	162.834
Subsidijos	4.966	7.190	5.116	6.002	6.002	6.002	6.002	6.002
Paskolos ir skolinimosi lėšos	49.899	61.642	96.877	96.877	107.781	102.779	97.044	91.163
Iš viso ilgalaikių isipareigojimų	54.865	68.832	101.993	102.879	113.783	108.781	103.046	97.165
Paskolos ir skolinimosi lėšos	29.000	32.377	24.273	11.000	12.100	12.947	13.594	14.138
Mokėtinas pelno mokestis	-	2.910	816	957	1.053	1.127	1.183	1.230
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	10.564	36.653	39.239	46.036	50.640	54.185	56.894	59.170
Iš viso trumpalaikių isipareigojimų	39.564	71.940	64.328	57.994	63.793	68.258	71.671	74.538
Iš viso isipareigojimų	94.429	140.772	166.321	160.873	177.576	177.040	174.718	171.703
Iš viso akcininkų nuosavybės ir isipareigojimų	189.215	248.835	280.588	285.734	310.728	319.492	327.092	334.538

Tūkst. litų	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pardavimai	367.625	397.512	446.331	523.647	576.011	616.332	647.149	673.035
Pardavimų savikaina	-278.283	-308.174	-354.816	-421.476	-463.624	-496.077	-520.881	-541.716
Bendrasis pelnas	89.342	89.338	91.515	102.171	112.388	120.255	126.268	131.318
Pardavimų ir administracinės sanaudos	-69.666	-78.378	-69.311	-74.068	-81.475	-86.363	-90.681	-94.309
Kitos veiklos pajamos, grynąja verte	2.357	2.968	889	993	1.092	1.158	1.216	1.264
Veiklos pelnas	22.033	13.928	23.093	29.096	32.005	35.049	36.802	38.274
Grynosios finansinės veiklos sanaudos	-3.072	1.150	-4.692	-4.707	-5.205	-4.982	-4.724	-4.460
Pelnas prieš apmokestinimą	18.961	15.078	18.401	24.389	26.800	30.068	32.077	33.814
Pelno mokesčio sanaudos	-1.895	-1.054	-3.107	-3.520	-4.693	-5.266	-5.618	-5.922
Grynasis pelnas	17.066	14.024	15.294	20.869	22.107	24.802	26.460	27.892

3 PRIEDAS

AB „Utenos trikotažas“ pelno (nuostolių) ir balanso ataskaitos 2003-2010 m.

Tūkst. litų	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ilgalaikis materialusis turtas	44.759	43.725	50.865	53.082	53.782	54.482	55.182	55.882
Nematerialusis turtas	-2.146	-18	3.400	3.455	13.167	13.167	13.167	13.167
Investicinis turtas	1.069	995	931	8.099	8.099	8.099	8.099	8.099
Finansinis turtas	1.200	146	1.151	1.146	1.146	1.146	1.146	1.146
Atidėtasis mokestis	1.033	973	811	892	892	892	892	892
Iš viso ilgalaikio turto	45.915	45.821	57.158	66.674	77.087	77.787	78.487	79.187
Atsargos	17.821	17.525	24.263	22.936	25.230	26.996	28.615	30.046
Gautinos sumos	25.643	20.404	18.943	33.904	37.295	39.906	42.300	44.415
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai	3.333	2.382	2.118	3.823	4.205	4.499	4.769	5.008
Iš viso trumpalaikio turto	46.797	40.311	45.324	60.663	66.729	71.400	75.684	79.469
Iš viso turto	92.712	86.132	102.482	127.337	143.816	149.187	154.171	158.655
Akcinis kapitalas	19.834	19.834	19.834	19.834	19.834	19.834	19.834	19.834
Rezervai	4.682	12.003	1.899	2.038	2.038	2.038	2.038	2.038
Nepaskirstytasis rezultatas	20.348	11.004	13.552	15.031	15.031	15.031	15.031	15.031
Iš viso akcininku nuosavybės	44.864	42.841	35.285	36.903	36.903	36.903	36.903	36.903
Mažumos dalis	1.951	1.908	1.206					
Paskolos ir skolinimosi lėšos	23.558	23.264	25.892	42.652	54.352	56.044	57.654	59.157
Iš viso ilgalaikių isipareigojimų	23.558	23.264	25.892	42.652	54.352	56.044	57.654	59.157
Paskolos ir skolinimosi lėšos	4.009	205	12.333	16.669	18.336	19.619	20.796	21.836
Mokėtinas pelno mokestis	2.054	0	0	648	713	763	808	849
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	16.276	17.914	27.766	30.466	33.512	35.858	38.010	39.910
Iš viso trumpalaikių isipareigojimų	22.339	18.119	40.099	47.782	52.561	56.240	59.614	62.595
Iš viso isipareigojimų	45.897	41.383	65.991	90.434	106.913	112.284	117.268	121.752
Iš viso akcininkų nuosavybės ir isipareigojimų	92.712	86.132	102.482	127.337	143.816	149.187	154.171	158.655

