

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS
BANKININKYSTĖS IR INVESTICIJŲ KATEDRA

VAIDOTAS RAZMINAS

AKCIJŲ VERTINIMO MODELIŲ TAIKYMAS
LIETUVOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOJE

Magistro baigiamasis darbas

Vadovas

Prof. Dr. E. Freitakas

Vilnius, 2013

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS
BANKININKYSTĖS IR INVESTICIJŲ KATEDRA

AKCIJŲ VERTINIMO MODELIŲ TAIKYMAS
LIETUVOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOJE

Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas

Vadovas

.....Prof. Dr. E. Freitakas

2013 04

Recenzentas

Atliko

FRmis1-03 gr. stud.

.....V. Razminas

2013 04 15

Vilnius, 2013

TURINYS

ĮVADAS.....	6
1. AKCIJŲ VERTINIMO PROCESO CHARAKTERISTIKOS	9
1.1. Akcijų vertinimo išskirtinumas.....	9
1.2. Investuotojų elgsenos ir akcijų kainos sąveika	11
1.3. Akcijų kainų pokyčius įtakojoantys veiksniai	14
1.4. Akcijų vertinimo modeliai	18
2. FUNDAMENTALIOS ANALIZĖS TEORIJOS IR PRINCIPAI	22
2.1. Dividendų diskonto modeliai.....	26
2.2. Diskontuotų pinigų srautų modelis	29
2.3. Santykinių rodiklių modelis.....	31
2.4. Kainos ir pelno vienai akcijai santykio modelis	33
3. EMPIRINIO TYRIMO ATLIKIMO METODOLOGIJA.....	36
4. AKCIJŲ VERTINIMO MODELIO TAIKYMAS NASDAQ OMX VILNIUS.....	43
4.1. Globalios ir vietos ekonomikos prognozės	43
4.2. Lietuvos pramonės sektorių atranka	49
4.3. Medienos produkciją gaminančių įmonių veiklos analizė ir investavimo perspektyvų įvertinimas	53
4.4. AB „Grigiškės“ verslo analizė	60
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI.....	79
LITERATŪRA.....	81
ANOTACIJA	86
ANNOTATION	87
SANTRAUKA	88
SUMMARY	89
PRIEDAI	90
1 PRIEDAS	91
FUNDAMENTALIOSIOS ANALIZĖS ATLIKIMO SCHEMOS APRAŠYMAS.....	91

LENTELĖS

1 lentelė. AB „Grigiškės“ akcijos kainos nustatymas, remiantis teorinėje darbo dalyje išanalizuotais akcijų vertinimo modeliais	36
2 lentelė. Ekonomikos sektorių raidos etapų nustatymo kriterijai	51
3 lentelė. AB „Grigiškės“ konkurencinio pranašumo kriterijai	58
4 lentelė. AB „Grigiškės“ bendrojo pelno ir EBITDA nustatymas	69
5 lentelė. AB „Grigiškės“ grynojo apyvartinio kapitalo nustatymas	70
6 lentelė. AB „Grigiškės“ laisvųjų pinigų srautų nustatymas	70
7 lentelė. AB „Grigiškės“ kapitalo struktūros nustatymas	71
8 lentelė. AB „Grigiškės“ nuosavo kapitalo kainos nustatymas	71
9 lentelė. AB „Grigiškės“ santykinio beta koeficiento nustatymas	72
10 lentelė. AB „Grigiškės“ skolino kapitalo kainos nustatymas	72
11 lentelė. AB „Grigiškės“ vidutinės svertinės kapitalo kainos – diskonto normos – nustatymas	73
12 lentelė. AB „Grigiškės“ vertės nustatymas	73
13 lentelė. AB „Grigiškės“ akcijos kainos nustatymas diskontuotų pinigų srautų modeliu	73
14 lentelė. AB „Grigiškės“ 2007 – 2011 m. pinigų srautai (Lt)	74
15 lentelė. AB „Grigiškės“ akcijų vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų modeliu (DCF)	75
16 lentelė. AB „Grigiškės“ akcijos kaina dividendų diskonto modeliu, 2009 – 2012 m.	76
17 lentelė. AB „Grigiškės“ santykiniai rodikliai, 2008 - 2012 m.	76

PAVEIKSLAI

1 pav. Akcijų vertinimo išskirtinumo aspektai	9
2 pav. Akcijų kainas įtakančių veiksnių integracija	14
3 pav. Ekonominių veiksnių įtaka akcijų kainai	15
4 pav. Akcijų rinkos veiksnių įtaka akcijų kainai	16
5 pav. Specifinių įmonės veiksnių įtaka akcijų kainai	17
6 pav. Akcijų vertinimo modeliai	19
7 pav. Fundamentalios analizės teorijos	22
8 pav. Fundamentalūs vertinimo modeliai	24
9 pav. Dividendų diskonto modeliai	26
10 pav. PE modelio apribojimai	35
11 pav. Fundamentaliosios analizės modelis „iš viršaus į apačią“	37
12 pav. Fundamentaliosios analizės atlikimo schema	39
13 pav. Apibendrinti empirinio tyrimo rezultatai	41
14 pav. Pasaulio ekonomikos struktūra	43
15 pav. Pramonės sektorių atrankos kriterijai	49
16 pav. Apibendrinta ekonomikos sektorių analizė	52
17 pav. Higieninio popieriaus rinka Lietuvoje	54
18 pav. AB „Grigiškės“ gaminamos produkcijos rinkos dalis	55
19 pav. Hipotetinė rinkos struktūra	55
20 pav. Pagrindinių konkurentų higieninio popieriaus pardavimai (tūkst. Lt)	56
21 pav. AB „Grigiškės“ produkto pozicija	57
22 pav. Higieninio popieriaus produktų paklausa (mln. Lt)	59
23 pav. Pagrindiniai klientų perkamosios galios rodikliai	60
24 pav. AB „Grigiškės“ valdymo struktūra	62
25 pav. Pelnas vienai akcijai – EPS	65
26 pav. Akcijos rinkos kainos ir pelno santykio rodiklis - P/E	66
27 pav. Akcijos rinkos kainos ir pardavimo pajamų koeficientas – P/S	66
28 pav. Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis - P/BV	67
29 pav. Nuosavybės grąža – ROE	67
30 pav. Dividendų pelningumas	68
31 pav. AB „Grigiškės“ koeficientas Beta	69
32 pav. AB „Grigiškės“ 2013 m. sausio mėn. akcijų vertinimas atskirais vertinimo modeliais	77

IVADAS

Priežastys, kodėl asmenys užsiima investavimu į akcijas, yra įvairios. Vieni tokiu būdu siekia išlaikyti savo turto tikrąją vertę, o daugeliui tai yra tiesiog iššūkis greitai ir lengvai užsidirbti. Dėl vertybinių popierių biržos veiklos sudėtingumo, didelio neprognozuojamų veiksnių, nuo kurių priklauso akcijų kainos, skaičiaus ir netikėtų ateities pokyčių, profesionalių ir neprofesionalių investuotojų galimybės yra vienodos.

Pastaruoju metu terminuotų indėlių palūkanos bankuose yra labai mažos (2013 m. balandžio 12 d. duomenimis 12 mėn. indėlio palūkanos bankuose svyruoja nuo 0,2 proc. AB Swedbank iki 2 AB Šiaulių bankas, kiek didesnės terminuotų indėlių palūkanos kredito unijose, kuriose 12 mėn. indėlio palūkanos svyruoja apie 2,7 – 3 proc.) ir net nepadengia infliacijos lygio (3,1 proc. 2012 m.), taigi, siekiant uždirbti pajamų iš investuoto laisvo kapitalo, vis dažniau investuojama į vertybinius popierius – akcijas. Periodiniai neramumai finansų rinkose sukelia staigius vertybinių popierių kainų pokyčius, ypač paprastųjų vardinių akcijų. Pietų Azijos rinkos krizė, dramatiški pokyčiai Rusijoje ir intensyvūs pokyčiai Amerikos vertybinių popierių biržose reikalauja vis naujų analitinių modelių idėjų, kurios padėtų sėkmingai prognozuoti ateities įvykius.

Darbo aktualumas. Dauguma žmonių vadovaujasi analitikų patarimais, skelbiamomis naujienomis ir nemokamais investicijų patarimais. Tačiau dažnai didesnę grąžą investuotojai gali gauti investuojant pasikliaudami savo žiniomis ir rinkos analize. Norint sėkmingai prekiauti akcijų rinkoje, reikia turėti išsamias šios srities žinias ir išmokti nekreipti dėmesio į žiniasklaidos antraštes, analitikų komentarus bei emocijas, ir laikytis savo susikurtų taisyklių, bet kokiomis aplinkybėmis. Investuotojams reikia nuspręsti, kada pirkti ir kada parduoti akcijas, kaip padidinti pelną ir sustabdyti nuostolius. Dauguma esamų mokslinių ir tiriamųjų darbų, sprendžiančių šiuos klausimus, koncentruojasi į užsienio vertybinių popierių rinkas, tačiau nėra pakankamai daug tyrimų apie Lietuvos vertybinių popierių rinką.

Tema yra aktuali, nes vertybinių popierių rinka Lietuvoje yra viena iš augančių ir besiplečiančių investavimo alternatyvų. O profesionalių vertintojų, galinčių atlikti kompetentingą akcijų vertinimą nėra daug. Akcijų vertinimo modelių yra daug, tačiau tyrimų, kurie iš jų yra tinkamiausi, nėra pakankamai daug. Taigi mokslinės literatūros pagrindu suformuotas akcijų vertinimo modelis ir užsienio šalių patirtis šioje sferoje labai naudinga. Spartūs akcijų rinkų pokyčiai sąlygoja naujų akcijų vertinimo modelių, leidžiančių tiksliau prognozuoti akcijų rinkos pokyčius ir juos nulemiančius veiksnus, poreikį. Pastaroji finansų krizė nulėmė dar didesnę akcijų vertinimo modelių pokyčių poreikį. Siekiant maksimaliai sumažinti investicijų į akcijas riziką ir gauti kaip galima didesnę grąžą, būtina gana tiksliai ir adekvačiai įvertinti akcijų rinką ir pasirinkti investuotojo pelningumo ir rizikingumo poreikius atitinkančias investicijas.

Nagrinėjamos problemos ištyrimo laipsnis. Analizuojant mokslinę literatūrą nustatyta, kad nėra vieningo atsakymo į klausimą, kuris akcijų vertinimo metodas yra patikimiausias, tinkamiausiai ir tiksliausiai prognozuoja būsimas akcijų kainos kitimo tendencijas. Daugelis autorių akcijų vertinimo procesą vertina skirtingai, pabrėždami skirtingus aspektus ir pateikiami skirtingus požiūrius. Nors nemažai Lietuvos autorių analizavo įvairius akcijų vertinimo modelius, tačiau iki šiol nėra vieningo ir tinkamiausio akcijų vertinimo modelio, pritaikyto Lietuvos rinkai. Taip pat pasigendama ir darbų, kuriuose būtų analizuojama ne tik finansinių rodiklių apžvalga, bet pilna fundamentali analizė, jos sintezė, bei aptariami paprasti, tačiau besikeičiančioms rinkos tendencijoms pritaikyti modeliai.

Akcijų vertinimo proceso charakteristikas literatūroje nagrinėjo Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2006), Užkurėlis ir Džiugelytė (2012), Žilinskij ir Rutkauskas (2012). Iš užsienio autorių pažymėtini Working (1934), Cowles (1933), Kendall (1953), Jiler (1961), Hubbard (1990), Janssenet al. (2001), Froidevaux (2004), Rahgozar (2005), Gitman ir Joehnk (2007), Dugalic (2008), Beyoglu ir Ivanov (2008), Madura (2008), Sinaei (2010), Venkatesh ir Madhu (2011), Olweny (2011), Drake (2012).

Šio darbo **mokslinis naujumas** atsiskleidžia pateikiant apibendrintą akcijų vertinimo modelį, skirtą neprofesionaliems investuotojams, kurie suinteresuoti sėkmingu investavimu į akcijas, tačiau visiškai nesuinteresuoti gilintis į finansų rinkos teorijas. Dėl šios priežasties darbe vengiama gilintis į sudėtingus, išsamių matematikos žinių reikalaujančius teorijų aspektus, kuriuos išsamiai nagrinėjo Butkutė ir Mošcinskas (1998), Sakalauskas (2003) bei Leipus ir Norvaiša (2003). Darbe siekiama pateikti fundamentalią analizę akcijų vertinimo modelių pagrindines idėjas, išskirti reikšmingiausius fundamentinius veiksnius, turinčius įtakos akcijų vertės prognozavimui ir pateikti kompleksinį jų vertinimo modelį.

Darbe sprendžiama **problema** –fundamentaliais akcijų vertinimo modeliais nustatyta akcijų vertė, dažnai neatitinka realios rinkos kainos ir nepadaeda investuotojams pasirinkti pelningų investavimo strategijų. Mokslininkų siūlomi fundamentalią analizę modeliai negali išspręsti apskaičiuotos ir realios akcijų rinkos kainos skirtumų problemos. Daugelio modelių sudėtingumas ir neapibrėžtumas apriboja jų taikymą praktikoje.

Darbo objektas - efektyvus akcijų vertinimo modelis.

Darbo tikslas –įvertinus, kurio akcijų vertinimo modelio taikymas efektyviausiai padeda nustatyti akcijų vertę Lietuvos vertybinių popierių rinkoje, sudaryti ir pagrįsti akcijų vertinimo modelį.

Darbo tikslą detalizuoja sekantys **uždaviniai**:

- Atlikti akcijų vertinimo modelių palyginamąją analizę, išryškinant taikymo ypatybes.
- Sudaryti akcijų vertinimo modelį.
- Praktiškai įvertinti sudaryto akcijų vertinimo modelio taikymo galimybes Lietuvos vertybinių popierių rinkoje.

Darbe taikyti tyrimo metodai: darbe remiamasi Lietuvos ir užsienio šalių literatūros šaltinių analize ir sinteze, atliktų mokslinių tyrimų logine ir palyginamąja analize. Akcijų vertinimo modelio sudarymui naudojamas informacijos sisteminimas, bei kritiškas vertinimas, sudaromam modeliui aktualių aspektų išskyrimą.

Pirmoje šio darbo dalyje pateikta mokslinės literatūros, kurioje nagrinėjami akcijų vertinimo principai, apžvalga, fundamentalios analizės samprata bei mokslininkų atliktų tyrimų, analizuojančių įvairių vertinimo modelių sąsajas, apžvalga. Šioje darbo dalyje atskleistos ir susistemintos mokslininkų nuomonės apie akcijų vertinimo proceso esmę ir fundamentalios analizės teorijas bei principus. Sekančioje darbo dalyje, atsižvelgiant į Lietuvos akcijų rinkos padėtį, pristatytas siūlomas akcijų vertinimo modelis, pagrįsta akcijų vertinimo metodika. Metodologinėje darbo dalyje pagrįsta tyrimo problema ir pateiktos analizės koncepcijos, tyrimo instrumentarijaus pagrindimas ir aptarta tyrimo eiga. Galiausiai, atlikti ekonominiai skaičiavimai, leidžiantys patikrinti sudaryto akcijų vertinimo modelio pagrįstumą, atliekant išsamią Vilniaus vertybinių popierių biržoje kotiruojamų įmonių globalios ir vietos ekonominės aplinkos analizę ir identifikuojant potencialią bendrovę investicijoms.

Darbo rezultatai, jų taikymo sritys. Apibendrinus teorinę medžiagą, užsienio šalių ir Lietuvos mokslininkų mintis nagrinėjamu klausimu parengtas problemos sprendimo teorinis modelis, kuris panaudotas atliekant empirinį tyrimą. Darbe pateikta metodika, kaip atlikti išsamią ir teisingą fundamentalią akcijų analizę, išskiriant svarbiausius šios analizės etapus ir pateikiant gaires jų atlikimui. Ši metodika suteikia pagrįstas rekomendacijas dėl investicijų į akcijas, t. y. padeda įvertinti, į kurios kompanijos akcijas verta investuoti. Pateikiama fundamentalios analizės atlikimo schema, kuria gali sėkmingai pasinaudoti ir neprofesionalūs investuotojai. Pasiūlyto fundamentalios analizės proceso metu, išplėtojamas supratimas, kurios įmonės išsiskiria kaip potencialūs rinkos lyderiai ir novatoriai, o kurios įmonės laikomos atsiliekančiomis ir nenusipėjamomis. Atliktas AB „Grigiškės“ akcijų vertinimas suteikia puikią skirtumo tarp teorijos ir realybės iliustraciją. Praktinis sukurto modelio taikomumo tyrimas, atskleidė, kad sudarytas modelis gali būti taikomas akcijų vertinimui atlikti.

1. AKCIJŲ VERTINIMO PROCESO CHARAKTERISTIKOS

1.1. Akcijų vertinimo išskirtinumas

Akcijų vertinimo proceso analizę tikslinga pradėti nuo šio proceso apibrėžimo, kurį pateikia Gitman ir Joehnk (2007). Autoriai nurodo, kad akcijų vertinimas – taip procesas, kuriame investuotojas, nustatydamas akcijos vertę, naudoja rizikos ir grąžos koncepcijas.

Siekiant aiškiai suprasti akcijų vertinimo procesą, svarbu pripažinti pagrindinį principą: tikroji akcijos vertė yra lygi dabartinei visų būsimų pinigų srautų vertei. Remiantis šiuo principu, investuotojai suvokia, kad pinigų srautai gauti iš akcijų valdymo, yra gauti dividendų pavidalu, pridėjus bet koki kapitalo prieaugį akcijų pardavimo metu. Dividendai yra bendrovės pajamų dalies paskirstymas akcininkams bendrovės valdybos sprendimu. Tuo tarpu kapitalo prieaugis yra akcijų vertės padidėjimas palyginti su jų pirkimo kaina.

1 paveiksle pateikiami pagrindiniai, literatūros analizės metu išskirti, aspektai, kurie akcijų vertinimą daro išskirtiniu, kito turto vertinimo kontekste, ir sudėtingu procesu.

Akcijų apribojimai	Investuotojų apribojimai	Analizės metodų apribojimai	Analitikų apribojimai
• Didelė akcijų rizika • Didelis akcijų kintamumas • Tendencijos kinta priešingai lūkesčiams • Atskirų akcijų tendencijos kinta priešingai rinkos tendencijai	• Nenuspėjama psichologija • Nesuprasti lūkesčiai • Kritinio vertinimo trūkumas • Patirties ir žinių trūkumas • Perdėtas įvykių tikimybės vertinimas	• Įtakojančių veiksnių gausa • Neįvertintų veiksnių įtaka • Absoliučiai tikslaus vertinimo metodo nebuvimas • Ginčytinas preitės kainų naudojimas	• Interesų konfliktai • Ateities nežinomybė • Atsakomybės nebuvimas • Įtaka akcijos rinkos vertei • Įtaka investuotojų sprendimams

1 pav. Akcijų vertinimo išskirtinumo aspektai

Apibendrinant paveiksle išskirtus akcijų apribojimų grupės aspektus, galima teigti, kad esminis akcijų vertinimo proceso tikslas yra nustatyti ateities akcijų kainų judėjimą, kurį, anot Venkatesh ir Madhu (2011), yra sudėtinga nuspėti dėl didelio kintamumo akcijų rinkose. Olweny (2011) teigdamas, kad paprastųjų akcijų vertinimas yra labai svarbus, tačiau sudėtingesnis nei kitų išteklių vertinimas, taip pat pritaria šiam požiūriui. Anot jo investuotojas turi būti užtikrintas, kad prognozuojama grąžos norma kompensuoja su ja susijusią riziką. Patirtis rodo, kad akcijų kainų tendencijos dažnai kinta priešingai investuotojų lūkesčiams. Be to, dažnai atskirų bendrovių kainos kinta priešinga kryptimi atsižvelgiant į bendrą rinkos tendenciją. Tokioje situacijoje, net rimti analitikai negali pateikti logiškų paaiškinimų.

Investuotojų apribojimai akcijų vertinimą taip pat daro išskirtiniu. Investuotojai tikisi, kad jų investicijos į įmonės akcijas bus kompensuojamos periodiškai dividendų ir kapitalo prieaugiu, taigi jas perka, kai mano, kad jos yra nepakankamai įvertintos ir parduoda jas, kai mano, kad jos yra perversintos. Akcijos yra vienas iš rizikingiausių investicinių instrumentų, nes jų kainai didelę įtaką daro žmonių psichologija, todėl jų kaina nuolat keičiasi priklausomai nuo investuotojų lūkesčių. Akcijų vertinimą išskirtiniu daro ir perdėtas įvykių tikimybės vertinimas. Daugeliui žmonių yra pernelyg sunku suvokti atsitiktinę įvykių eigą kaip normalų reiškinį, todėl jie nuolatos ieško stereotipų ir vertindami bet kokią atsitiktinių įvykių seką, susikuria modelį (šabloną), paaiškinantį įvykio atsitikimo priežastį (eiliškumą) ir todėl nesugeba suvokti, kad įvykių seka gali būti atsitiktinė ir nenusipėjama.

Akcijų vertinimas susijęs su sprendimo kritiniu vertinimu, patirtimi ir žiniomis, t. y. analitikų sukuriamais apribojimais. Analitikai, atliekantys šį darbą, turi turėti finansinių ataskaitų analizės ir interpretacijos žinių, paremtų praktine verslo ir investicijų patirtimi. Tačiau prekyba vertybiniais popieriais yra patraukli veikla ne tik profesionaliems investuotojams, bet ir neprofesionaliems investuotojams, kuriems nederėtų pasikliauti tik analitikų pateikiama informacija. Nors analitikai specializuojasi atpažinti ar akcijos yra nepakankamai įvertintos ar perversintos ir turi daugiau patirties, bei geresnę prieigą prie informacijos nei dauguma investuotojų, pasikliauti vien jų vertinimais neverta, nes jie paprastai pateikia per daug optimistines prognozes dėl didelių interesų konfliktų, kurie neleidžia pateikti neigiamo akcijų vertinimo. Be to maklerių įmonėse dirbantys finansų konsultantai gali rekomenduoti pirkti vienas ar kitas akcijas, tačiau jie patys nežino, ar ateityje akcijų kaina kils ar kris. Analitikai vaidina svarbų vaidmenį nustatant akcijų rinkos vertę ir savo rekomendacijomis daro įtaką investuotojams priimant akcijų pirkimo ar pardavimo sprendimus ir todėl gali įtakoti atitinkamų akcijų kainą.

Akcijų vertinimo procesą nagrinėjo daugybė finansų rinkos teoretikų ir praktikų, tačiau akcijų rinkos analizės patvirtina paradoksą, kuris priskiriamas analizės modelių apribojimams, kad kuo daugiau mokslinių tyrimų padaroma ir kuo daugiau įtakojančių veiksnių ištiriama, tuo daugiau randama naujų veiksnių įtakojančių finansų rinkų elgesį. Dėl to, Dugalic (2008) teigimu, analizuojant akcijų rinką sunkiausia suprasti visus veiksnys, kurie turi įtakos jų kainoms. Dauguma investuotojų sutinka, kad literatūroje išskiriami veiksniai turi įtakos akcijų kainoms, tačiau jie nesutaria dėl šių veiksnių pokyčių poveikio akcijų kainoms. Tai sukelia sunkumus vertinant akcijas, todėl daugelis investuotojų remiasi bankų ar kitų finansų įmonių pateikiamais akcijų vertinimais.

Akcijų vertinimas yra sudėtingas ir dėl to, kad nei vienas vertinimo modelis nėra absoliučiai tikslus ir turi įvairių apribojimų, taigi būsimų pajamų netikrumas sukelia riziką, kad faktinė grąža gali būti mažesnė, nei tikėtasi. Pagrindinis neapibrėžtumo šaltinis yra kaina, už kurią akcija bus parduota ateityje. Dividendai yra kur kas stabilesnis veiksnys nei būsimą akcijų kaina.

Akcijų vertinimo procese dažniausiai keliamas klausimas yra dėl praeities kainų informacijos naudojimo, siekiant nuspėti ateitį, pagrįstumo. Dėl šios priežasties dažniausia kritikuojama techninė analizė, nors fundamentalioji analizė taip pat remiasi praeities duomenimis. Akcijų kainos yra nenuspėjamos bent jau tiek, kiek nenuspėjami yra jas įtakojančios veiksniai: įmonės pelnas, dividendai, kainos ir pelno santykis, palūkanų normos, taupymo obligacijų išmokos, bendra ekonominė padėtis, atskiri ekonominiai rodikliai.

Dėl visų minėtų priežasčių, amerikiečių finansininkas B. Barucho teigia: „Net jei esate pasiruošę atsisakyti visko, kad išmokti visą akcijų rinkos bei visų pagrindinių akcijų rinkos bendrovių istoriją ir jos pagrindus, taip kruopščiai, kaip medicinos studentai studijuoja anatomiją, ir be to, turite gerus nervus, esate labai geras lošėjas, turite šeštąjį jausmą ir liūto drąsą - turite tik nedidelę tikimybę“ (Dugalic, 2008).

Taigi aptartas akcijų vertinimo išskirtinumas, formuluoja akcijų vertinimo sudėtingumo problemą. Vertinti akcijas sudėtinga dėl: didelio ir dažnai priešingo investuotojų lūkesčiams akcijų kainų kintamumo, kuris sukelia didelę riziką; nenuspėjamos investuotojų psichologijos, kuri nėra paremta kritiniu vertinimu, patirtimi ir žiniomis, o dažnai remiasi tik perdėtu įvykių tikimybių vertinimu; akcijų vertinimo modelių panaudojimo sudėtingumas kyla dėl akcijas įtakančių veiksnių gausos ir absoliučiai tikslaus vertinimo modelio nebuvimo; analitikų siūlomų paslaugų panaudojimas yra apribotas galimų interesų konfliktų, atsakomybės nebuvimo ir jų įtakos akcijos rinkos vertei ir investuotojų sprendimams.

Taigi, kaip matyti iš problemos aprašymo, reikalingas akcijų vertinimo modelis, išskiriant svarbiausius ir esminius vertinamus veiksnius, kurie padėtų geriau prognozuoti akcijų kainų kintamumą ir eliminuotų neteisingą investuotojų ir analitikų įtaką.

1.2. Investuotojų elgsenos ir akcijų kainos sąveika

Akcijų vertinimą išskirtiniu daro egzistuojantis ryšys tarp investuotojų elgsenos ir akcijų kainų pokyčių. Taigi, šiame skyriuje siekiama išryškinti mokslinių tyrimų atskleistas sąsajas tarp investuotojų elgsenos pokyčių ir akcijų kainos kitimo tendencijų. Šias sąsajas atskleidžia moksliniai tyrimai, nagrinėjantys individualių investuotojų ir akcijų kainų svyravimus. Dėmesys akcentuojamas į tai, kaip psichologinės tendencijos įtakoja investuotojų elgesį ir akcijų kainas.

2008 m. spalio mėn. neramumai finansų rinkose ne tik sukėlė didžiulius akcijų kainų pokyčius, bet taip pat privertė abejoti neoklasikinių finansų modelių siūlomais paaiškinimais. Kyla abejonių, ar standartinis finansų modelis, teigiantis, kad “investuotojai, kurie nesivadovauja emocijomis, visada kapitalo rinkos kainas priveda iki racionalios tikėtinų būsimų pinigų srautų dabartinės vertės lygio”, siūlo geriausią supratimą apie tuometines turto kainų anomalijas. Kadangi 2008 m. finansų suirutė, atspindėjo labai nepastovius akcijų ir skolos rinkų nuotaikų svyravimus, iškilo poreikis įvertinti santykį tarp investuotojų elgesio pokyčių ir akcijų kainų elgsenos.

Daug autorių analizavo investuotojų elgesį, tačiau tik keli atskleidė, kad yra tiesioginis ryšys tarp investuotojų elgesio pokyčių ir vykstančių akcijų kainų svyravimų. Ekholm (2002), tirdamas, kaip įvairių tipų investuotojai reaguoja į naują finansinių ataskaitų informaciją, prisideda prie akcijų rinką įtakojančių jėgų supratimo. Glaudžiai susijusiame tyrime, Korniotis ir Kumar (2009) analizuoja ryšį tarp investuotojų amžiaus ir investavimo elgsenos. Barnea, Cronqvist ir Siegel (2010) mano, kad genetinis faktorius paaiškina apie trečdalį nukrypimų nuo tipiško investavimo elgesio ir turto paskirstymo. Grinblatt, Keloharju ir Linnaina (2010), naudodami Suomijos investuotojų duomenis, analizuoja santykį tarp intelekto koeficiento (IQ) ir gebėjimo pasirinkti pelningas akcijas. Deng (2006) ir Paudel ir Laux (2010) tyrimai parodė, kad egzistuoja tiesioginis ryšys tarp investuotojų elgesio ir akcijų kainų pokyčių. Pirminė Paudel ir Laux (2010) tyrimo išvada atskleidė, kad egzistuoja statistiškai nereikšmingas ryšys tarp investuotojų nuotaikos ir akcijų kainos.

Dan (2006) nurodo, kad norint įgyti mokslinį supratimą, apie investuotojų elgesio ir akcijų kainų pokyčių tarpusavio santykius, reikia moksliškai apibrėžti investuotojų elgesio pokyčius ir akcijų kainų dinamiką. Pasak autoriaus, siekiant moksliškai apibūdinti investuotojų elgesį, reikia turėti mokslinį supratimą apie: žmogaus proto ribas, investuotojų idealus, investuotojų lūkesčius ir investuotojų sprendimų priėmimo procesą.

Investuotojo elgesio supratimas prasideda nuo investuotojų tipų išskyrimo. Karolyi (1999) investuotojų tipų skaičių apribojo iki septynių kategorijų: įmonės, individualūs asmenys, užsienio investuotojai, vertybinių popierių bendrovės, gyvybės draudimo bendrovės, finansų įmonės ir investavimo fondai.

Deng (2006) mokslinių tyrimų, nagrinėjančių žmogaus proto ribas, išvados rodo, kad per konkretų laikotarpį (metus, mėnesį ir dieną) žmogaus smegenys sugeba prognozuoti akcijų kainų pokyčius septynių (+/-2) laiko vienetų intervale. Kadangi realiame gyvenime akcijų rinką yra veikiamas prieštaringos informacijos, investuotojas gali prognozuoti akcijų kainą tik 1 - 3 laiko vienetams.

Be realaus pasaulio, investuotoją taip pat veikia idealaus pasaulio įsivaizdavimas. Investuotojo idealai sudaro vertybinių popierių rinkos atsiradimo ir plėtros pagrindą. Kalbant apie akcijų įsigijimą, investuotojo siekis yra didžiausia varomoji jėga. Investuotojai, formuodami lūkesčius dėl būsimos akcijų kainos kitimo, remiasi savo susikurtais modeliais. Formuodamas lūkesčius dėl būsimos akcijų kainos, investuotojas visada remiasi trijų rūšių perspektyvinėmis vertėmis: intuityvia perspektyvia verte, momentine perspektyvia verte ir istorine, patirtimi pagrįsta, perspektyvia verte.

Barber ir Odean (2011) mano, kad investuotojams turi įtakos jų gyvenama ir darbo aplinka bei žiniasklaida. Jie yra linkę įsigyti įmonių, esančių netoli jų gyvenamos vietos, akcijas ir investuoti į savo darbdavių akcijas. Investuotojai yra linkę pirkti, o ne parduoti, akcijas, kai apie jas teigiamai rašoma žiniasklaidoje.

Ekonomistai išskiria individualius bruožus, kurie paaiškina investicinę elgseną. Barnea ir kt. (2010) tyrimas parodė, kad dalyvavimą akcijų rinkoje lemia veiksniai, kurie leidžia individui įveikti patekimo į rinką kliūtis, pavyzdžiui, turtas, išsilavinimas, pažintiniai gebėjimai, socialinės sąveikos ir pasitikėjimas, taip pat asmens rizikos vengimas.

Pagal Deng (2006), analizuojant akcijų kainų dinamiką, visų pirma svarbu, suprasti akcijų kainų judėjimo pobūdį. Antra, reikia suprasti perspektyvią akcijų kainų seką. Ir galiausiai, reikia suprasti akcijų kainos judėjimo modelius. Autorius teigia, kad akcijų rinka yra vieta, kur investuotojai išreiškia savo siekius ir idealus. Akcijų kainų judėjimo tendencija atspindi subtilią pusiausvyrą tarp investuotojų siekių ir lūkesčių. Auganti akcijų kainos tendencija atitinka investuotojų lūkesčius. Akcijų kaina tam tikrame viename laiko intervale yra akcijų kainų sekos vienetas, sudarytas iš trijų elementų: akcijų kainų judėjimo krypties, akcijų kainų judėjimo masto ir akcijų kainų judėjimo intervalų. Akcijų kainos pokyčiai gali būti suskirstyti į tris modelius. Pirmasis modelis yra tęstinumo, kurį galima suskirstyti į nuolatinio augimo modelį ir nuolatinio kritimo modelį. Antrasis tipas yra ne tęstinis modelis. Toks modelis yra pertraukto tęstinio modelio forma. Trečiasis yra nepriklausomas modelis, ir gali būti suskirstytas į nepriklausomus akcijų kainų kilimus ir nepriklausomus kritimus.

Pastarojo meto finansų ekonomikos literatūra prieštarauja rinkos efektyvumo teorijai ir pripažįsta psichologinių nukrypimų įtaką investuotojų elgesiui ir akcijų kainoms. Heijden (2003) nurodo, kad tiek fundamentalistai, tiek technikai deklaruoja, kad akcijų kaina priklauso nuo investuotojų elgesio. Fundamentalios analizės filosofija teigia, kad, kai pakankamai prekybininkų supranta, jog akcijos rinkos kaina neatitinka tikrosios jos vertės, rinkos paklausos / pasiūlos mechanizmas priverčia turto kainą artėti prie tikrosios vertės. Techninės analizės filosofija teigia, kad informacija yra palaipsniui atspindima akcijos kainoje.

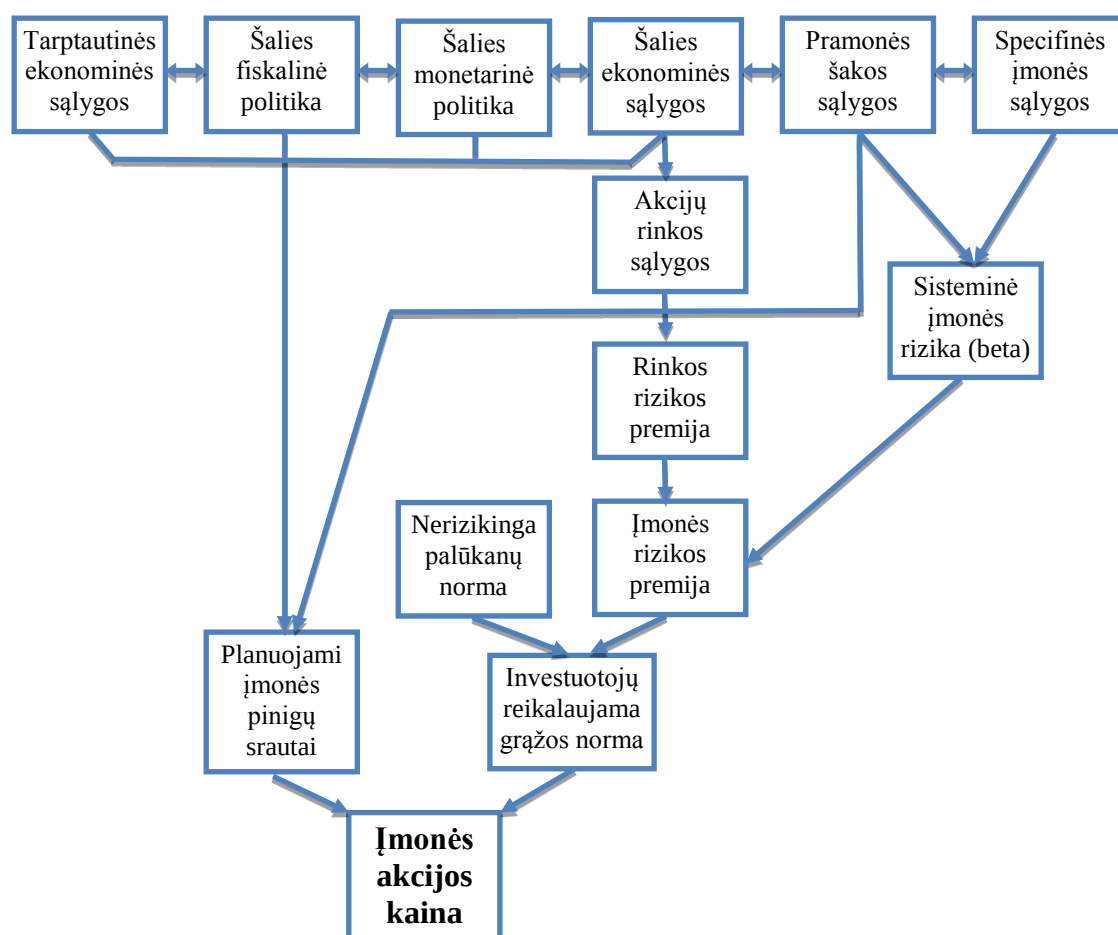
Atlikta mokslinių straipsnių analizė atskleidė, kad investuotojų elgesys neturi esminės įtakos akcijų kainoms. Paudel ir Laux (2010) tyrimų rezultatai rodo, kad investuotojų nuotaikos arba, jų nustatytas, investuotojų elgesys neturi esminės įtakos akcijų kainoms. Autorių tyrime akcijų kaina yra apibrėžiama kaip eilės nepriklausomų kintamųjų funkcija, kurią sudaro, pavyzdžiui, investuotojų nuotaikos indeksas, bendrojo pelno augimo tempas, skolos santykis, nuosavo kapitalo grąža, dividendai, tenkantys vienai akcijai, laisvų pinigų srautas investicijoms ir kiti kintamieji.

Moksliškai aprašyta akcijų kainų dinamika leido išskirti trijų tipų akcijų kainų pokyčius: pirmasis atspindi spekuliantų veiklą, antrasis atspindi didžiųjų investuotojų strategijas, trečiasis yra nulemtas ekonominių jėgų, nepriklausančių nuo asmenų kontrolės. Iš pateiktos analizės galima aiškiai matyti, kad nėra tarpusavio ryšio tarp investuotojų elgesio pokyčių ir akcijų kainų kitimo. Kadangi akcijų kaina yra apibrėžiama, kaip nepriklausomų kintamųjų funkcija, investuotojų elgesys neturi esminės įtakos akcijų kainoms

1.3. Akcijų kainų pokyčius įtakojantys veiksniai

Akcijų vertinimas sudėtingas ne tik dėl pačio vertinimo ypatumų, bet ir dėl įvairių veiksnių, įtakančių vertybinių popierių rinkos kainas. Dugalic (2008) ir Madura (2008) išskiria tris veiksnių grupes. Pirmoji veiksnių grupė apima ne finansų rinkos ekonominius veiksniai, kurie yra svarbūs ilgalaikiams kainų pokyčiams. Antra veiksnių grupė apima sąlygas, veikiančias finansų rinkos viduje ir turi trumpalaikį poveikį kainomis. Trečia veiksnių grupė apima specifinius konkrečios įmonės veiksniai.

Paveiksle pateikta akcijų kainas įtakančių veiksnių integracija parodo įvairių veiksnių, naudojamų skirtinguose akcijų vertinimo modeliuose, kilmę ir jų reikšmę akcijų kainai (žr. 2 pav.). Šių veiksnių sujungimas į vieną sistemą nustato kiekvieno elemento funkcijas ir vaidmenį joje. Paveiksle grafiškai pavaizduoti veiksniai, kuriuos stebi vertybinių popierių rinkos dalyviai bandydami numatyti ateities akcijų kainų pokyčius. Dugalic (2008) teigimu, kartais visos trys veiksnių grupės veikia vienu metu ir ta pačia kryptimi, o kartais labai skirtingomis kryptimis. Aišku tik tai, kad šių veiksnių grupių įtaka vertybinių popierių rinkai yra skirtingo stiprumo.

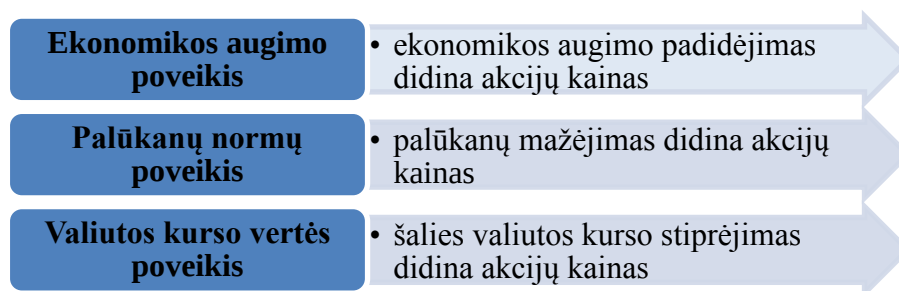


Šaltinis: Madura, 2008, p. 274

2 pav. Akcijų kainas įtakančių veiksnių integracija

Toliau pateikiama šių veiksnių detalizacija ir atkleidžiamas jų poveikis akcijų kainai.