Tūkst. litų	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pardavimai	180.855	174.691	173.327	187.000	205.700	220.099	233.305	244.970
Pardavimų savikaina	-135.744	-132.616	-135.952	-155.481	-171.029	-183.001	-193.981	-203.680
Bendras pelnas	45.111	42.075	37.375	31.519	34.671	37.098	39.324	41.290
Pardavimų ir administracinės sanaudos	-28.251	-28.552	-27.810	-19.713	-21.290	-22.567	-23.696	-24.643
Kitos veiklos pajamos, grynąja verte	-24	-74	1.268	1.240	1.340	1.420	1.491	1.551
Veiklos pelnas	16.836	13.449	10.833	13.047	14.721	15.951	17.120	18.198
Grynosios finansinės veiklos sanaudos	-1.186	-1.230	-1.056	-2.358	-2.999	-3.094	-3.184	-3.268
Pelnas prieš apmokestinimą	15.650	12.219	9.777	10.689	11.722	12.857	13.936	14.930
Pelno mokesčio sanaudos	-2.002	-2.273	-2.102	-2.547	-2.793	-3.063	-3.320	-3.557
Mažumos dalis	-486	86	73	198	217	238	258	276
Grynasis pelnas	13.162	10.032	7.748	8.340	9.146	10.032	10.873	11.648

4 PRIEDAS

Finansinių koeficientų analizė

Pelningumo koeficientai

1. Akcinio kapitalo pelningumas (nuosavybės graža) rodo, kiek pelno gaunama kiekvienam akcinio kapitalo piniginiam vienetui. Jis apskaičiuojamas taip:

$$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Akcinis kapitalas}}$$

Šiuo rodikliu matuojama paprastųjų akcijų savininkų investicijų pelningumas. Kuo jis didesnis, tuo geresnis.

2. Turto pelningumo rodiklis (turto graža) rodo, ar įmonė efektyviai vartoja savo turtą. Jis yra taip apskaičiuojamas:

$$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas}}$$

Šis rodiklis parodo visų investicijų įmonėje pelningumą. Kuo jis didesnis, tuo geresnis.

3. Grynasis pelningumas parodo, kiek grynojo pelno tenka vienam pardavimų litui. Jis apskaičiuojamas taip:

$$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimai}}$$

Tai bene plačiausiai vartojamas rodiklis. Kuo jis didesnis, tuo geresnis.

4. Panašią prasmę turi bendrasis pelningumas. Jis taip apskaičiuojamas taip:

$$\frac{\text{Bendrasis pelnas}}{\text{Pardavimai}}$$

Bendrasis pelningumas parodo, kiek grynojo pelno tenka vienam pardavimų litui. Kuo jis didesnis, tuo geresnis.

Mokumo (likvidumo) rodikliai

5. Bendrojo padengimo koeficientas padeda nustatyti, kiek trumpalaikis turtas viršija trumpalaikius įsipareigojimus. Jis taip apskaičiuojamas taip:

$$\frac{\text{Trumpalaikis turtas}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}}$$

Šis koeficientas geriausiai parodo, koku laipsniu trumpalaikių kreditorių teisės yra padengtos turtu, kurį lengva paversti pinigais. Kuo jis didesnis, tuo artimiausiu metu saugesnė situacija. Vakarų Europos šalyse manoma, kad patenkinamas likvidumo rodiklio lygis svyruoja nuo 1,2 iki 2,0.