Ekonominiai veiksniai. Investuotojai nagrinėja įvairius ekonominius veiksnius, kurie turi įtakos įmonės pinigų srautams, įmonės vertinimu siekdami nustatyti, ar jos akcijos yra pervertintos ar nepakankamai įvertintos (žr. 3 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal Madura, 2008

3 pav. Ekonominių veiksnių įtaka akcijų kainai

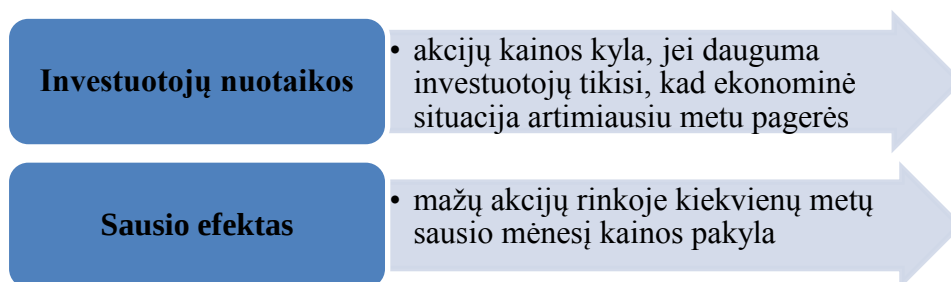
Tikėtina, kad ekonomikos augimo padidėjimas padidins įmonės produktų ir paslaugų paklausą ir todėl didės firmos pinigų srautai ir gerės jos vertinimas. Vertybinių popierių rinkų dalyviai stebi tokius ekonominius rodiklius kaip užimtumas, bendrasis vidaus produktas, mažmeninė prekyba ir fizinių asmenų pajamos, nes šie rodikliai gali signalizuoti informaciją apie ekonomikos augimą ir jo įtaką pinigų srautams. Netikėtai palanki informacija apie ekonomiką yra linkusi sukelti palankų tikėtinų įmonės pinigų srautų persvarstymą, todėl išauga įmonės vertė. Kadangi vyriausybės fiskalinė ir pinigų politika turi įtakos ekonomikos augimui, ji taip pat yra nuolat stebima investuotojų.

Madura (2008) teigimu, viena iš labiausiai žinomų ekonominių jėgų darančių poveikį akcijų rinkos kainoms yra nerizikinga palūkanų norma. Investuotojai turėtų įsigyti rizikingą turtą tik tuo atveju, jei jie tikisi, kad atsiradę pavojai bus kompensuojami rizikos premija. Atsižvelgiant į galimybę pasirinkti nerizikingus išdo vertybinius popierius arba rizikingas akcijas, investuotojai turėtų įsigyti akcijas tik tuo atveju, jei jų kaina tinkamai atspindi tikėtiną kapitalo grąžą, kuri pakankamai viršija nerizikingą palūkanų normą. Nors tarp palūkanų normos ir vertybinių popierių kainos nėra pastovaus santykio, laikui bėgant, daugelis didžiausių akcijų rinkos nuosmukių įvyko tais laikotarpiais, kai palūkanų normos gerokai padidėjo. Be to, akcijų rinkos augimas 1990 m. yra susijęs su mažomis palūkanų normomis, kurios paskatino pereiti nuo skolos vertybinių popierių prie nuosavybės vertybinių popierių.

Valiutos vertė gali turėti įtakos akcijų kainoms dėl kelių priežasčių. Pirma, užsienio investuotojai nori pirkti kitos šalies akcijas, kai jos valiuta yra silpna, ir parduoti jas, kai valiutos vertė pakyla. Taigi, užsienio paklausa bet kuriai akcijai didėja, kai tos šalies valiutos kursas stiprėja, kitoms sąlygoms esant vienodoms (Madura, 2008). Be to, akcijų kainos yra veikiamos per valiutų vertės kitimo poveikį pinigų srautams. Eksportu užsiimančių įmonių akcijų kainas palankiai paveikti gali silpna valiuta ir neigiamai - stipri valiuta. Importuojančioms įmonėms įtaka bus priešinga. Kintanti valiutos vertė taip pat gali paveikti akcijų kainas dėl ekonominių lūkesčių veiksnių, kurie įtakoja įmonės rezultatus,

įtakos. Pavyzdžiui, jei silpna valiuta skatina šalies ekonomiką, ji gali sustiprinti šalies įmonių, kurių pardavimai priklauso nuo šalies ekonomikos, vertę.

Su rinka susiję veiksniai. Su rinka susiję veiksniai taip pat įtakoja akcijų kainas (žr. 4 pav.). Šie veiksniai apima investuotojų nuotaikas ir sausio efektą.



Šaltinis: sudaryta pagal Madura, 2008

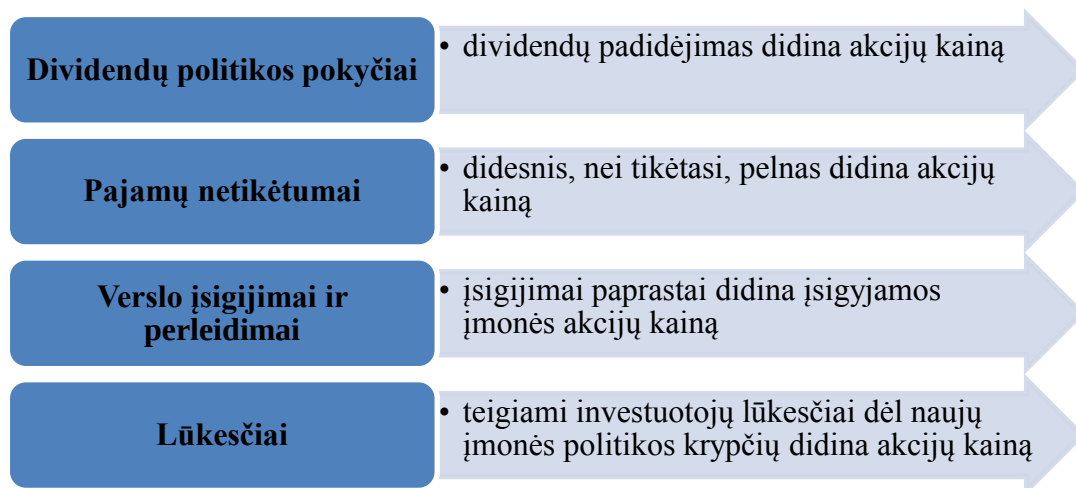
4 pav. Akcijų rinkos veiksnių įtaka akcijų kainai

Madura (2008) nurodo, kad pagrindinis su rinka susijęs veiksnys yra investuotojų nuotaikos, kurios parodo bendrą investuotojų į akcijų rinką nuotaiką. Kadangi akcijų vertinimai atspindi lūkesčius, kai kuriais laikotarpiais akcijų rinkos rodikliai nėra labai susiję su esamomis realiomis ekonominėmis sąlygomis. Pavyzdžiui, nors ekonomika yra silpna, akcijų kainos gali kilti, jei dauguma investuotojų tikisi, kad ekonominė situacija artimiausiu metu pagerės. Optimistiniai lūkesčiai reiškia, kad yra teigiamos nuotaikos. Akcijos gali pasižymėti pernelyg dideliu nepastovumu, nes jų kainos yra iš dalies įtakojamos susižavėjimo ir mados, kurie gali būti nesusiję su būsimų dividendų dabartine verte. Akcijų kainų pokyčiai iš dalies gali būti priskirti investuotojų priklausomybei nuo kitų investuotojų vertybinių popierių rinkos vertinimo. Vietoje to, kad patys įvertintų įmonės vertę, daugelis investuotojų sutelkia dėmesį į bendras investuotojų nuotaikas. Tai gali sukelti neracionalų energingumą, kai akcijų kainos didinamos be priežasties. Kitaip tariant, pats visuotinis galvojimas apie akcijų kainų pokyčius skatina tokius pokyčius realybėje.

Madura (2008) teigimu, kadangi dažnai yra vertinama metinė portfelių valdytojų veikla, jie yra linkę investuoti į rizikingesnes nedidelių kompanijų akcijas metų pradžioje ir pereiti prie didesnių (labiau stabilių) įmonių akcijų artėjant metų pabaigai, kad užtikrinti savo pelną. Ši tendencija sukelia įtampą mažų akcijų rinkoje kiekvienų metų sausio mėnesį, sukeldama vadinamąjį Sausio efektą. Kai kurie tyrimai atskleidė, kad didžioji dalis metinio akcijų rinkos prieaugio atsiranda sausio mėnesį. Kai investuotojai atrado sausio efektą, jie bandė užimti daugiau akcijų pozicijų mėnesiu anksčiau. Tai akcijų rinkos įtampą perkėlė į gruodžio vidurį, todėl sausio efektas prasideda gruodį. Lietuvos autoriai, nagrinėjantys akcijų rinkas, nurodo visai kitas sausio efekto priežastis. Investuotojų portalas „Traders. It“ teigimu: „Sausio efektas - mėnuo pasižymintis kainų augimu, dėl to, kad investuotojai gruodį parduoda nepelningas akcijas, siekdami sukurti kuo didesnę neapmokestinamą pelną“.

Specifiniai įmonės veiksniai. Įmonės akcijų kainą įtakoja ne tik makroekonominės ir rinkos sąlygos, bet taip pat ir specifinės konkrečios įmonės sąlygos (žr. 5 pav.). Kai kurios įmonės netgi

labiau yra veikiamos vidinių veiksmų, o ne bendrų ekonominių sąlygų, todėl vertybinių popierių rinkos dalyviai stebi pramonės pardavimų prognozes, naujų konkurentų atsiradimą ir pramonės produkcijos kainų svyravimą. Vertybinių popierių rinkos dalyviai gali sutelkti dėmesį į konkrečių įmonių pranešimus, signalizuojančius apie įmonės pardavimų augimą, pajamas, ar kitas savybes, kurios gali įtakoti įmonės planuojamus būsimuosius pinigų srautus.



Šaltinis: sudaryta pagal Madura, 2008

5 pav. Specifinių įmonės veiksmų įtaka akcijų kainai

Dividendų padidėjimas gali atspindėti įmonės lūkesčius, kad ji gali lengvai sau leisti mokėti dividendus, o jų sumažėjimas gali atspindėti tai, kad įmonė neturi pakankamų pinigų srautų.

Naujausios pajamos yra naudojamos prognozuojant ateities pajamas, kurios lemia įmonės ateities pinigų srautų prognozes. Kai įmonės pelnas yra didesnis, nei tikėtasi, kai kurie investuotojai padidina įmonės būsimųjų pinigų srautų prognozes, todėl pakelia turimų akcijų kainą. Atvirkščiai, mažesnio nei tikėtasi pelno paskelbimas, gali priversti investuotojus sumažinti įmonės būsimų pinigų srautų prognozes ir akcijų vertę.

Madura (2008) teigia, kad tikėtini verslo išigijimai paprastai siejami su padidėjusia įsigyjamų įmonės akcijų paklausa ir todėl kyla akcijų kainos. Investuotojai pripažįsta, kad įsigyjamų įmonės akcijų kaina pakils, kai įsigyjanti įmonė bandys įsigyti jos akcijų. Poveikis įsigyjančios įmonės akcijoms yra mažiau aiškus, nes tai priklauso nuo įžvelgiamos sąveikos, kuri gali atsirasti po išigijimo. Verslo perleidimai laikomi palankiu signalu, jei perleidžiamas turtas nesusijęs su įmonės pagrindine veikla. Tipiškas aiškinimas rinkoje šiuo atveju yra tai, kad įmonė ketina sutelkti dėmesį į savo pagrindinę veiklą.

Madura (2008) akcentuoja, kad investuotojai, perkainodami įmonės akcijas, nebūtinai remiasi įvykusių įmonės naujos politikos paskelbimu. Vietoj to, jie stengiasi numatyti naujas politikos kryptis iš anksto, kad jie anksčiau, nei kiti investuotojai, pasinaudotų būsima situacija. Tokiu būdu, jie gali mokėti mažesnę kainą už tam tikras akcijas arba parduoti akcijas už didesnę kainą. Pavyzdžiui, jie gali naudoti įmonės finansines ataskaitas arba įmonės vadovų pranešimus spėliodami būsimą įmonės

dividendų politiką. Prekybos, grindžiamos neišsamia informacija, trūkumas yra tai, kad investuotojai gali netinkamai numatyti įmonės ateities politiką.

Aptarti veiksniai iliustruoja pagrindines jėgas, kurios laikui bėgant lemia akcijų kainas. Skolos vertybinių popierių kainos ir reikalaujama grąžos norma yra svarbūs veiksniai, kaip ir ekonominiai veiksniai, kurie turi įtakos nerizikingai palūkanų normai. Vertybinių popierių rinkos dalyviai stebi rodiklius, kurie gali turėti įtakos nerizikingai palūkanų normai, kuri paveikia investuotojų reikalaujamą grąžą. Infliacijos rodikliai (pvz., vartotojų kainų indeksas ir gamintojų kainų indeksas) ir vyriausybės skolinimosi rodikliai (pvz., biudžeto deficitas ir būsimų išdo obligacijų apimtis) taip pat turi įtakos nerizikingai palūkanų normai ir todėl veikia investuotojų reikalaujamą grąžą. Kai minėti veiksniai pranašauja didesnės palūkanų normos lūkesčius, didėja investuotojų reikalaujama grąžos norma. Be to, numatomi būsimi įmonės pinigų srautai, kuriems turi įtakos bendros ekonominės, pramonės ir konkrečios įmonės sąlygos, paprastai yra skaičiuojami siekiant nustatyti jos vertę.

Atsižvelgiant į galimus vertinamų veiksnių pokyčius, investuotojai bando numatyti būsimą akcijų kainą. Vieni iš nagrinėtų veiksnių yra daugiau naudojami techninėje analizėje, o kiti įtakoja fundamentalios analizės rezultatus. Techninė analizė remiasi investuotojų nuotaikomis ir lūkesčiais, o fundamentalios analizės rezultatus įtakoja palūkanų normos, dividendų politikos ir pajamų pokyčiai.

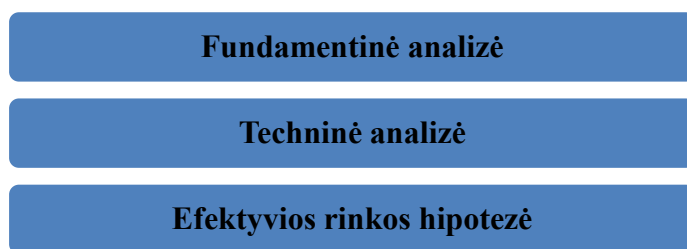
1.4. Akcijų vertinimo modeliai

Leipaus ir Norvaišos (2003, p. 7) teigimu, akcijų kainų svyravimų šiuolaikinio aiškinimo prototipą 1900 m. pasiūlė prancūzų matematikas Bachelier. Svarbiausias Bachelier darbo nuopelnas yra iš esmės naujas siūlymas matematiškai modeliuoti akcijos kainos kitimą. Vėlesnius empirinio tyrimo šia kryptimi darbus atliko Working (1934), Cowles (1933) ir Kendall (1953). Kitos darbų kryptys buvo ir yra susijusios su tuo, kas vadinama technine ir fundamentaliąja analize, kurių svarbiausias tikslas – kainos prognozė.

Dabartinio laikotarpio autoriai, atsižvelgiant į akcijų vertinimo sudėtingumą ir nagrinėjamus veiksnius, siūlo du pagrindinius akcijų vertinimo problemos sprendimo būdus: fundamentalią ir techninę analizę. Janssenet al. (2001) nurodo, kad modeliai, naudojami analizuoti vertybinius popierius ir priimti investicinius sprendimus, skirstomi į dvi labai plačias kategorijas: fundamentalią analizę ir techninę analizę. Anot jų, fundamentalioji analizė, siekiant nustatyti akcijų vertę, analizuoja įmonės charakteristikas, t. y. remiasi pagrindinėmis įmonės ir atitinkamos pramonės, kuri gali įtakoti akcijų vertę, finansinėmis charakteristikomis (pavyzdžiui, pajamomis), o technikai domisi tik rinkos kainų pasikeitimu, t. y. akcijų kainų tendencijomis. Tokias pat pagrindines vertybinių popierių analizės kryptis nurodo ir Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2006), nagrinėdamos fundamentinių ir techninių veiksnių įtaką vertybinių popierių portfelio formavimui.

Olweny (2011) šalia fundamentalistų ir technikų papildomai išskiria veiksmingos rinkos hipotezės šalininkus. Jis teigia, kad pagrindinės mokyklos, nagrinėjančios akcijų vertingumo

nustatymo ir kainų jų pokyčių teorijas, skirstomos į: fundamentalistus, technikus, veiksmingos rinkos hipotezės šalininkus (žr. 6 pav.).



6 pav. Akcijų vertinimo modeliai

Fundamentalistai teigia, kad vertybinio popieriaus kaina bet kuriuo metu yra lygi jų pajamų srautui diskontuota verte. Jie mano, kad vertybinio popieriaus vertė priklauso nuo pagrindinių ekonominių veiksnių ir todėl akcijos vertė nustatoma analizuojant tokius kintamuosius kaip dabartinės ir būsimos pajamos, pinigų srautai, palūkanų normos ir rizikos kintamieji (Reilly ir Brown, 2000). Todėl fundamentalioji analizė apima rinkos analizę, įmonės analizę ir investicijų portfelio valdymą. Fundamentalioji analizė savo investicijas grindžia ilgalaikiai investuotojai. Šios analizės tikslas – nustatyti tikrąją kompanijos vertę, vertinant ekonominius, finansinius ir kitus kiekybinius ir kokybinius faktorius, darančius įtaką kompanijos vertei.

Techninės analizės tikslas yra priešingas nei fundamentalios analizės. Techninė analizė nesiekia nustatyti kompanijos vertės, o analizuoja akcijų kainų dinamiką ir prognozuoja: analizuojant akcijų kainos kitimo grafikus ir remiantis techninės analizės teorijomis, bandoma nuspėti ar akcijų vertė trumpuoju laikotarpiu kris ar kils. Technikai teigia, kad akcijos rinkos vertė nustatoma pagal pasiūlos ir paklausos faktorius, ir turi labai mažai ką bendro su akcijos pajamomis ir dividendais. Pasiūla ir paklausa yra veikiami keleto nacionalinių ir tarptautinių veiksnių. Jie mano, kad atskirų vertybinių popierių ir bendra rinkos vertė juda tendencingai, tendencijos išlieka tam tikrą laiko tarpą ir, kad panašios tendencijos kinta reaguodamos į pasiūlos ir paklausos santykius. Šie poslinkiai, nepriklausomai nuo jų atsiradimo priežasties, anksčiau ar vėliau gali būti nustatyti, analizuojant pačią rinką. Analizės pagrindinis dėmesys skiriamas vertybinių popierių rinkos, o ne išorinių veiksnių, kurie turi įtakos rinkai, tyrimui. Išorinius veiksnus, kaip manoma, visiškai atspindi akcijų kainos ir vertybinių popierių biržos apimtis. Pati rinka suteikia visą informaciją, reikalingą analizuoti ir prognozuoti akcijų kainų dinamiką. Tačiau rinkos kaina turėtų būti naudojama tik tuo atveju, jei akcijomis aktyviai prekiaujamos plačioje rinkoje, kurios neįtakoja neįprasti veiksniai, pavyzdžiui, nereguliari prekyba arba rinkos siaurumas.

Efektyvios rinkos hipotezės šalininkas Fama (1991) teigia, kad akcijų kainų pokyčiai atsiranda atsitiktinai ir neįmanoma prognozuoti akcijų ateities kainų. Tai daugiau vertybinių popierių rinkos funkcionavimo, o ne akcijų vertinimo modelis. Fama teigia, kad kainos juda aukštyn arba žemyn, nes atsiranda naujos informacijos ir, kol investuotojai negali prognozuoti naujos informacijos, neįmanoma

nuspėti ateities kainų pokyčių. Efektyvios rinkos hipotezė akivaizdžiai prieštarauja techninei analizei. Ši teorija teigia, kad ankstesni kainos ar gražos pokyčiai yra nenaudingi prognozuojant būsimas kainas, o tai reiškia, kad techninės analizės darbas yra nenaudingas. Didžioji dauguma tyrimų, kurie nagrinėjo silpnos formos veiksmingą rinkos hipotezę, nustatė, kad kainos prisitaiko prie vertybinių popierių rinkos informacijos, paremdamos atsitiktinumo teoriją.

Šių modelių naudojimo teigiami ir neigiami aspektai palieka erdvės interpretavimui ir būtina pateikti pagrindimą dėl vieno ar kito modelio pasirinkimo ir jų vertinimo prielaidas. Tokių autorių kaip Lui ir Mole (1998), Dugalic (2008), Bettman et. Et al. (2009) ir Tyagi (2011) teigimu akcijų rinka yra kompleksiška, todėl dažnai nepakanka vieno modelio priimant investicinį sprendimą. Nors techninė ir fundamentali analizė traktuojamos kaip priešingybės, daugelis rinkos dalyvių derindami jas abi patyrė didelę sėkmę. Atlikti moksliniai tyrimai rodo, kad fundamentalistai dažnai naudoja techninę analizę, mėgindami nustatyti tinkamiausią laiką pirkti ir parduoti akcijas rinkoje. Lui ir Mole (1998) tyrimo rezultatai rodo, kad daugiau nei 90 procentų respondentų remiasi abiejų - fundamentaliosios ir techninės analizės - duomenimis, prognozuodami ateities kainų judėjimą. Tyagi (2011) atlikto tyrimo rezultatai taip pat rodo, kad daugiau nei 85 procentų respondentų, prognozuojant skirtingų laikotarpių būsimus kainų pokyčius, remiasi fundamentalia ir technine analize vienu metu. Šio tyrimo rezultatai rodo, kad kai rinka yra optimistinė (bulių) jos dalyviai labiau pasitiki technine analize ir, kai rinka yra krentanti (meškų) yra atvirkščiai - jos dalyviai remiasi fundamentalia analize. Bettman et al. (2009) pasiūlė integruotą akcijų vertinimo modelį, kuris sujungia fundamentalios ir techninės analizės aspektus, labiau papildančius vienas kitą, nei prieštaraujančius vienas kitam. Jų bandymai patvirtino, kad fundamentalios ir techninės analizės integracija suteikia tikslias prognozes.

Nepaisant minėtų tyrimų rezultatų, dauguma akcijų analitikų remia fundamentalistus. Net techniniai analitikai pripažįsta, kad fundamentalistas, turintis gerų analitinių gebėjimų ir gerai prognozuojantis informacijos poveikį rinkai, turėtų pasiekti didesnę pelną. Atsižvelgiant į darbe keliamą akcijų vertinimo sudėtingumo problemą, tikslinga remtis konkrečiais ir pamatuojamais akcijų vertinimo modeliais, o ne daug neapibrėžtumų turinčia technine analize, kuri, kaip akcentuoja Freitakas (2012), net nėra akcijų vertinimas, o kainų dinamikos analizė ir prognozavimas.

Siekiant išspręsti akcijų vertinimo modelių panaudojimo sudėtingumo problemą, kuri kyla dėl analizuojamų veiksnių gausos ir tikslaus vertinimo modelio nebuvimo, darbe toliau nagrinėjami fundamentalios analizės teorijos principai, modeliai ir instrumentai, bei pasiūlytas akcijų vertinimo modelis. Fundamentalios analizės modelio pasirinkimą lėmė ir tai, kad šis analizės būdas yra prieinamesnis (laisvai prieinami finansinių rodiklių skaičiavimo instrumentai, bei svarbiausi pasirinktų įmonių finansiniai rodikliai), užimantis mažiau laiko (nereikia nuolat sekti grafikų tendencijų) ir patogesnis neprofesionaliam investuotojui, kurio investicinis kapitalas nėra didelis. Šis būdas taip pat yra priimtinesnis investuotojams, kurie investuoja į atskiras kompanijas, o ne ekonominius sektorius.

Techninė analizė neprofesionaliam investuotojui yra sunkiau prieinama dėl didelių laiko sąnaudų, didelio investicinio kapitalo ir reikalingos įrangos. Fundamentali analizė yra išsamesnė už techninę, nes remiantis šiuo modeliu, siekiama ne tik prognozuoti galimą akcijos kainos kitimą, kad išsiaiškinti, kurios įmonės yra nepakankamai įvertintos rinkoje, bet ir nustatyti kitimo priežastis. Pagrindinis fundamentinės analizės tyrimo objektas yra pati įmonė. Fundamentinė analizė ypač naudinga priimant ilgalaikio investavimo sprendimus.

2. FUNDAMENTALIOS ANALIZĖS TEORIJOS IR PRINCIPAI

Finansų literatūroje galima rasti įvairių teorinių požiūrių į akcijų kainas ir jas įtakančius veiksnius. Fundamentalioji analizė - tai bandymas paaiškinti kainų pokyčius finansų rinkose dėl ekonominės ir politinės aplinkos įtakos. Dugalić (2008) teigimu, visos, fundamentaliajai analizei priklausančios, teorinės koncepcijos, nepaisant tam tikrų požiūrio skirtumų, gali būti suskirstytos į dvi pagrindines - klasikinės ir pasiklovimo teorijos kryptis (žr. 7 pav.).

Hubbard	• Klasikinė teorija
Jiler	• Pasiklovimo teorija

7 pav. Fundamentalios analizės teorijos

Klasikinės fundamentalios analizės kryptis plačiai nagrinėjo Hubbard (1990). Jo teigimu, klasikinė, akcijų kainų tendencijas aiškinanti, teorija gyvuoja jau senai. Ši teorija teigia, kad svarbiausia akcijų kainos kitimo priežastis yra joms prognozuojamas pelnas. Daroma prielaida, kad pelnas yra svarbiausias ir pagrindinis veiksnys nustatant akcijų rinkos kainas. Šios teorijos šalininkai teigia, kad akcijos kaina yra dabartinė visų ateityje laukiamų dividendų vertė, o dividendai gali atsirasti tik iš pelno. Pelną pokyčiai pakeičia dividendų perspektyvą ir todėl pagrįstai daro įtaką akcijų kainoms. Tai klasikinis akcijų kainų tendencijų paaiškinimas, kuris nurodo, kad nepaisant išimčių, akcijų kainos labiausiai pasikeičia prieš kiekvieną verslo operacijų pakeitimą. Šios teorijos šalininkai mano, kad dividendai yra svarbus veiksnys, nustatant akcijų kainą, bet laiko juos antraeiliais palyginti su numatomu pelno pasikeitimu.

Jiler (1961) aprašė akcijų kainų tendencijos pasiklovimo teoriją, kuri yra mažiau formali, palyginti su tradicine teorija. Ji retai sutinkama nagrinėjant literatūrą, analizuojančią akcijų rinkas. Tačiau yra daug teoretikų manančių, kad ši teorija nusipelnė tokio pat dėmesio kaip klasikinė akcijų kainos nustatymo teorija. Pasiklovimo teorija teigia, kad pagrindinis akcijų kainų tendencijas veikiantis veiksnys yra prekybininkų ir investuotojų pasiklovimas pelno ir dividendų padidėjimu ar sumažėjimu ateityje.

Iš pirmo žvilgsnio ši teorija gali atrodyti kaip klasikinės teorijos variacija, nes taip pat teigia, kad akcijų kainos priklauso nuo pelno. Tačiau, esminis skirtumas tarp šių dviejų požiūrių yra tas, kad pasitikėjimo teorija daugiau remiasi rinkos psichologija, o ne statistiniais duomenimis. Šios teorijos privalumas yra tas, kad ji gali būti naudojama, siekiant paaiškinti kainų machinacijas akcijų rinkoje, kurių negali paaiškinti klasikinė teorija. Remiantis pasiklovimo teorija, jei yra pakankamas optimistiškai nusiteikusių prekybininkų ir investuotojų skaičius dėl fundamentalių sąlygų arba dėl individualios įmonės ateities, vyks akcijų pirkimas. Jei jų optimizmas tampa pernelyg didelis, jie toliau

perka akcijas, kol kainos pasiekia tokį lygį, kuris nebegarantuoja teigiamo ryšio tarp akcijų kainų, pelno ir dividendų, ir priešingai per didelio pesimizmo atveju.

Literatūroje nagrinėjamas fundamentaliosios analizės kilmės teorijas plačiai apžvelgė Rahgozar (2005). Autorė nurodo, kad fundamentaliosios analizės, vertinant akcijų kainas, kilmė gali būti datuojama Graham (1934) ir Dodd (1940) darbais, kuriuose autoriai įrodinėjo pagrindinių ekonominių veiksnių svarbą akcijų kainos vertinimui. Autoriai, naudodami fundamentalios akcijų analizės modelius, bandė nustatyti investavimo galimybes akcijų rinkoje. Vėlesniuose tyrimuose, Graham, Dodd ir Cottle (1962) teigė, kad svarbiausias veiksnys, lemiantis akcijų kainą yra ateityje numatomos gauti vidutinės įmonės pajamos. Graham ir Dodd teoriją vėliau bandė paneigti Fama (1965), kuris teigė priešingai, kad akcijų kaina kinta atsitiktinai, ir vėlesniame tyrime (1970) suformulavo efektyvios rinkos teoriją, kuri ginčijo vertinimo modelių ir istorinių duomenų pagrįstumą. Jo požiūriui pritarė ir Lee, Myers ir Swaminathan (1999), kurie palygino 30 įmonių, patenkančių į Dow Jones Industrial indeksą, prognozuojamas akcijų vertes su tikrosiomis vertėmis 1963-1996 m. laikotarpiu ir nustatė, kad tradiciniai vertinimo modeliai, naudojantys daugiklių modelius, turi mažą prognozavimo tikslumą.

Tačiau 2002 m. Liu, Nissim ir Thomas (2002) nustatė, kad išankstinių pajamų, daugikliai gana tiksliai prognozavo akcijų kainas. Jie nustatė, kad pusės jų tirtų variantų, prognozuojamos akcijų kainos nuo realių akcijų kainų skyrėsi tik 15 procentų. Taip pat, nagrinėdami 100 S&P įmonių akcijų kainų ir dividendų ryšį, Nasseh ir Strauss (2004) naudojo dabartinės vertės modelį ir nustatė, kad egzistuoja glaudus ryšys tarp akcijų kainų ir dividendų, tačiau, dabartinės vertės modelis nepakankamai įvertinta akcijų kainas. Keliolika autorių - Brigham ir Daves (2002), Moyer, McGuigan ir Kretlow (2003), Mayo (2003), Brigham ir Hjuston (2004) ir Hirt ir Block (2006) ir kiti aprašė diskontuotų pinigų srautų (DCF) ir daugeli kitų fundamentaliosios analizės modelių vertinančių akcijų kainas.

Venkatesh (2011) teigia, kad fundamentalioji analizė yra būdas išsiaiškinti akcijos, kurią investuotojas nori pirkti, ateities kainą. Fundamentali analizė teigia, kad kiekviena akcija turi tikrąją vertę, kuri turėtų būti lygi dabartinei akcijos ateities pajamų srauto vertei diskontuotai atitinkama rizikos norma.

Akcijoms vertinti naudojami įvairūs fundamentalūs vertinimo modeliai, kuriuose naudojami ir konkrečios įmonės, ir bendri makroekonominiai rodikliai. Kaip teigia SEB banko analitikai (2011), šie modeliai leidžia prognozuoti įmonės veiklos rezultatus, pavyzdžiui, jos pardavimo apimtį, pelno maržas ar pinigų srautus. Tokios prognozės padeda nustatyti realią akcijų vertę. Akcijų vertinimo modeliai tiksliai nurodo ką reikia prognozuoti, nukreipia link šiai prognozei reikiamos informacijos ir parodo kaip susieti gautą informaciją su prognozuojama tikrąją akcijų verte. Kadangi akcijų vertinimas iš prigimties yra painus ir įvairiapusis procesas, skirtingi teoretikai ir analitikai akcentuoja skirtingus jų vertinimo modelius (žr. 8 pav.).

P. S. Froidevaux (2004) ir H. Sinaei (2010, p. 142)	Įmonės vertės vertinimas
	Absoliutinis vertinimas arba diskontuotų pinigų srautų modeliai
	Santykinis vertinimas arba vertės kartotinių metodai
B. Beyoglu ir M. Ivanov (2008)	Pelnas, tenkantis vienai akcijai (EPS)
	Kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E)
	Nuosavybės grąžą (ROE)
J. Madura (2008)	PE rodiklis
	Dividendų diskonto modelis
	Laisvų pinigų srautų modelis
	Arbitražo įkainojimo metodas
R. Rahgozar (2006)	Pridėtinės rinkos vertės modelis
	Dividendų vertinimo modeliai
	Daugiklių modeliai
Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija (2011)	Rinkos požiūrio modeliai
	Kaštų/turto požiūrio modeliai
	Naudojimo pajamų požiūrio modeliai

8 pav. **Fundamentalūs vertinimo modeliai**

Gana aiškiai ir išsamiai fundamentalios analizės modelius į grupes suskirstė Froidevaux (2004, p. 8) ir Sinaei (2010, p. 142). Jų teigimu galima įžvelgti tris pagrindines fundamentaliosios akcijų analizės kategorijas, o visi kiti modeliai patenka į vieną iš šių kategorijų:

- Įmonės vertės vertinimas. Įmonės vertės nustatymo modelis grindžiamas įmonės materialaus turto rinkos vertės, įmonės turto generuojamų einamųjų pajamų ir įmonės augimo potencialo įvertinimu.
- Absoliutinis vertinimas arba diskontuotų pinigų srautų modeliai. Kaip plačiausiai naudojamus diskontuotų pinigų srautų modelius autorius išskiria: dividendų diskonto modelį, laisvų pinigų srautų modelį ir likutinių pajamų modelį.
- Santykinis vertinimas arba vertės kartotinių modeliai. Dažniausia naudojami kartotinių modeliai, vertinant akcijas yra: pelno vertinimas (P/E rodiklis), pajamų vertinimas (P/S rodiklis), pinigų srautų vertinimas (P/EBIT, P/EBITDA, P/CFO, EV/EBITDA rodikliai) ir turto vertinimas (P/B, B/M) rodikliai (Froidevaux, 2004, p. 15).

Beyoglu ir Ivanov (2008) išskiria tik tris svarbiausius fundamentalios analizės modelius, visiškai ignoruodami itin populiarią ir pripažintą dividendų diskonto modelį. Jų išskiriami fundamentalios analizės modeliai apima: pelną tenkanti vienai akcijai (EPS), kainos ir pelno vienai akcijai santykį (P/E) ir nuosavybės grąžą (ROE).

Madura (2008) sudarytame akcijų vertinimo modelyje šalia PE rodiklio, dividendų diskonto modelio ir laisvų pinigų srautų modelio, papildomai išskiriamas arbitražo įkainojimo modelis. Tai bene vienintelė studija, kurioje šalia įmonės vidinių rodiklių, siūloma įvertinti ir aplinkos faktorių įtaką akcijų kainai. Šioje studijoje teigiama, kad investuotojai, kurie nustatydami akcijų vertę remiasi fundamentaliąja analize, dažniausiai naudoja kainos ir pelno santykio modelį, dividendų diskonto modelį ir laisvų pinigų srautų modelį.

Rahgozar (2006) visu akcijų vertinimo modelius skirsto į tris kategorijas: dividendų vertinimo modeliai, pridėtinės rinkos vertės modelis, daugiklių modeliai.

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija (2011, p. 6) išskyrė rekomenduotinus pagrindinius, visuotinai pripažintus, vertinimo požiūrių taikymo aspektus. Komisijos siūlymu vertinimas gali būti atliekamas trimis požiūriais: rinkos požiūriu, kaštų/turto požiūriu, naudojimo pajamų požiūriu. Atliekant vertinimus skirtingais požiūriais, yra taikomi skirtingi vertės nustatymo modeliai. Įmonės vertei nustatyti rinkos požiūriu dažniausiai taikomas lyginamosios vertės modelis, kuriame naudojami įvairūs daugikliai – t. y. palyginamųjų rinkos daugiklių principas, kuris yra paremtas santykinų rodiklių analize: P/E (kainos ir pelno akcijai santykis), EV/EBIT (verslo vertės ir pelno iki palūkanų ir pelno mokesčio santykis), EV/EBITDA (verslo vertės ir pelno iki palūkanų, mokesčių, nusidėvėjimo ir amortizacijos santykis), EV/S (verslo vertės ir pardavimų santykis) ir kt. Vertę nustatant kaštų/turto požiūriu, svarbu, kad turtas būtų atvaizduotas tikrąja, o ne įsigijimo (savikainos) verte ir būtų naudojamos audituotos finansinės ataskaitos. Pagrindiniai ir dažniausiai taikomi įmonės vertės nustatymo, pagrįsto naudojimo pajamų požiūriu, modeliai yra diskontuotų pinigų srautų bei pajamų kapitalizacijos modeliai.

AB „Swedbank“ analitikų D. Užkurėlio ir N. Džiugelytės (2012) teigimu, nėra „blogų“ ar „gerų“ rodiklių, kiekvienas iš jų yra tinkamas tam tikrai situacijai ar įmonei analizuoti. Rekomenduojama skaičiuoti kiek įmanoma daugiau ir įvairesnių rodiklių, kurie padėtų susidaryti kuo išsamesnį įmonės veiklos modelį. Rodikliai turėtų būti naudojami kaip priemonė, padedanti atsirinkti įmonės detalesnei analizei ir minimizuojanti galimos investavimo klaidos tikimybę.

Sprendžiant akcijų vertinimo modelių panaudojimo sudėtingumo problemą, dėl analizuojamų veiksnių gausos, ir siekiant sudaryti akcijų vertinimo modelį, išskiriant svarbiausius ir esminius vertinamus veiksnis, bei nustatant jų vertinimo seką, darbe akcentuojamos keturios pagrindinės vertinimo technikos, dėl pakankamai lengvo jų pritaikomumo ir paplitimo:

- dividendų diskonto modelis;
- diskontuotų pinigų srautų modelis;
- daugiklių (santykiniai) modeliai;
- kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E).

Atlikus šių modelių analizę, išskirti pagrindiniai akcijų vertinimo instrumentai, kuriais remiantis pasiūlytas akcijų vertinimo modelis.

2.1. Dividendų diskonto modeliai

Dividendų diskonto modelį sukūrė Williams (1938), o vėliau išplėstojo Gordon (1963). Williams teigė, kad akcijų kaina turėtų atspindėti dabartinę būsimų dividendų vertę. Drake (2012) teigimu, dividendų vertinimo modelis (DVM) taip pat vadinamas Gordon modeliu, nes jis pirmą kartą buvo pasiūlytas Gordon 1962 m. Jo pasiūlyta pagrindinė vertybinių popierių vertės nustatymo dividendų vertinimo modeliu lygtis (žr. (1) formulę).

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{(1+k_s)^1} + \frac{D_2}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1+k_s)^{\infty}}; \quad (1)$$

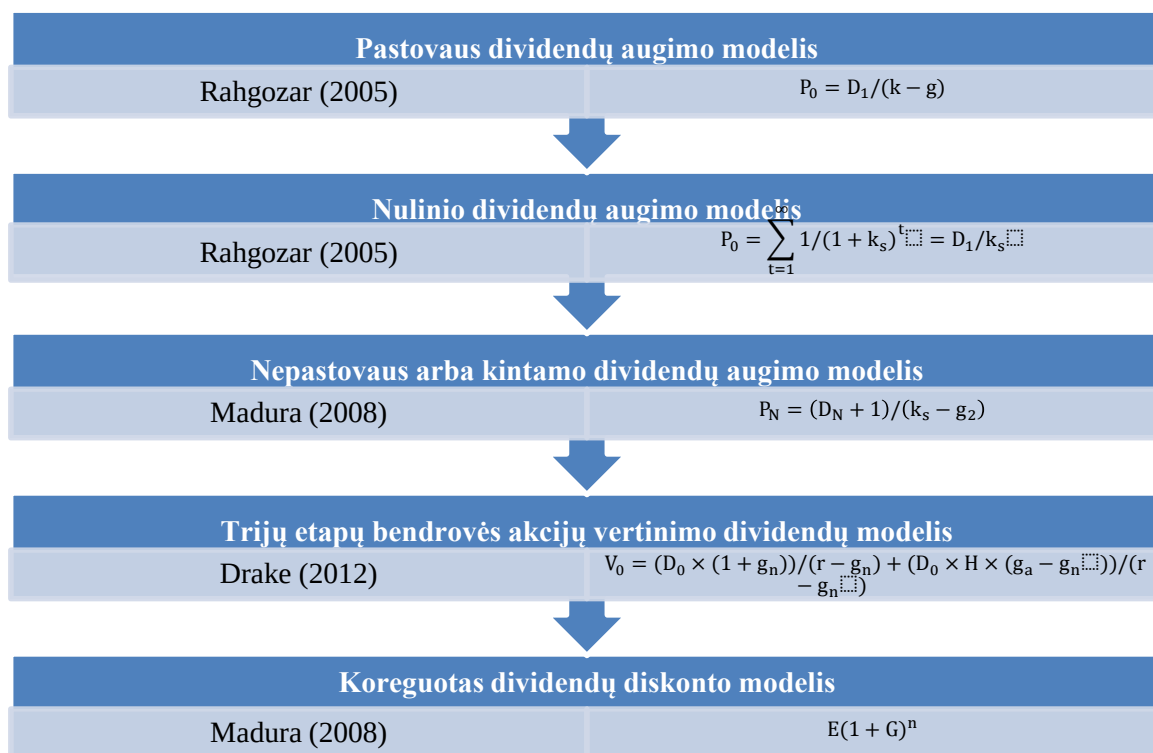
Čia: P_0 – paprastosios akcijos vertė;

t – laiko periodas;

D_t – tikėtini dividendai akcijai t metų pabaigoje;

k_s – reikalaujama paprastosios akcijos grąžos norma.