6. Greitojo arba kritinio padengimo koeficientas yra santykis tarp didžiausio likvidumo turto komponentų ir trumpalaikių įsipareigojimų. Jis nustatomas taip:

$$\frac{\text{Trumpalaikis turtas - atsargos}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}}$$

Vakarų Europos šalyse manoma, kad šis rodiklis turėtų būti lygus maždaug 1 ar net dar mažesnis.

Finansų struktūros rodikliai

7. Svarbiausias įsipareigojimų grupės rodiklis yra skolos - nuosavybės santykis. Manoma, kad santykis 1:2 yra normalus, t.y. maždaug pusė finansavimo šaltinių turėtų būti skolinami. Jis apskaičiuojamas taip:

$$\frac{\text{Įsipareigojimai}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$$

1 PRIEDAS (tęsinys)

8. Taip pat apskaičiuojamas skolos koeficientas, - tai santykis tarp įmonės skolų ir viso turto:

$$\frac{\text{Įsipareigojimai}}{\text{Turtas}}$$

Skolos čia apima tiek ilgalaikius, tiek trumpalaikius įsipareigojimus. Kreditoriai pirmenybę teikia žemiems skolos santykiniams rodikliams, nes bankroto atveju tai sumažina jų nuostolių riziką, o savininkai pirmenybę teikia aukštesnio lygio finansiniam svertui, nes jie siekia padidinti pelną bei išlaikyti firmos kontrolę. Optimalus skolos lygis yra daugumos akademinių ir praktinių diskusijų objektas.

9. Kitas svarbus finansų struktūros santykinis rodiklis - palūkanų padengimo koeficientas. Jis apskaičiuojamas dalijant pelną iki palūkanų ir mokesčių išskaitymo (earnings before interest and taxes - EBIT) iš palūkanų. Šis koeficientas parodo, koks gali būti minimalus veiklos pelnas, kad įmonė dar pajėgtų mokėti metines palūkanas.

Turto panaudojimo efektyvumo (apyvartumo) koeficientai

10. Ilgalaikio turto apyvartumas nustato, kokia pardavimų apimtis tenka kiekvienam ilgalaikių aktyvų litui. Šis rodiklis taip apskaičiuojamas:

$$\frac{\text{Pardavimai}}{\text{Ilgalaikis turtas}}$$

Kuo jis didesnis, tuo geriau. Jeigu jis per mažas, tai reikia arba didinti pardavimus, arba parduoti dalį ilgalaikio turto.

11. Viso turto apyvartumas parodo, kokia pardavimų apimtis tenka kiekvienam turto litui. Jis randamas pagal formulę:

$$\frac{\text{Pardavimai}}{\text{Visas turtas}}$$

Šis rodiklis parodo viso įmonės turto naudojimo efektyvumą. Kuo jis didesnis, tuo geriau.

12. Atsargų apyvartumas - apskaičiuojamas pardavimus dalijant iš atsargų vertės:

$$\frac{\text{Pardavimai}}{\text{Atsargos}}$$

Jis rodo prekių ir gamybos panaudojimą per metus. Kuo šis santykis didesnis, tuo daugiau turimos atsargos atliko apyvartų per metus.

13. Kai įmonės parduoda prekes skolon, tampa svarbi laiko trukmė tarp pardavimo laiko ir apmokėjimo momento. Tokiu būdu apskaičiuojamas pirkėjų skolų apmokėjimo laikas. Jis randamas pirkėjų įsiskolinimą dalijant iš vienos dienos vidutinių pardavimų (dažniausiai dalinama iš 360 dienų):

$$\frac{\text{Pirk. įsiskolinimas}}{\text{Pardavimai} / 360}$$

Šis rodiklis parodo vidutinį dienų skaičių, kada produkcija yra apskaitoma kaip pirkėjų įsiskolinimas.