Deja, daugumos akcijų vertinimas nėra toks paprastas, nes jų dividendai nėra pastovūs skirtingais laiko periodais. Paveiksle (žr. 9 pav.) pateikiami pagrindiniai literatūroje išskiriami dividendų diskonto modeliai.



9 pav. Dividendų diskonto modeliai

Rahgozar (2005) nuomone, geriausi kandidatai dividendų vertinimo modelių taikymui yra įmonės, įtrauktos į Dow Jones Industrial transporto ir komunalinių paslaugų indeksus, nes dauguma jų yra gyvavimo ciklo brandos stadijoje, kurioje įmonių pardavimų augimas paprastai atitinka

ekonomikos augimo tempus ir jų pelnas bei dividendai paprastai auga pastoviu greičiu. *Pastovaus dividendų augimo modelis* daro prielaidą, kad akcijai bus mokami kiekvienais metais pastoviu greičiu augantys dividendai. Kai dividendų mokėjimai sudaro didžiąją dalį prognozuojamo bendrovės pelno ir jų augimas (g) yra pastovus, prognozuojamos akcijų kainos yra apskaičiuojamos naudojant nuolatinio dividendų augimo modelį (žr. (2) formulę).

$$P_0 = \frac{D_1}{(k-g)}; \quad (2)$$

Čia: P_0 - numatoma dabartinė akcijos kainos vertė;

D_1 - numatomi sekančio laikotarpio dividendai;

k - reikalaujam grąžos norma arba diskonto norma;

g - dividendų (įplaukų) augimo tempas.

Realybėje įmonių dividendai niekada neauga pastoviu greičiu neribotą laiką. Jie paprastai padidėja arba sumažėja tam tikru metu, todėl nuolatinio augimo dividendų modelis nėra tinkamas priimant investicinius sprendimus. *Nulinio dividendų augimo modelyje* daroma prielaida, kad akcijai bus mokami tie patys dividendai kasmet. Tais atvejais, kai nesitikima būsimų dividendų augimo, būsimą akcijų kainą apskaičiuojam pagal lygtį (žr. (3) formulę).

$$P_0 = D_1 \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+k_s)^t} = D_1 \times (PVIFA_{k_s, \infty}) = D_1 \times \frac{1}{k_s} = \frac{D_1}{k_s}; \quad (3)$$

Čia: P_0 – paprastosios akcijos vertė;

t – laiko periodas;

D_t – tikėtini dividendai akcijai t metų pabaigoje;

k_s – reikalaujama paprastosios akcijos grąžos norma.

Madura (2008) siūlomas *nepastovaus arba kintamo dividendų augimo modelis* daro prielaidą, kad akcijai bus mokami dividendai, kurių augimo norma kinta skirtingais ataskaitiniais laikotarpiais. Kintamo dividendų augimo modelio taikymas apima tris žingsnius:

- Dividendų vertės D_t nustatymas kiekvienų metų pabaigoje (žr. (4) formulę). Šis žingsnis reikalauja koreguoti dividendų D_0 reikšmę augimo norma g_1 kiekvienais metais:

$$D_t = D_0 \times (1 + g_1)^t = D_0 \times FVIF_{g_1, t}; \quad (4)$$

Čia: D_t - dividendų vertė;

D_0 – dividendai;

g_1 – dividendų augimo norma;

t – laiko periodas.

- Tikėtinų dividendų (augimo laikotarpiu) dabartinės vertės nustatymas:

$$\sum_{t=1}^N \frac{D_0 \times (1+g_1)^t}{(1+k_s)^t} = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+k_s)^t} = \sum_{t=1}^N D_t \times PVIF_{k_s, t}; \quad (5)$$

Čia: D_t - dividendų vertė;

D_0 – dividendai;

g_1 – dividendų augimo norma;

k_s – reikalaujama paprastosios akcijos grąžos norma;

t – laiko periodas.

- Akcijų vertės nustatymas augimo laikotarpio pabaigoje:

$$P_N = (D_{N+1}) / (k_s - g_2); \quad (6)$$

Čia: P_N – paprastosios akcijos vertė;

D_N – tikėtini dividendai akcijai t metų pabaigoje;

k_s – reikalaujama paprastosios akcijos grąžos norma;

g_1 – dividendų augimo norma;

t – laiko periodas.

Drake (2012) pasiūlė trijų etapų bendrovės akcijų vertinimo dividendų modelį (žr. (7) formulę) teigdamą, kad įmonės dažnai patiria gyvenimo ciklą su mažiausiai trimis etapais, kurie apibrėžiami atsižvelgiant į augimą: ankstyvasis plėtros etapas su sparčiu augimu, brandos etapas su nuosaikiu augimu ir smukimo fazė su mažu arba neigiamu augimu. Šis modelis skatina naudoti trijų etapų bendrovės akcijų vertinimo modelį. Vienodo augimo dividendų modelis daro amžinai pastovaus dividendų augimo tempo prielaidą, o dviejų ir trijų pakopų dividendų augimo modeliuose daroma prielaida, kad augimas staiga pasikeičia iš vienos normos į kitą.

$$V_0 = \frac{D_0 \times (1+g_n)}{r-g_n} + \frac{D_0 \times H \times (g_a - g_n)}{r-g_n}; \quad (7)$$

Čia: V_0 – paprastosios akcijos vertė;

D_0 – dividendai;

H – laiko periodas;

g_a – nenormalus augimas;

g_n – normalus augimas.

Studijuojant mokslinę literatūrą taip pat sutinkamas *koreguotas dividendų diskonto modelis* (žr. (8) formulę). Jo šalininkų teigimu, dividendų diskonto modelis gali būti pritaikytas įvertinti bet kokios įmonės akcijų vertę, net ir tos, kuri pasilieka visas arba didžiąją dalį pajamų, t. y. nemoka dividendų. Investuotojo požiūriu akcijų vertė yra (1) dabartinė ateities dividendų, gautų investavimo laikotarpiu,

vertė plius (2) dabartinė prognozuojamos akcijos kainos, už kurią akcija galės būti parduota investavimo laikotarpio pabaigoje, vertė. Kad galėtų prognozuoti akcijos pardavimo kainą ateityje, investuotojai turi įvertinti įmonės pelną vienai akcijai tuo metu, kada jie planuoja parduoti akciją. Šis įvertinimas gaunamas taikant metinį augimo tempą pajamoms tenkančioms vienai akcijai. Šis įvertis gali būti naudojamas siekiant gauti numatomą akcijos pardavimo kainą. Būsimas pajamas galima prognozuoti taikant numatomą metinį augimo tempą esamam įmonės pelnui (E).

$$E(1 + G)^n; \quad (8)$$

Čia: E - esamas įmonės pelnas;

G - tikėtinas pajamų augimo tempas;

n - metų skaičius iki akcijų pardavimo.

Tačiau Madura (2008) kritikuoja koreguotą dividendų diskonto modelį, teigdamas, kad jis gali įtakoti netikslų vertinimą, jei klaidingai bus nustatyta investicinio laikotarpio dividendų dabartinė vertė arba prognozuojamos akcijos kainos dabartinė vertė. Kadangi reikalaujama gražos norma įtakoja abu šiuos veiksnius, netinkama gražos norma lems netikslų vertinimą.

Dividendų poveikį akcijų kainoms nagrinėjo daug ekonomikos teorijos mokslininkų. Dividendų pokyčių poveikio akcijų kainoms tyrimai buvo atlikti Pettit (1972), Watts (1973) Kwan (1981) ir Aharony ir Swary (1980). Jų teigimu į dividendus derėtų žiūrėti kaip į rinkos signalus, nes jei įmonė praneša apie savo dividendų mokėjimo politikos pasikeitimą, tikimasi, jog tas pakeitimas liks galioti sąlyginai ilgesnį laikotarpį. Ir jei žadami mokėti didesni dividendai, reiškia, jog įmonė tikisi generuoti didesnius pinigų srautus, o tai, savaime, yra teigiamas ženklas įmonės perspektyvai artimiausiu laikotarpiu. Tyrimai parodė, kad akcijų kainos gerokai padidėja tada, kai dividendai padidėja daugiau nei buvo tikėtasi ir atvirkščiai.

Dividendų diskonto modelio apribojimai. Madura (2008) teigimu, modelis sukuria neapibrėžtumą, leisdamas koreguoti sekančio laikotarpio dividendų reikšmę atsižvelgiant į koreguojamas įmonės pinigų srautų prognozes, arba koreguoti diskonto normą atsižvelgiant į investuotojų reikalaujamos gražos pokyčius, t. y. dividendų diskonto modelis gali įtakoti netikslų įmonės vertinimą, jei klaidingai nustatomi dividendai išmokėtini per ateinančius metus, ar jų augimo tempas, arba investuotojų reikalaujama gražos norma. Šio modelio apribojimai yra ryškesni, kai vertinamos įmonės, kurios išlaiko didžiąją dalį savo pajamų, o ne išmoka jas dividendais, nes šis modelis remiasi dividendais, nustatant augimo normas. Šio modelio taikymui, kapitalo rinkos turi gerai veikti, t. y. kai visi lygiavertės rizikos klasės vertybiniai popieriai siūlo vienodą gražą.

2.2. Diskontuotų pinigų srautų modelis

Teoriškai, diskontuotų dividendų modelis ir laisvų pinigų srautų modelis yra lygiaverčiai, tačiau praktinio įgyvendinimo klausimai sukuria šių vertinimo modelių skirtumus. Keli autoriai stengėsi

įrodyti, kad yra teorinis lygiavertiškumas tarp laisvųjų pinigų srautų modelio, dividendų diskonto modelio ir likutinių pajamų modelio. Tačiau įvairiais empiriniais tyrimais, pavyzdžiui, Penman ir Sougiannis (1998), Francis et al. (2000) ir Courteau et al. (2000), buvo grindžiamas visuotinai paplitęs įsitikinimas, kad praktinis DDM ir CFM modelių taikymas, pateikia skirtingus akcijų vertės įverčius. Petersen ir Plenborg (2009) teigia, kad šie vertinimo modeliai turėtų atskleisti identišką įmonės vertę, su sąlyga, kad visų kintamųjų prognozės atitinka ir visos daromos prielaidos yra identiškos. Taigi, dividendų, pinigų srautų ir likutinių pajamų modeliai yra lygiaverčiai, kai akcijų vertės prognozuojamos neapibrėžtam laikui. Tačiau praktikoje prognozės atliekamos apibrėžtam laikotarpiui, taigi skirtingi apskaitos principai duoda skirtingus įverčius.

Beneda (2003) siūlo tinkamą ir naudingą laisvų pinigų srautų modelį (žr. (9) formulę), kad būtų galima įvertinti naujų ir augančių bendrovių vertę. Įmonėms, kurios nemoka dividendų, akcijų vertinimui labiau tinka laisvų pinigų srautų modelis, kuris yra pagrįstas būsimų pinigų srautų dabartine verte. Diskontuotų pinigų srautų modelis yra viena iš dažniausiai naudojamų nuosavybės vertybinių popierių vertinimo priemonių tarp finansų analitikų. Saleh et al. (2009) teigimu, visi modelio variantai remiasi dabartinės vertės taisykle, kuri teigia, kad bet kokio turto vertė yra tikėtina būsimų pinigų srautų dabartinė vertė.

Laisvų pinigų srautų modelis yra pagrįstas ta pačia prielaida kaip ir dividendų vertinimo modelis, išskyrus tai, kad vertinami įmonės laisvi pinigų srautai, o ne dividendai.

$$V_C = \frac{FCF_1}{(1+k_a)^1} + \frac{FCF_2}{(1+k_a)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+k_a)^\infty}; \quad (9)$$

Čia: V_C – kompanijos vertė;

FCF_t – planuojami laisvi pinigų srautai;

k_a – įmonės kapitalo kaštų svertinis vidurkis.

Laisvų pinigų srautų įvertinimo modelis, įvertina visos įmonės vertę ir kapitalo sąnaudas naudoja kaip diskonto normą (žr. (10) formulę). Įmonės skolos ir privilegijuotųjų akcijų vertė turi būti atimta iš įmonės vertės, kad būtų galima įvertinti nuosavo kapitalo vertę.

$$V_S = V_C - V_D - V_P; \quad (10)$$

Čia: V_S - nuosavo kapitalo vertė;

V_C – įmonės vertė;

V_D - įmonės skolos vertė;

V_P – privilegijuotųjų akcijų vertė.

Madura (2008) nurodo, kad šio modelio apribojimas yra tai, kad sunku nustatyti laisvųjų pinigų srautą. Viena galimybė yra pradėti nuo prognozuojamų pajamų ir tada pridėti negrynąsias įmonės

išlaidas, investicijų ir apyvartinio kapitalo investicijas, kurių reikia pajamų augimo prognozei įgyvendinti. Tačiau gali būti sunku gauti tikslias pajamų prognozes. Net jei galima tiksliai prognozuoti pajamas, apskaitos taisyklių lankstumas gali sukelti didelių klaidų, vertinant laisvų grynųjų pinigų srautus, pagrįstus pajamomis.

2.3. Santykinių rodiklių modelis

Atliekant fundamentinę akcijų vertės analizę skaičiuojama eilė rodiklių, kurie vienokiu ar kitokiu būdu susieja įmonės veiklos rezultatus su jos rinkos verte. Pasitelkus istorinius finansinius duomenis bei ateities prognozes galima apskaičiuoti didžiąją dalį santykinių rodiklių. Rodikliai, skaičiuojami pasitelkiant tik istorinius duomenis, suteikia sąlyginai mažiau informacijos. Tačiau rodiklių, skaičiuojamų pasitelkus ateities prognozių finansinius indikatorius, patikimumas tiesiogiai priklauso nuo prognozių kokybės.

Rahgozar (2005) išskiria devynis santykinių rodiklių modelius, naudojamus akcijų vertinime. Šie modeliai yra žinomi kaip trumpalaikių vertinimų modeliai ir paprastai pateikiami finansiniuose vadovėliuose, kaip akcijų kainų tikrosios vertės nustatymo modeliai. Autorės išskirti rodikliai papildyti Užkurėlio ir Džiugelytės (2012) siūlomais laisvoje apyvartoje esančių akcijų ir nuosavo kapitalo pelningumo (ROE) rodikliais, kurie jų nuomone taip pat yra svarbūs priimant investicinius sprendimus.

Kainos/dividendų modelis. Taikant šį modelį, apskaičiuojamas vidutinės akcijos kainos ir vidutinių dividendų vienai akcijai santykis per tam tikrą laiką. Šis santykis dauginamas iš numatomų dividendų vienai akcijai (DPS):

$$P_0 = \frac{\text{Vidutinė akcijos kaina}}{\text{Vidutiniai dividendai vienai akcijai}} \times \text{DPS}; \quad (11)$$

Kainos/pajamų modelis. Kai įmonė nemoka dividendų akcijų kainos įvertinamos prognozuojant sekančio laikotarpio pelną, tenkantį vienai akcijai (EPS), ir tada dauginant jį iš vidutinės kainos ir pelno vienai akcijai santykio. Olweny (2011) teigimu, akcijos pajamingumas yra svarbus investuotojams, nes jis suteikia pinigų srautus, būtinus išmokėti dividendus.

$$P_0 = \frac{\text{Vidutinė akcijos kaina}}{\text{Vidutinės pajamos vienai akcijai}} \times \text{EPS}; \quad (12)$$

Kainos/veiklos pajamų modelis. Naudojant šį modelį akcijų kainos prognozuojamos įvertinant sekančio laikotarpio veiklos pelną tenkantį vienai akcijai (EPO) ir tada dauginant jį iš vidutinio kainos ir pelno vienai akcijai santykio.

$$P_0 = \frac{\text{Vidutinė akcijos kaina}}{\text{Vidutinis veiklos pelnas vienai akcijai}} \times \text{EPO}; \quad (13)$$

Kainos/buhalterinės vertės modelis. Fama ir Fernch (1992) nurodė, kad buhalterinės vertės ir rinkos vertės santykis yra svarbesnis nei P/E santykis. Kuo didesnis buhalterinės vertės rinkos vertės santykis, tuo didesnė potenciali akcijų grąža. Akcijos, kurių buhalterinė vertė artima rinkos vertei, labiau tikėtina, kad bus nuvertintos, nei akcijos, kurių balansinė vertė yra gerokai mažesnė už rinkos vertę. Pagal kainos ir buhalterinės vertės modelį, tikroji akcijų būsima vertė nustatoma vidutinės rinkos kainos ir vidutinės buhalterinės vertės vienai akcijai santykį dauginant iš apskaičiuotos vienos akcijos buhalterinės vertės (BVPS).

$$P_0 = \frac{\text{Vidutinė akcijos kaina}}{\text{Vidutinė buhalterinė vienos akcijos vertė}} \times \text{BVPS}; \quad (14)$$

Kainos/pinigų srautų modelis. Naudojant šį modelį, pirmiausia apskaičiuojamas vidutinės akcijos kainos ir vidutinio grynujų pinigų srauto vienai akcijai santykis ir tada šis santykis dauginamas iš apskaičiuoto grynujų pinigų srauto vienai akcijai (BŽPS), kad gauti būsima vienos akcijos vertę.

$$P_0 = \frac{\text{Vidutinė akcijos kaina}}{\text{Vidutiniai pinigų srautai vienai akcijai}} \times \text{CFPS}; \quad (15)$$

Kainos/grynujų pajamų modelis. Pagal šį modelį, vidutinės akcijos kainos iki vidutinių grynujų pajamų vienai akcijai santykis padauginamas iš apytikriai apskaičiuotų grynujų pajamų vienai akcijai (NIPS).

$$P_0 = \frac{\text{Vidutinė akcijos kaina}}{\text{Vidutinis grynosios pajamos vienai akcijai}} \times \text{NIPS}; \quad (16)$$

Laisvoje apyvartoje esančios akcijos. Laisvoje apyvartoje esančių akcijų skaičius parodo tą akcijų dalį, kuria aktyviai prekiaujama vertybinių popierių rinkoje. Įmonių, kurių laisvoje apyvartoje esančių akcijų skaičius yra santykinai mažas arba jomis aktyviai neprekiuojama, akcijos kaina turi polinkį svyruoti didesniame intervale (t. y. akcijos kainos kintamumas (angl. volatility) aukštas). Dėl mažos akcijų apyvartos gali būti sudėtinga nupirkti ar parduoti didesnę akcijų kiekį, tuo pačiu ženkliai nedarant įtakos akcijos kainai.

Kainos/viso turto modelis. Šiuo požiūriu, vidutinės akcijos kainos ir vidutinio viso turto, tenkančio vienai akcijai, santykis dauginamas iš apskaičiuoto viso turto, tenkančio vienai akcijai (APS) (Rahgozar, 2005).

$$P_0 = \frac{\text{Vidutinė akcijos kaina}}{\text{Vidutinis turtas vienai akcijai}} \times \text{APS}; \quad (17)$$

Kainos/pardavimų modelis. Taikant šį modelį, vidutinės akcijos kainos ir ankstesnių metų vidutinių pardavimų vienai akcijai santykis dauginamas iš apskaičiuotų sekančio laikotarpio pardavimų vienai akcijai (SPS). Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2006, p. 27) nurodo, kad paprastai

geresnė investicija bus tuomet, kai rodiklio reikšmė mažesnė nei 1, kadangi pigiai įkainoti įmonės pardavimai. Tačiau, kaip ir P/E rodiklis, P/S rodiklis taip pat yra daugelio ekonomistų diskusijų objektas dėl skirtingų interpretacijų. Tai aiškinama tuo, kad įmonės pardavimai nenusako visų įmonės būklės aspektų: įmonės pardavimai gali būti milžiniški, tačiau įmonė gali būti nepelninga. Todėl P/S rodiklis dažniausiai skaičiuojamas vertinant nepelningai dirbančias įmones, kadangi negali būti apskaičiuotas jų P/E rodiklis.

$$P_0 = \frac{\text{Vidutinė akcijos kaina}}{\text{Vidutiniai pardavimai vienai akcijai}} \times \text{SPS}; \quad (18)$$

Nuosavo kapitalo pelningumas (ROE) parodo, kokią grąžą generuoja įmonė vienam investuotam savininkų nuosavybės litui. Kuo nuosavybės grąža yra didesnė, tuo efektyvesnė yra įmonės veikla, tuo daugiau pelno ji uždirba savo akcininkams. Dažniausiai investuotojai yra numatę, kokios grąžos jie reikalauja iš įmonės, o būtent ROE ir parodo, ar realūs įmonės veiklos rezultatai atitinka išankstinius lūkesčius. Tačiau kaip ir daugelis kitų rodiklių pastarasis turi savų trūkumų. ROE dydis labai priklauso nuo įmonės kapitalo struktūros ir savininkų nuosavybės dydžio įmonės turte. Jei įmonė dirba pelningai, tai padidindama įmonės skolas ir tokiu būdu sumažindama savininkų nuosavybę, įmonė gali „išauginti“ savininkų nuosavybės grąžą (Užkurėlis, Džiugelytė, 2012).

$$\text{ROE} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Vidutinė savininkų nuosavybė}}; \quad (19)$$

Dauguma šių rodiklių yra dažnai sutinkami fundamentinės akcijų analizės darbuose, tačiau skirtingomis apimtimis - vienuose darbuose jų naudojama daugiau, kituose mažiau, priklausomai nuo akcijų vertinimo tikslų.

2.4. Kainos ir pelno vienai akcijai santykio modelis

Labiausiai investuotojų pamėgtas ir populiariausias santykinis rodiklis yra akcijų kainos ir pelno akcijai santykis (P/E). Istoriskai susiformavo, kad investuotojai pirmiausia dėmesį atkreipia į šį rodiklį, tad jo reikšmė investuojant yra neabejotina. Be to, akcijoms, kurioms nemokami dividendai, P/E santykio naudojimas yra vienas iš būdų įvertinti akcijas tokiomis aplinkybėmis. Šis rodiklis atspindi, kiek investuotojas moka už vieną įmonės praeitu laikotarpiu uždirbto grynojo pelno litą. Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2006, p. 26) nurodo, kad įvertinti, kaip rinkta vertina nagrinėjamos įmonės akcijas, fundamentalioji analizė numato įmonės akcijos kainos ir pelno santykio įvertinimą (žr. (20) formulę).

$$P/E = \text{Akcijos rinkos kaina} / \text{Vienos akcijos pelnas}; \quad (20)$$

Įvertinant tai, kad EPS rodiklis gali būti skaičiuojamas praėjusio laikotarpio, einamųjų ir ateinančių metų, atitinkamai ir P/E rodiklis gali būti skaičiuojamas analogiškai. Praėjusių metų P/E rodiklis yra faktinis, o tuo tarpu einamasis ir ateinančių metų P/E rodiklis apskaičiuojamas

vadovaujantis prielaidomis. Siekiant įvertinti įmonės vystymosi perspektyvas ir akcijos kainos tendencijas rinkoje, galima skaičiuoti prognozuojamą P/E rodiklį. Tikėtino P/E skaičiavimas yra gana keblus ir dažnai klaidinantis dalykas. Tokiu atveju, gana paprastas modelis vertinant akcijas yra taikyti vidutinį visų atitinkamos pramonės šakos akcijų, kuriomis prekiaujama viešai, kainos ir pelno (PE) santykį (remiantis prognozuojamomis, o ne faktinėmis pajamomis). Šiuo atveju, skaičiuojant vienos akcijos pelną, imamas įmonės prognozuojamas ateinančio laikotarpio pelnas, darant prielaidą, kad konkrečios įmonės pajamų augimas sekančiais metais bus panašus į pramonės vidurkį.

Akcijų rinkos dalyviai linkę investuoti į akcijas su žemu P/E santykiu ir geromis pelno augimo perspektyvomis, nes istoriškai grąža iš akcijų turinčių mažiausią šį rodiklį buvo vos ne dvigubai didesnė nei turinčių didžiausią. Akcijos su mažu P/E rodikliu visuomet buvo pranašesnės. Kuo aukštesnė gaunama P/E rodiklio reikšmė, tuo daugiau rinka yra pasirengusi mokėti už vieną įmonės pelno litą. Paprastai investuotojai moka didesnę kainą už akcijas tokios įmonės, kurios pelnui būdingos spartaus augimo tendencijos. Kuo aukštesnis P/E rodiklis, tuo didesnė vertė akcijų savininkams, tuo akcija brangesnė. Kuo žemesnis rodiklis, tuo didesnis pesimizmas būdingas investuotojų lūkesčiams, tuo pigesnė akcija ir mažesnė jos vertė.

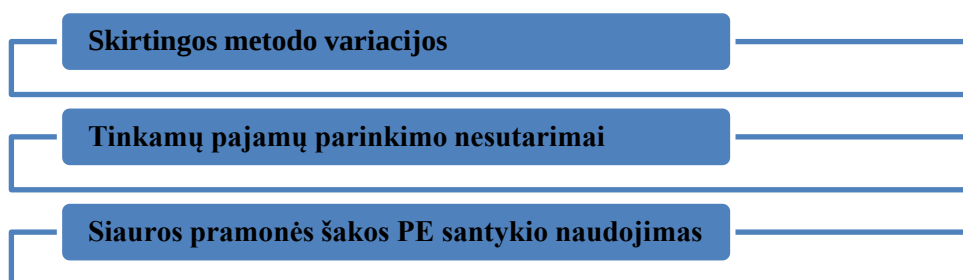
P/E rodiklis gali būti naudojamas lyginant kelias, ypač to paties ekonomikos sektoriaus, įmones. Stambių įmonių P/E siekia 15 – 20, o gerokai viršijantis šią reikšmę rodiklis, pavyzdžiui, 30 ir daugiau rodytų, jog įmonės akcijos yra pervertintos. Tačiau vidutinė rinkos P/E rodiklio reikšmė gali labai stipriai svyruoti keičiantis laikotarpiams, todėl labai sunku pasakyti, kokia ji turėtų būti, jog investicija būtų nepervertinta. Tokius akcijų rodiklių skirtumus daugiausia lemia makroekonominiai veiksniai, kurie ypatingai priklauso nuo ūkio augimo ir palūkanų normų rinkose ir jų savitarpio sąlyčio.

Jei firma dirba nuostolingai, remiantis vienais modeliais, skaičiuojami neigiami P/E, o kiti modeliai tokiu atveju paprasčiausiai nustato P/E lygų 0. Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2006, p. 26) nuomone nuostolingai dirbančių įmonių P/E rodiklis iš viso neskaičiuojamas, tačiau vertinant tokias įmones jos rekomenduoja skaičiuoti P/S rodiklį.

Kaip ir daugelis kitų rodiklių akcijų rinkose, geriausi duomenys gaunami stebint P/E ilgesnį laiką. Didesnė tikimybė, kad firma, turinti nuolat kylantį P/E, bus patikimesnė ir geresnė investicija. Konkrečiu atveju investuotojams, priimant investicinius sprendimus, sunku įvertinti P/E reikšmingumą, tačiau portalas „Spekulantai. lt“ išskiria keletą kriterijų, į kuriuos reikėtų atsižvelgti:

- Vertinant akcijos kainą, P/E turėtų būti lyginamas su visos firmos augimu.
- Visuomet yra naudinga atkreipti dėmesį ir palyginti būsimą ir istorinį pelno augimą.
- Vienos firmos P/E turėtų būti lyginamas su kitų tokia pačia veikla užsiimančių firmų P/E.
- Jei P/E yra mažas, akcija gali būti laikoma pigia tik tada, jei prognozuojamas P/E ateinantiems metams taip pat yra mažas. Jeigu P/E yra nedidelis tik skaičiuojant pagal

praėjusių metų duomenis, mažą akcijos kainą gali nulemti investuotojų pasitraukimas iš pozicijos, o ne reali akcijos vertė.



Šaltinis: sudaryta pagal Madura, 2008

10 pav. PE modelio apribojimai

Anot Maduros (2008), šis modelis turi keletą variantų, kurie gali įtakoti skirtingą verčių nustatymą (žr. 10 pav.). Pavyzdžiui, investuotojai gali naudoti skirtingas įmonės arba pramonės vidutinių pajamų prognozes ateinantiems metams. Praėjusių metų pajamos yra dažnai naudojamos siekiant nuspėti ateities pajamoms, tačiau pastarųjų metų pajamos ne visada pateikti tikslią ateities prognozę. Antroji priežastis, kodėl, naudojant PE modelį, skiriasi vertinimai yra ta, kad investuotojai nesutaria dėl tinkamų pajamų parinkimo. Kai kurie investuotojai naudoja veiklos pajamas arba neįtraukia kai kurių neįprastai didelių išlaidų, kurios gali atsirasti dėl vienkartinės įvykių. Kai vertinamas investicijos patrauklumas, skaičiuojant šį rodiklį, susiduriama su apskaitos rizika, nes pagal įvairius apskaitos standartus, pajamos ir iš jų gautas pelnas apskaitomas tik tuomet kai produktas yra pristatomas pirkėjams, tokiu atveju šį faktą galima paankstinti ar nukelti į kitą ketvirtį ar net kitus metus, priklausomai nuo įmonės veiklos specifikos ir faktinio periodo. Kitas dažnai pasitaikantis atvejis yra sąnaudų prirašymas prie įvairių balanso straipsnių, kadangi dažnai būna ginčytinos situacijos, kuomet skirstant sąnaudas jas galima priskirti tiek prie veiklos, tiek finansinių, tiek prie kapitalo sąnaudų.

Trečioji priežastis yra, kad investuotojai gali nesutikti, kurios įmonės atstovauja pramonės normą. Kai kurie investuotojai naudoja siauros pramonės šakos, sudarytos iš įmonių, kurios yra labai panašios (dydžiu, verslo veikla ir kt.), PE santykį, o kiti investuotojai siekia naudoti platesnės pramonės šakos PE santykį. Taigi, net jei investuotojai susitaria dėl įmonės prognozuojamų pajamų, jie vis dar gali gauti skirtingas įmonės akcijų vertės reikšmes, taikydami skirtingus PE rodiklius. Be to, net jei investuotojai susitaria dėl įmonių įtraukiamų į pramonės šakos sudėtį, jie gali nesutikti, kaip įvertinti kiekvienos įmonės svarbą joje.

3. EMPIRINIO TYRIMO ATLIKIMO METODOLOGIJA

Teorinėje darbo dalyje pristatyti akcijų vertinimo modeliai ir, remiantis jų analizės išvadomis, pasiūlytas apibendrintas fundamentaliosios analizės taikymo modelis. Nauja šiame modelyje yra tai, kad išsamiai apžvelgtas kiekvienas analizės etapas, pateikti siūlymai kaip jį atlikti, į ką atkreipti dėmesį kiekviename analizės etape.

Tyrimo problemos pagrindimas. Dauguma autorių, kaip minėta teorinėje analizėje, nagrinėdami fundamentalią analizę, nagrinėja tik santykinį ekonominių rodiklių vertinimą, kuris yra tik nedidelė fundamentaliosios analizės dalis, kaip matyti iš pateiktos fundamentaliosios analizės atlikimo schemos (žr. 12 pav.), ir dėl, teorinėje darbo dalyje minėtų, modelių apribojimų gali būti klaidinantis (žr. 1 lent.). Remiantis teorinėje darbo dalyje išanalizuotais akcijų vertinimo modeliais, atliktas AB „Grigiškės“ akcijų vertės nustatymas parodė, kad pagal visus ekonominius rodiklius įmonės akcijų kaina yra pervertinta. Tačiau nepaisant tokių išvadų, matyti, kad įmonės akcijų rinkos kaina ir toliau kyla. Taigi reikalingas efektyvesnis akcijų vertinimo modelis, padedantis tiksliau įvertinti įmonės akcijų kainos kitimo perspektyvas.

1 lentelė. AB „Grigiškės“ akcijos kainos nustatymas, remiantis, teorinėje darbo dalyje išanalizuotais, akcijų vertinimo modeliais

	2008	2009	2010	2011	2012
Tikroji akcijos vertė diskontuotų pinigų srautų modeliu		0,397	0,557	0,767	0,801
Tikroji akcijos vertė dividendų diskonto modeliu	1,590	1,616	1,619	1,619	1,619
Faktinė akcijos rinkos kaina	1,59	1,99	1,82	1,84	1,90
P/E: Kainos pelno rodiklis	5,22	6,63	5,94	5,55	12,62
BV: Akcijos buhalterinė vertė	1,73	1,65	1,69	1,76	1,77
P/BV: Kainos BV santykis	0,92	1,21	1,07	1,05	1,07
EPS: Pelnas akcijai	0,31	0,3	0,31	0,33	0,15

Tačiau modelio efektyvumas gali būti pagrįstas tik įvertinus jį realioje rinkoje. Taigi, empirinio tyrimo tikslas – išsiaiškinti, sudaryto modelio panaudojimo praktikoje galimybes, bei ištirti išskirtų veiksnių įtaką, akcijų vertinimui. Empirinio tyrimo metu, naudojant sudarytą fundamentaliosios analizės modelį, atlikta išsami NASDAQ OMX Vilnius kotiruojamų įmonių globalios ir vietos ekonominės aplinkos analizė ir identifikuotas potencialus verslas investicijoms.

Tyrimo eiga. Remiantis pasiūlytu fundamentaliosios analizės akcijų vertinimo modeliu ir siekiant įgyvendinti užsibrėžtus uždavinius – pademonstruoti sudaryto akcijų vertinimo modelio taikymo galimybes ir nustatyti svarbiausius veiksnius, turinčius įtakos NASDAQ OMX Vilnius kotiruojamų akcijų vertei, empirinis tyrimas buvo atliekamas keturiais etapais. Pirmajame etape buvo atlikta pasaulinių, regioninių ir šalies ekonominių tendencijų analizė, kuria buvo siekiama pademonstruoti globalios ir vietos ekonomikos pokyčių poveikį vertybinių popierių vertei. Antrajame ir trečiajame etape naudojantis pateikta schema, buvo atlikta pramonės sektorių ir pramonės šakų analizė ir atranka.

Pagrindinis šių etapų tikslas – nustatyti investicijoms perspektyviausius pramonės sektorius ir pramonės šakas Lietuvoje. Ketvirtajame etape atlikta išsami konkreta verslo - AB „Grigiškės“ – analizė, siekiant įvertinti ar remiantis sudarytu modeliu parinktos įmonės akcijos tikrai yra patrauklios investicijoms ir kokia yra jų reali dabartinė ir prognozuojama vertė.

Tyrimo koncepcija - siūlomas akcijų vertinimo modelis. Mokslinės literatūros analizė atskleidė, kad, norint surasti investicijoms patrauklią įmonę, taikomi du fundamentaliosios analizės modeliai:

- „iš viršaus į apačią“ (angl. bottom-up approach).
- „iš apačios į viršų“ (angl. up-down approach).

Sudarytame modelyje investuotojams rekomenduojama rinktis pirmąjį modelį. Svarbiausia tokio sprendimo prielaida yra tai, kad konkrečios įmonės veiklos rezultatai ir jos sėkmė labai glaudžiai susijusi su išorinės aplinkos veiksnių įtaka. Akcentuojamas pirmojo modelio pasirinkimas, nes taikant modelį „iš apačios į viršų“, sudėtinga, be išsamios įmonės aplinkos analizės ir jos padėties šioje aplinkoje identifikavimo, iš didelio kiekio vertybinių popierių rinkoje akcijomis prekiaujančių įmonių išsirinkti investuotojui patraukliausias.

Atlikta fundamentaliosios analizės teorijų analizė atskleidė, kad dauguma autorių didžiausią dėmesį sutelkia ir daugiausiai analizuoja tik į mažą fundamentaliosios analizės dalį – konkrečios įmonės finansinę analizę, ignoruojant kitus šios analizės etapus. Populiariausi fundamentaliosios analizės instrumentai sutelkia dėmesį į įmonių pelną, augimą ir rinkos vertę, tačiau nei vienas iš šių instrumentų savaime nesuteikia rekomendacijos pirkti ar parduoti akcijas, be išsamios ekonomikos, pramonės šakos ar verslo sektoriaus analizės. Taigi sudarytame modelyje vadovaujamasi paveikslu (žr. 11 pav.) pateikiama fundamentaliosios analizės „iš viršaus į apačią“ seka.

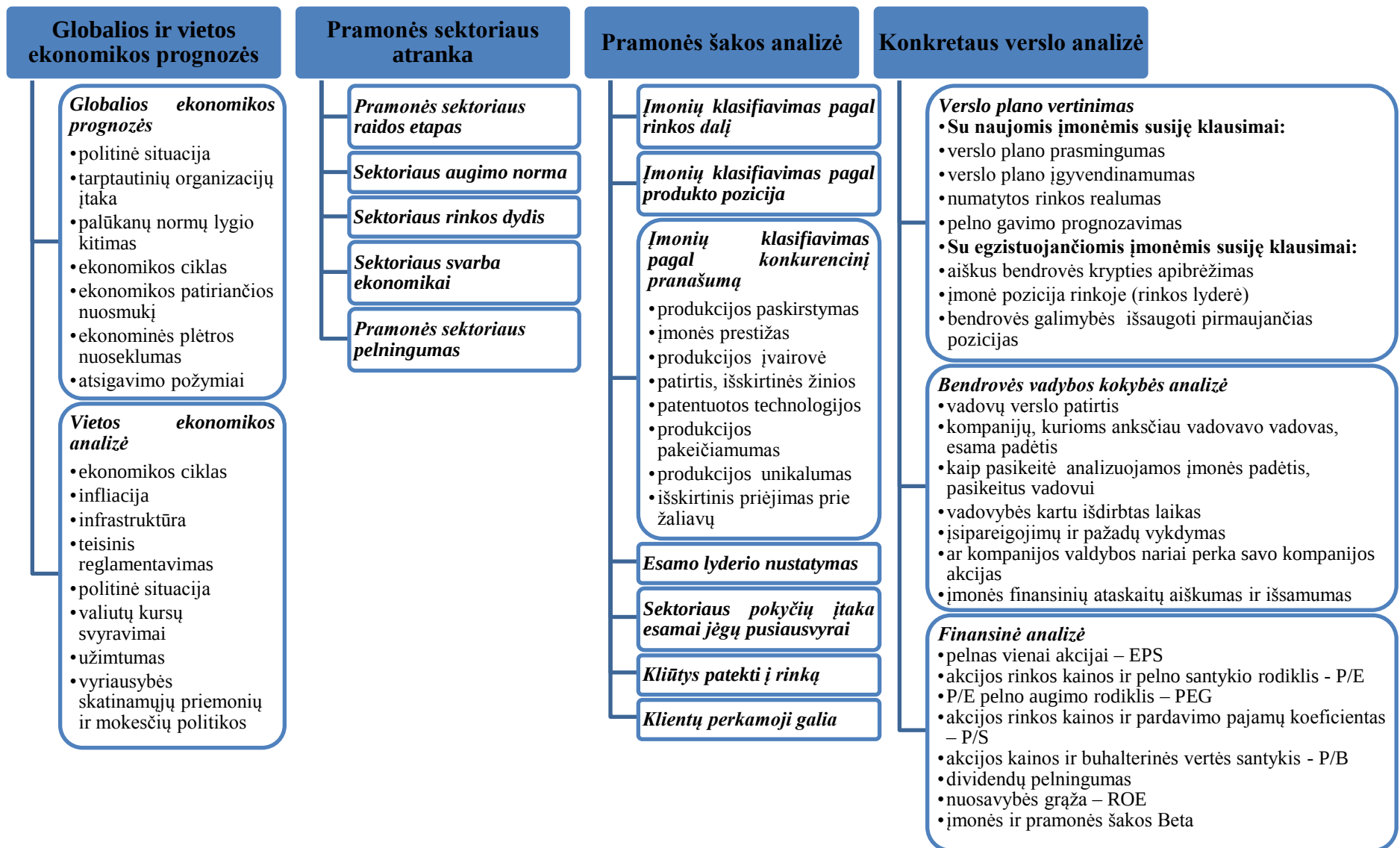


11 pav. **Fundamentaliosios analizės modelis „iš viršaus į apačią“**

Nors nėra vieningo ir patvirtinto fundamentaliosios analizės modelio, toliau pateikiama šios analizės atlikimo schema, kuria neprofesionalūs investuotojai gali sėkmingai pasinaudoti.

Šiame modelyje visų pirma siūloma įvertinti globalios ir vietos ekonomikos, nes šie veiksniai yra svarbūs ilgalaikiams akcijų kainų pokyčiams ir tiesiogiai įtakoja įvairias pramonės grupes ir atskiras

bendroves. Globalios ekonomikos prognozes labiausiai įtakoja politinė situacija, globalios ekonomikos ciklas ir konkrečių ekonomikų, patiriančių nuosmukį, išskyrimas. Vietos ekonomikos situaciją įtakoja šalies infliacijos lygis, teisinis reglamentavimas, politinė situacija, valiutų kursų svyravimai. Antrame žingsnyje atliekama pramonės sektoriaus atranka padeda išskirti, kurio pramonės sektoriaus plėtra gali būti didesnė nei kitų. Tai padeda įvertinti sektoriaus rinkos dydis, svarba ekonomikai, pelningumas ir augimo norma. Konkretaus sektoriaus lyderius ir novatorius atskleidžia pramonės šakos analizė, įmonių grupuojant pagal rinkos dalį, produkto pozicijas ir konkurencinį pranašumą, bei įvertinant sektoriaus pokyčių įtaką esamai jėgų pusiausvyrai. Konkretaus verslo analizė parodo, kaip bendrovė veikia ir kokie galimi lūkesčiai dėl būsimų veiklos rezultatų. Išsamus fundamentaliosios analizės atlikimo schemos aprašymas pateikiamas (1 priede)



12 pav. Fundamentaliosios analizės atlikimo schema

Siekiant nustatyti ar investicijos į pasirinktos įmonės akcijas yra perspektyvios ir priimti teisingus investicinius sprendimus, reikalinga atlikti, nustatytos potencialios bendrovės investicijoms, akcijų vertinimą skirtingais vertinimo modeliais. Diskontuotų dividendų ir santykinų rodiklių modeliai yra sąlyginai paprasti, tačiau mokslinėje literatūroje siūlomas diskontuotų pinigų srautų modelis yra sudėtingas ir reikalauja įsigilinti į sudėtingus, išsamių matematikos, finansų, ekonomikos ir statistikos žinių reikalaujančius teorijų aspektus.

Dėl šios priežasties, įvertinus teorines prielaidas ir investavimo patirtį, siūlomas supaprastintas diskontuotų pinigų srautų modelis susidedantis iš sekančių etapų:

1. Grynojo pinigų srauto apskaičiavimas: grynasis pelnas + nusidėvėjimas ir amortizacija + prekybos ir kitų mokėtinų sumų padidėjimas/sumažėjimas + apyvartinio kapitalo pasikeitimai - ilgalaikio turto įsigijimas.
2. Diskonto normos nustatymas: nuosavybės dalis * kapitalo kaštai + įsipareigojimų dalis * įsipareigojimų kaštai.
 - Nuosavybės ir įsipareigojimų dalies nustatymas: Nuosavas kapitalas/ Nuosavas kapitalas ir įsipareigojimai*100; Įsipareigojimai/ Nuosavas kapitalas ir įsipareigojimai*100.
 - Nuosavybės kapitalo kaštai svyruoja nuo 8 iki 14 proc. Siūloma taikyti 8 proc. normą stambių ir patikimų kompanijų, 14 proc. – mažų, rizikingų kompanijų, generuojančių nepastovius pinigų srautus.
 - Skolinimosi kaštų įvertinimas: Įsipareigojimai/ Sumokėtos palūkanos
3. Amžinojo augimo normos nustatymas: rekomenduojama 3-5 proc.
4. Sukurtas ir kompiuterinis Excell skaičiuoklės variantas, kuriuo galima atlikti akcijų vertinimą diskontuotų pinigų srautų modeliu (žr. 12 priedą).

Daugelis reikalingos informacijos, rodiklių skaičiavimams ir analizės atlikimui, yra pateikiama įmonių interneto svetainėse ir NASDAQ OMX Baltic tinklalapyje. Naudojant sudarytą vertinimo modelį, nustatomas bendrovių sąrašas, kurios išsiskiria iš visumos ir į kurias verta investuoti. Analizės proceso metu, išplėtojamas supratimas, kurios įmonės išsiskiria kaip potencialūs rinkos lyderiai ir novatoriai, o kurios įmonės laikomos atsiliekančiomis ir nenusipėjamomis.

Atliktos analizės rezultatai apibendrinti naudojant informacijos vizualizacijos modelį (žr. 2 priedą). Tokiu būdu atliktame vertinime atskleidžiama, kaip nuosekliai, atliekant visus fundamentaliosios analizės atlikimo schemoje nurodytus analizės žingsnius, pasirenkama konkreti įmonė (žr. 13 pav.). Atliekant globalios ekonomikos dabartinės situacijos vertinimą, pagal įvairius rodiklius, tolesnei išsamią analizę parenkama konkrečios šalies ekonomiką. Įvertinus skirtingų pasirinktos šalies ekonomikos sektorių situaciją, nustatomas perspektyviausias, pastoviausias ir

tinkamiausias ne itin rizikingoms investicijoms tos šalies ekonomikos sektorius. Atlikus konkretaus sektoriaus situacijos vertinimą nustatoma, kurios įmonės yra patraukliausios investicijoms ir atliekama išsami pasirinktos įmonės analizė.

Lietuvos ekonomika kadangi:

- Tarptautinio valiutos fondo pasaulio ekonomikų klasifikacijoje Lietuva, kartu su Latvija ir Lenkija, priskiriama besivystančios ekonomikos Vidurio ir Rytų Europos šalims, kurios priklauso Europos sąjungai.
- Prognozuojama, kad 2013 m. pagrindinių išsivysčiusių ekonomikų atsigavimas bus silpnas (ekonomikos augimas iki 1,5 proc.), o daugelyje besivystančios ekonomikos šalių augimas išliks gana didelis (ekonomikos augimas iki 5,6 proc.).
- JAV, Azijoje, Lotynų Amerikoje 2012 m. ekonomikos augimas sulėtėjo. Tačiau Europos ekonomikos, skirtingai nei 2008 m., neveikia bendra rizikos baimė.
- Besivystančios ekonomikos šalių įmonės dažniausiai yra nepakankamai įvertintos, todėl jos turėtų sulaukti didesnio investuotojų susidomėjimo, dėl potencialiai didesnės investicijų grąžos.
- Lyginant Lietuvos, Latvijos ir Lenkijos ekonomikas, Lietuvos BVP augimas 2013 m. buvo sparčiausias, nedarbo rodikliai Lietuvoje yra žemiausi, Lietuvoje taikomi mažiausi mokesčiai, Lietuva yra valdoma stabilios vyriausybės, kuri priima toliaregiškus ilgalaikę ekonomikos raidą užtikrinančius sprendimus, Lietuvos infrastruktūra yra geriau išvystyta.



Medienos sektorius kadangi:

- Priklauso apdirbamosios gamybos grupei.
- Apdirbamoji gamyba trečias pagal dydį (15,7 proc. BVP), bei pagal sukurtos pridėtinės vertės 2009 - 2012 m. augimą (29,0 proc.) pramonės sektorius.
- Apdirbamoji gamyba sulaukia didelių investicijų, taigi turi geras ateities perspektyvas.



AB „Grigiškės“ kadangi:

- Medienos sektoriaus subsektoriai: medienos ir medinių dirbinių gamyba, popieriaus ir popieriaus gaminių gamyba, leidyba ir spausdinimas, baldai.
- Medienos sektorius Lietuvoje apima keletą didžiųjų įmonių: UAB „Boen Lietuva“, AB „Grigiškės“, AB „Klaipėdos kartonas“, AB „Freda“, AB „Vilniaus baldai“, UAB „SBA“, UAB „Swedspan Girių Bizonas“.
- „Nasdaq OMX“ Vilniaus biržos Oficialiajame prekybos sąraše kotiruojamos tik AB „Grigiškės“ ir AB „Vilniaus baldai“ akcijos.
- Esamomis ekonominėmis sąlygomis rekomenduojama konservatyvesnė, investavimo į su kasdienio vartojimo prekių pardavimu susijusio pardavėjo akcijas, strategija.
- Lietuvos rinkoje AB „Grigiškės“ rinkos dalis sudaro 37,7 proc. AB „Grigiškės“ veikia oligopolinėje rinkoje.
- Bendrovė kiekvienais metais stengiasi mokėti bent minimalius dividendus smulkiems akcininkams. *Kompanijos valdybos nariai perka savo kompanijos akcijas.*
- AB „Grigiškės“ akcijos kaina teisinga, nes P/B rodiklis mažesnis už 1 arba artimas šiai reikšmei.
- AB „Grigiškės“ turto panaudojimo efektyvumas sparčiai gerėja.
- AB „Grigiškės“ beta teigiamas, taigi verslo vertė kinta ta pačia linkme kaip ir rinkos pokyčiai.

13 pav. Apibendrinti empirinio tyrimo rezultatai

Tyrimo metodai. Siekiant įvertinti globalios ir vietos ekonomikos prognozes, bei atlikti pramonės sektoriaus ir pramonės šakos atranką, vykdyta antrinės informacijos palyginamoji analizė. Atliekant konkretaus verslo vadybos ir finansinės situacijos įvertinimą, atlikta vertinamoji analizė – veikla, atliekama analizuojamo dalyko tinkamumui, adekvatumui ir rezultatyvumui, siekiant užsibrėžtų tikslų, nustatyti (LST EN ISO 9000).

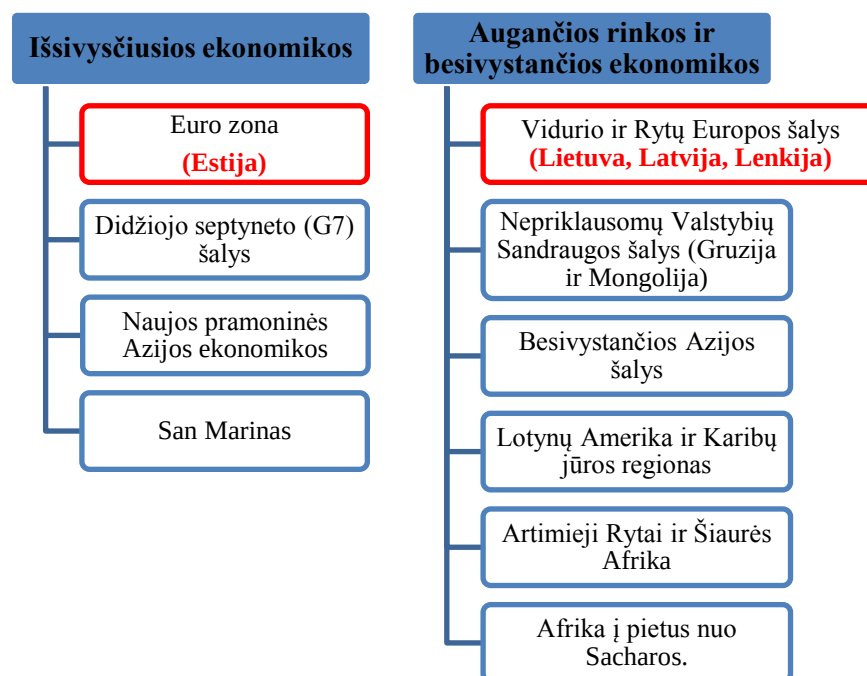
Empirinio tyrimo pagrindą sudaro antrinė (statistinė) informacija ir pirminė informacija. Duomenys tyrimui gauti iš statistinių duomenų bazių, atliktų taikomųjų mokslinių tyrimų ir studijų, globalių, regioninių ir šalies dokumentų, NASDAQ OMX Baltic duomenų bazės, įmonės finansinės atskaitomybės ir kitų interneto svetainių duomenų bazių.

4. AKCIJŲ VERTINIMO MODELIO TAIKYMAS NASDAQ OMX VILNIUS

4.1. Globalios ir vietos ekonomikos prognozės

Išsami globalios ir vietos ekonomikos analizė pateikiama 3 priede (žr. 3 priedą). Šioje darbo dalyje išskiriami tik esminiai su šia analize susiję aspektai, įtakojančios investavimo strategijos pasirinkimą.

Globalios ekonomikos prognozės. Tarptautinis valiutos fondas viso pasaulio ekonomikas dalina į dvi stambias dalis: išsivysčiusias ir besivystančias ekonomikas (žr. 14 pav.). Šioje pasaulio ekonomikų klasifikacijoje Lietuva, kartu su Latvija ir Lenkija, priskiriama besivystančios ekonomikos Vidurio ir Rytų Europos šalims, kurios priklauso Europos sąjungai. Į šią kategoriją nepatenka vienintelė iš Baltijos šalių – Estija, kuri priskiriama prie išsivysčiusių Euro zonos ekonomikų.



Šaltinis: sudaryta pagal Tarptautinis valiutos fondas, 2012

14 pav. Pasaulio ekonomikos struktūra

Globalios ekonomikos ciklas. TVF darbuotojai du kartus per metus pristato artimiausių metų (arba mažesnės trukmės laikotarpio) pasaulio ekonomikos raidos analizę. Naujausią tokią ataskaitą „Pasaulio ekonomikos ateities perspektyva: kova su didele skola ir silpnu ekonomikos augimu“ TVF išleido 2012 m. spalio 9 d. TVF šioje ataskaitoje vertina pasaulio ekonomikos atsigavimo perspektyvas, atsižvelgiant į euro zonos krizės pavojų ir JAV politikos susidūrimą su „fiskaline uola“. Nagrinėjamu laikotarpiu, globalios ekonomikos atsigavimas tęsiasi, tačiau 2012 m. jis sulėtėjo. Daugumoje pagrindinių besivystančios rinkos ekonomikų, anksčiau buvęs stiprus ekonomikos augimas, taip pat sumažėjo. Palyginti su 2012 m. balandžio mėn. prognozėmis, TVF prognozes 2013 m. ekonomikos augimui sumažino nuo 2,0 proc. iki 1,5 proc. išsivysčiusiose

ekonomikose, ir nuo 6,0 proc. iki 5,6 proc. besiformuojančios ir besivystančios ekonomikos šalims. Pagrindinė jėga stabdanti augimą yra taikoma pinigų politika. Centriniai bankai ir toliau ne tik išlaiko labai mažas palūkanų normas, bet ir eksperimentuoja su programomis, kurių tikslas - sumažinti tarifus tam tikrose rinkose, kad padėti tam tikrų kategorijų skolininkams. Mažas augimas ir netikrumas išsivysčiusiose šalyse daro įtaką ir besivystančios rinkos ekonomikoms tiek prekybos, tiek ir finansiniais kanalais.

Politinė situacija. Rizika, susijusių su euro zonos ir JAV fiskalinės politikos klaidomis, toliau kelia investuotojų susirūpinimą. Pagrindinis dėmesys tenka euro zonai, kurios šalys gali nukentėti nuo stiprių ir konkrečiai šaliai būdingų sukrėtimų, o silpni bankai gali žymiai sustiprinti neigiamą tokių sukrėtimų poveikį. Besivystančios ekonomikos šalių politikai suvokia, kad reikia atkurti fiskalinės ir pinigų politikos erdvę, tačiau nežino kaip tai padaryti išorinės rizikos akivaizdoje. Euro zonoje, toliau reikia reguliuoti einamosios sąskaitos disbalansą- didelį perteklių Vokietijoje ir Nyderlanduose ir deficitą daugelyje periferinių ekonomikų.

Ekonomikos patiriančios nuosmukį. JAV ekonomika taip pat sulėtėjo. Realus bendrasis vidaus produktas (BVP) antrąjį ketvirtį sumažėjo iki 1,7 proc. nepavyko atstatyti darbo rinkos ir vartojimo rodiklių. Augimas besivystančiose Azijos šalyse 2012 m. pirmąjį pusmetį sumažėjo mažiau nei 7 proc. Realus BVP augimas 2012 m. pirmąjį pusmetį taip pat sulėtėjo Lotynų Amerikoje iki maždaug 3 proc. Kylandos Europos ekonomikos, greitai atsigaunančios po kreditų krizės, dabar smarkiai nukentėjo nuo lėtėjančio eksporto į euro zoną, kuris beveik sustabdė realiojo BVP augimą. Tačiau, skirtingai nei 2008 m., regiono nebeveikia bendra rizikos baimė. Rusijos ekonomika, kuri skatino įvairių šio regiono ekonomikų veiklą, neseniai taip pat prarado pagreitį.

Tarptautinių organizacijų įtaka. Šie, susirūpinimą keliantys, klausimai kelia klausimus apie euro zonos gyvybingumą ir paskatino įvairius euro zonos politikos formuotojų veiksmus. Euro zonos lyderiai pradėjo darbą dėl bankų sąjungos, po kurios sekė Europos Komisijos pasiūlymas sukurti bendrą bankų priežiūros mechanizmą. Šios iniciatyvos vėl padidino pasitikėjimą finansų rinkose. TVF analitikai teigia, kad jei kuri nors iš dviejų kritinių politikos prielaidų nebus įgyvendinta, globalios ekonomikos situacija gali labai smarkiai pablogėti. Pirmoji prielaida yra tai, kad Europos politikos formuotojai iš anksto turi imtis papildomų reguliavimo veiksmų nacionalinių ekonomikų ir euro zonos integracijos lygiu (įskaitant bendrą bankų priežiūros mechanizmą). Antra prielaida yra tai, kad JAV politikai išvengs „finansinės uolos“ ir padidins skolos ribą, kas užtikrins didelę pažangą kuriant išsamų planą, kaip atkurti fiskalinį tvarumą.

Didžiausių išsivysčiusių ekonomikų, valdžios **sektoriaus struktūrinis balansas** 2012 m. yra sugriežtintas iki beveik $\frac{3}{4}$ proc. BVP, ir yra maždaug toks pat kaip ir 2011 m. 2013 m. šis sugriežtinimas didės nežymiai - apie 1 proc. BVP, tačiau jos sudėtis įvairiose šalyse bus skirtinga. Euro zonoje, kadangi daug reguliavimo priemonių jau įgyvendinta, ekonominės politikos

griežtinimo tempas bus šiek tiek sumažintas. Tačiau Jungtinėse Amerikos Valstijose, biudžeto perspektyvos 2013m. yra labai neaiškios, atsižvelgiant į didelį skaičių besibaigiančių mokesčių nuostatų, išlaidų mažinimo grėsmę ir didelį susiskaldymą politikos kontekste. Kylančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalyse prognozuojama nereikšminga fiskalinė konsolidacija, po 1 proc. BVP. Šių ekonomikų valdžios sektoriaus deficitas ir toliau turėtų būti mažiau nei 1½ proc. BVP, o **valstybių skolos lygis** sumažės iki 30 proc. BVP. Politika iš esmės bus neutrali Rusijoje, Kinijoje, Indijoje ir Turkijoje, o Brazilijoje ir Meksikoje ji bus šiek tiek sugriežtinta.

2012 m. **pinigų politika** pasaulyje buvo sušvelninta ir tokia išliks ateityje, bei bus reguliuojama atsižvelgiant į rinkos lūkesčius. ECB neseniai pradėjo Atvirų piniginių sandorių (OMT) programą ir išplėtė reikalavimus pateikiamam užstatui. Federalinis rezervų bankas neseniai paskelbė, kad, 40 milijardų dolerių per mėnesį tempu, pirs hipoteką užtikrintus vertybinius popierius, svarstys papildomo turto pirkimą, ir įdarbins kitas politikos priemones, kol pagerės ekonominės sąlygos. Jis taip pat išplėtė sumažintų palūkanų laikotarpį nuo 2014 m. pabaigos iki 2015 m. vidurio. Įvairios išsivysčiusios ekonomikos (Australija, Čekijos Respublika, Izraelis, Pietų Korėja) neseniai sumažino palūkanų normas arba atidėjo palūkanų normų didinimą. Šios priemonės turėtų paskatinti bankų skolinimą, pagerinti bankų valdomo turto kokybę ir palengvinti prieigą prie didmeninių kreditų. Kylančios rinkos ir besivystančios šalys pradėjo įvairias pinigų politikos sušvelninimo priemones, siekdamas sušvelninti infliaciją.

Apskritai, realiosios **palūkanų normos** daugelyje besiformuojančių rinkų ir besivystančių ekonomikų vis dar santykinai yra mažos ir kreditų augimas yra didelis. Dėl šių priežasčių, dauguma centrinių bankų pasirinko laikytis pastovumo.

Pasaulio ekonomikos aktyvumo sulėtėjimas sumažino **infliaciją** daugelyje išsivysčiusių ekonomikų. Išsivysčiusiose šalyse, mažesnės žaliavų kainos sumažino infliaciją. Besiformuojančios rinkos ir besiplėtojančios ekonomikos šalyse infliacija sumažėjo beveik 2 procentiniais punktais, iki šiek tiek mažiau nei 5,5 proc. Prognozuojama, kad išsivysčiusiose šalyse 2013 m. infliacija ir toliau mažės iki maždaug 1¾ proc. ; besiformuojančios rinkos ir besiplėtojančios ekonomikos šalyse prognozuojamas nežymus infliacijos svyravimas.

Nedarbas greičiausiai liks padidėjęs daugelyje pasaulio šalių. Daugelyje išsivysčiusių ekonomikų, likvidumo injekcijos daro teigiamą poveikį finansiniam stabilumui ir gamybos apimtims, bei užimtumui, bet šis poveikis palaipsniui mažėja. Nepaisant reikšmingų skirtumų tarp išsivysčiusių ir kylančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalių, prognozuojama, kad visame pasaulyje nedarbo lygis išliks vienodas ir 2012-2013 metais bus netoli 6 ¼ proc.

Prognozuojama, kad pagrindinių išsivysčiusių **ekonomikų atsigavimas** bus silpnas, o daugelyje besiformuojančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalių augimas išliks gana didelis.

Tikimasi, mažo, bet teigiamo pagrindinių euro zonos ir periferijos ekonomikų augimo 2013 m. Jungtinėse Amerikos Valstijose 2013 m. realus BVP padidės $2\frac{3}{4}$ proc. Augimo pagrindai tebėra stiprūs daugelyje šalių, kurios nepatyrė finansinės krizės, ypač daugelyje besiformuojančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalių. Besivystančiose Azijos šalyse prognozuojama, kad realusis BVP augs iki $7\frac{1}{4}$ proc. tempu. Pagrindinis to veiksnys bus Kinija. Lotynų Amerikoje, realusis BVP augs apie $4\frac{3}{4}$ proc. 2013 m. antroje pusėje. Prognozuojamas ekonomikos augimo tempas kitose ekonomikose nėra toks pastebimas. Vidurio ir Rytų Europos (VRE) ekonomikose tikimasi, kad nuo krizės nukentėjusių ekonomikų finansinės padėties gerinimas, šiek tiek didesnė euro zonos šalių paklausa ir staigių kilimų ir nuosmukių ciklo pabaiga, padidins augimą iki 4 proc. 2013 m.

Didėjanti besiformuojančios ekonomikos šalių svarba. Besiformuojančios rinkos ekonomikos šalių demografinė ir ekonominė svarba nepaprastai greitai didėja tiek mikroekonominio, tiek makroekonominio atžvilgiu. Šiose šalyse ne tik didelis gyventojų skaičius, bet jos tampa vis svarbesnės ekonomiškai, jų pasaulinės produkcijos dalis, pastaruoju metu sudaro daugiau kaip 30 proc., o BVP jau sudaro daugiau nei 45 proc. pasaulio BVP. Remiantis TVF Pasaulio ekonomikos apžvalgos duomenimis, 2013 m. ši dalis viršys 50 proc. Besiformuojančių ekonomikų atsparumas ekonominiams ir finansiniams neramumams yra palankūs pasaulio ekonomikai. Forbes duomenimis, iš 25 rinkos vertės atžvilgiu didžiausių pasaulio įmonių septynios yra iš besiformuojančios ekonomikos šalių.

Globalios ekonomikos analizė atskleidė, kad šiuo metu investuotojai, vertindami akcijų investicinį patrauklumą, turėtų atkreipti dėmesį į besivystančios ekonomikos šalių įmones. Nors bendros ekonomikos augimo perspektyvos yra gana neaiškios, tačiau besiformuojančios ekonomikos šalims prognozuojamas greitesnis atsigavimas ir tolimesnė plėtra, o kai ekonomika auga, dauguma pramonės grupių ir įmonių taip pat plečiasi ir auga. Kadangi šios globalios ekonomikos dalies įmonės dažniausiai yra ir nepakankamai įvertintos, jos turėtų sulaukti dar didesnio investuotojo susidomėjimo, dėl potencialiai didesnės investicijų grąžos. Lietuvos, Latvijos ir Lenkijos ekonomikos priskiriamos būtent šiam itin perspektyviam globalios ekonomikos segmentui. Lietuvos investuotojai, atsižvelgiant į asmeninę patirtį, kuri šiose ekonomikos tikėtina yra didžiausia (palyginus su kitomis pasaulio ekonomikomis), investavimui turėtų rinktis šias perspektyvias ekonomikas, kartui nepamirštant ir prie išsivysčiusios ekonomikos šalių priskiriamos Estijos. Taigi toliau, siekiant pasirinkti perspektyviausią šalį, atliekama konkreti palyginamoji šių 4 ekonomikų analizė.

Vietos ekonomikos analizė. Analizuojant vietos ekonomiką, nagrinėjama konkreti šalis ar regionas, kadangi Lietuva yra nedidelė šalis ir investicinis pasirinkimas nėra didelis, o be to įvertinant kaimyninių šalių ekonomikų sąsajas, paraleliai analizuojamos Lietuvos, Latvijos, Lenkijos ir Estijos ekonomikos. Dažnai dėl valiutų kursų svyravimų, užimtumo, vyriausybės

skatinamųjų priemonių ir mokesčių politikos, tam tikrų šalių ekonomikos funkcionuoja geriau nei kitų šalių, taigi atlikta analize siekta išsiaiškinti, kurios iš nagrinėjamų šalių, ekonomika funkcionuoja geriausiai.

Ekonomikos ciklas. Investuotojams svarbu nustatyti, kurioje ekonomikos ciklo stadijoje yra konkreči šalis, nes siekiant maksimalios investicijų grąžos, investuoti reikia ekonomikos krizės arba sąstingio pabaigoje, prieš prasidedant ekonomikos atsigavimui, kadangi tokiu ekonomikos ciklo metu investiciniai instrumentai yra pigiausi. O ekonomikos piko metu, kai kompanijų pelningumas nuolatos auga, nors investicijos į akcijas atrodo patrauklios, reikia jas parduoti, nes kai kompanijos uždirba pelnus, padidėja jų akcijų paklausa ir atitinkamai kaina.

Ekonomikos ciklo nustatymas, ne tik padeda nustatyti investavimo laikotarpį, bet ir padeda išsirinkti konkrečias, patraukliausias investicijoms, ūkio šakas. Įmonės, kurios gamina kasdienio naudojimo prekes, ekonominių ciklų svyravimai veikia mažiau, ir atvirkščiai, įmonės gaminančios ilgesnio vartojimo prekes, yra daugiau pažeidžiamos. Tačiau šios įmonės ir daugiausiai laimi ekonomikos pakilime ir pike. Taigi tikinti ekonomikos nuosmukio, palankiau investuoti į kasdienio vartojimo prekes gaminančias įmones, o ekonominio nuosmukio metu, tikintis ekonomikos atsigavimo, palankiau investuoti į ilgesnio vartojimo prekes gaminančias įmones, tokiu būdu užsitikrinant didesnę investicijų grąžą.

Korotayev ir Tsirel (2010) teigimu, ekonominis ciklas dažniausiai matuojamas bendrojo vidaus produktu (toliau – BVP), kuris yra pats patikimiausias ekonomikos būsenos rodiklis. Svarbu pažymėti, kad daugiau atsižvelgiama ne į patį BVP, o į jo augimo tempus ekonominio ciklo pakilime. Lietuvos, Latvijos, Estijos ir Lenkijos BVP kaita 1994 – 2017 m. pagrindžia šiuos teiginius : 2007 m. BVP augimas šalyse pradėjo mažėti, o 2009 m. didžiojoje dalyje nagrinėjamų šalių tapo neigiamas. Korotayev ir Tsirel (2010) teigimu, BVP kritimas 6 mėnesius laikomas ekonomikos krizės pradžia, o priešingai, greitas BVP augimas laikomas ekonomikos bumu. Taigi nagrinėti vien metinius BVP duomenis yra netikslu. Lietuvos ir Estijos BVP augimas 2012 m. buvo sparčiausias, o be to šioms šalims prognozuojamas ir didžiausias augimas ateityje. Prognozuojamas Latvijos BVP augimas, atsižvelgiant į esamus duomenis, nėra toks optimistinis, o Lenkijoje netgi prognozuojamas tolesnis jo kritimas net iki neigiamo lygmens. Estija yra viena iš didžiausių BVP vienam gyventojui turinčių šalių Vidurio Europoje ir Baltijos regione. Latvija, kaip ir Estija, taip pat yra viena iš šalių Europoje, kurioje 2012 m. užfiksuotas didžiausias BVP augimo tempas, kurį daugiausia lėmė vartojimo ir kreditų plėtra. Lietuva buvo viena iš sparčiausiai augančių Europos Sąjungos ekonomikų prieš pasaulinę finansų krizę. Lietuvos paslaugų sektorius sudaro didžiausią BVP dalį su sparčiausiai augančių informacinių ir ryšių technologijų. Lenkijos ateities perspektyvos nėra tokios optimistinės kaip kitų nagrinėjamų valstybių. Manoma, kad tai sąlygoja neaiškios ES

paramos teikimo perspektyvos ir tai, kad Lenkija neturi tokių išskirtinių bruožų kaip minėta apžvelgiant Estijos, Latvijos ir Lietuvos ekonomikas.

Infliacija turi didelę įtaką investuotojų sprendimui, kurios šalies įmones pasirinkti, nes infliacija mažina perkamąją galią, o tuo pačiu ir įmonių produkcijos paklausą, bei jų veiklos pelningumą, kuris atitinkamai veikia akcijų paklausą ir kainas. Globalios ekonomikos analizė atskleidė, kad pasaulio ekonomikos sulėtėjimas sumažino infliaciją (iki 1,5 proc.) daugelyje ekonomikų. Lietuvoje, Latvijoje, Estijoje ir Lenkijoje infliacija ekonominio nuosmukio metu taip pat reikšmingai sumažėjo. Remiantis TVF prognozėmis 2013 m. infliacijos lygis visose keturiose nagrinėjamose šalyse turėtų pasiekti 2 – 3 proc. lygį. Taigi vertinant iš infliacijos veiksnio perspektyvos, visos keturios šalys turi vienodą investicinį patrauklumą.

Didelis užimtumas būtinas norint užtikrinti gerą nacionalinių įplaukų didėjimą ir ekonomikos plėtrą. Nedarbo lygis Lietuvoje 2012 m. trečiąjį ketvirtį sumažėjo iki 12,30 proc. Estijoje nedarbo lygis 2012 m. trečiąjį ketvirtį sumažėjo iki 9,70 proc. 2012 m. trečiąjį ketvirtį nedarbo lygis Latvijoje sumažėjo iki 13,50 proc. Vienintelėje Lenkijoje nedarbo lygis nagrinėjamu laikotarpiu padidėjo iki 12,50 proc. ir prognozuojam, kad toliau augs. Įvertinus užimtumo tendencijas visose 4 šalyse, galima teigti, kad palankiausiai vertinamos šalys yra Estija ir Lietuva, nes šių šalių nedarbo rodikliai šiuo metu yra žemiausi.

Analizuojant šalies ekonominę situaciją, taip pat svarbu įvertinti **valiutos kurso riziką**, nes valiutos devalvacijos atveju, valstybės viduje pagaminti eksportuojami produktai tampa pigesni kitose valstybėse, todėl jų paklausa išauga. Vertinant valiutos kurso riziką, nagrinėjamose šalyse, vienareikšmiškai galima teigti, kad Estija šiuo aspektu investuotojų vertinama palankiausiai, nepriklausomai nuo to, kad jos valiutos kursas dolerio atžvilgiu ir sustiprėjo, kas reiškia eksportuojamos produkcijos kainų augimą ir paklausos mažėjimą. Tačiau 2011 m. sausio 1 d. Estijai įsivedus eurą, išaugo pasitikėjimas šia šalimi ir jos naudojama valiuta, kaip stabilia visos Europos valiuta. Kitų trijų šalių situacija yra labai panaši, t. y. visų jų valiutos nagrinėjamu laikotarpiu dolerio atžvilgiu nuvertėjo, o tai užtikrina jų eksportuojamos produkcijos patrauklumo augimą.

Valstybės, kuriose **mokesčiai** yra mažesni yra labai patrauklios investuotojams, nes tokiu atveju šios šalies įmonės patiria mažesnius kaštus ir mažiau apmokestinamas pelnas, taigi įmonės dirba labai pelningai, nes mažiau reikia atiduoti valstybei. Tačiau svarbūs ne tik įmonių mokesčiai, bet ir gyventojams taikomi mokesčiai, kuo jie mažesni, tuo daugiau pinigų lieka išlaidoms, ir tai didina gyventojų perkamąją galią, skatina vartojimą, kas teigiamai veikia kompanijų pelningumą. Vertinant apibendrintus išsamios mokesčių politikos nagrinėjamose šalyse apžvalgos duomenis (žr. 4 priedą), matyti, kad bendruoju požiūriu mažiausi mokesčiai yra Lietuvoje ir Latvijoje, o didžiausi Estijoje.

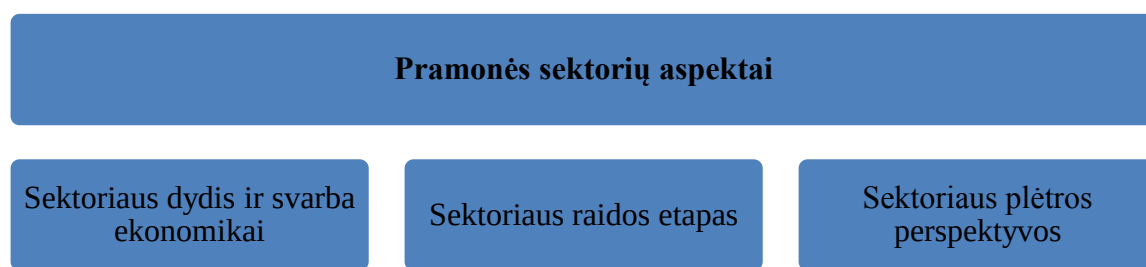
Stabili **politinė situacija** yra būtina subalansuotam ekonomikos augimui. Estijos vyriausybės prioritetai apima mokesčių mažinimą, verslo ir darbo reguliavimo sumažinimą ir išlaidų vaikų priežiūros ir švietimo paslaugoms padidinimą. Nuo ekonominės krizės pradžios 2007 m. Estijos vyriausybė vykdo rinkos reformas ir taiko mažų mokesčių modelį, kuris remia šalies augimą pastaraisiais metais. Estijos užsienio politika orientuota į Europą, visų pirma Skandinaviją ir Baltijos šalis, bet ir santykiai su JAV yra geri. Tačiau santykiai su Rusija yra sudėtingesni.

Lietuvos geografinė padėtis lėmė ypač glaudžius ryšius su kitomis Baltijos valstybėmis, Skandinavija, taip pat Rytų ir Vakarų Europa. Rusija ir buvusios Sovietų Sąjungos respublikos taip pat vaidina svarbų vaidmenį. Tačiau, šalies santykiai su Rusija paskutiniu metu sumažėjo. Atsižvelgiant į 2007-2013 m. ES gaires, Lietuvoje dėmesys sutelktas į priemonių, skirtų skatinti inovacijas ir subalansuotą augimą, planavimą.

Pagrindinių ekonominių rodiklių analizė atskleidė, kad iš nagrinėtų valstybių perspektyviausios investiciniu požiūriu yra Estija ir Lietuva. Be to, tiek Estija, tiek ir Lietuva yra valdomos stabilių vyriausybių, kurios priima toliaregiškus ilgalaikę ekonomikos raidą užtikrinančius sprendimus. Šių valstybių ekonominė politika didžiausią prioritetą skiria ekonomikos skatinimui, jos liberalizavimui, sudaro palankias sąlygas verslui.

4.2. Lietuvos pramonės sektorių atranka

Pramonės sektoriaus analizė atliekama remiantis VŠĮ Viešosios politikos ir vadybos instituto (2006) atliktoje „Magistrantūros ir Lietuvos ūkio poreikių atitikimo“ studijoje pateikta metodika. Pagal sudarytą akcijų vertinimo modelį ir studijoje pateikiamą pramonės sektoriaus analizės metodiką, nagrinėjami keli pramonės sektorių aspektai (žr. 15 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal VŠĮ Viešosios politikos ir vadybos institutas, 2006

15 pav. Pramonės sektorių atrankos kriterijai

Pirmiausia svarbu išskirti sparčiausiai augančius ir geriausias perspektyvas turinčius sektorius, nes sektoriams smunkant, įmonių pelningumas ir investicinis patrauklumas taip pat bus mažas. Sektoriaus pelningumas skirtingais ekonomikos ciklais gali skirtis kelis kartus. Antras svarbus aspektas - sektoriaus dydis, kuris parodo sektoriaus svarbą šalies ūkiui. Trečia, svarbu numatyti sektoriaus plėtros perspektyvas ir kaip tai įtakos sektoriaus įmonių ateitį.

Prieš pradedant detalią ūkio sektorių analizę, svarbu aiškiai apibrėžti analizės vienetą. Šiame darbe, kaip siūloma VŠĮ Viešosios politikos ir vadybos instituto (2006) atliktoje studijoje, naudojama ekonominės veiklos rūšių klasifikacija (EVRK), kurioje išskiriama 16 ekonominės veiklos rūšių (žr. 5 priedą).

Sektoriaus dydžio kriterijus parodo sektoriaus svarbą šalies ūkiui. Yra nemažai ūkio sektorių, kurie yra gana dinamiški, tačiau labai maži ir jų poveikis šalies ekonomikai yra nedidelis. O stambiose ūkio šakose net ir nedideli pokyčiai turi didelės įtakos šalies ekonomikai.

VŠĮ Viešosios politikos ir vadybos instituto (2006, p. 19) studijoje laikoma, kad sektorius yra didelis, jei jo dalis BVP yra daugiau nei 3 proc., tačiau tokio rodiklio negalima naudoti, nes tokiu atveju dideliais būtų pripažinti beveik visi sektoriai. Taigi dėl šios priežasties, išskiriami sektoriai, kurių BVP dalis yra daugiau nei 10 proc. Remiantis Statistikos departamento duomenimis 2012 m. trečią ketvirtį didžiausi sektoriai buvo: didmeninė ir mažmeninė prekyba; transportas; apgyvendinimo ir maitinimo paslaugų veikla (25,3 proc.); pramonė (18,7 proc.); apdirbamoji gamyba (15,7 proc.); viešasis valdymas ir gynyba; švietimas; žmonių sveikatos priežiūra ir socialinis darbas (11,1 proc.) (žr. 6 priedą).

Analogiška situacija ir su antruoju pramonės dydžio rodikliu. VŠĮ Viešosios politikos ir vadybos instituto (2006, p. 19) studijoje laikoma, kad sektorius yra didelis, jei čia dirbančių užimtųjų dalis yra didesnė nei 3 proc. visų užimtųjų, tačiau tokio rodiklio negalima naudoti, nes tokiu atveju dideliais būtų pripažinti beveik visi sektoriai. Taigi dėl šios priežasties, išskiriami sektoriai, kuriuose dirbančių užimtųjų dalis yra didesnė nei 10 proc. Remiantis Statistikos departamento duomenimis 2012 m. trečią ketvirtį didžiausi sektoriai buvo: didmeninė ir mažmeninė prekyba; transportas; apgyvendinimo ir maitinimo paslaugų veikla (23,4 proc.); viešasis valdymas ir gynyba; švietimas; žmonių sveikatos priežiūra ir socialinis darbas (19,7 proc.); pramonė (15,7 proc.); apdirbamoji gamyba (13,6 proc.) (žr. 7 priedą).

Sektoriaus raidos etapas nustatomas įvertinus augančias ir besitraukiančias ekonominės veiklos rūšis (EVRK). Sektoriaus plėtrą vertinama, remiantis šiais rodikliais:

- Sukurtos pridėtinės vertės augimas, lyginant su šalies vidurkiu (sukurtos pridėtinės vertės metinių pokyčių vidurkis). Jei sukurtos pridėtinės vertės metinių pokyčių vidurkis yra prastesnis nei vidutinis, tai galima daryti išvadą, kad sektorius auga labai lėtai, arba traukiasi. Tuo tarpu, jei metinių pokyčių vidurkis yra didesnis nei vidutinis šalyje, galima teigti, kad sektorius yra stabiliai augantis.
- Užimtųjų skaičiaus augimas konkrečiame sektoriuje. Vertinama, ar užimtųjų skaičius konkrečiame sektoriuje augo, ar mažėjo (užimtųjų skaičiaus metinių pokyčių vidurkis).

Didžiausias metinis sukurtos pridėtinės vertės augimas 2009 – 2012 m. laikotarpiu užfiksuotas finansinėje ir draudimo veikloje (128,9 proc.), žemės ūkyje, miškininkystėje ir žuvininkystėje (59,6 proc.), apdirbamojoje gamyboje (29,0 proc.), pramonėje (26,2 proc.) bei didmeninėje ir mažmeninėje prekyboje; transporte; apgyvendinimo ir maitinimo paslaugų veikloje (22,2 proc.). Taigi galima daryti išvadą, kad šie ekonomikos sektoriai auga, o neigiama nekilnojamojo turto operacijų (-1,6 proc.) pridėtinė vertė per tą patį laikotarpį reiškia, kad šis sektorius ir toliau traukiasi (žr. 8 priedą).

Apžvelgus atskirų pastarųjų trijų metų laikotarpių duomenis, matyti, kad iki 2012 m. augusi pramonė, apdirbamoji gamyba, statyba ir didmeninė ir mažmeninė prekyba 2012 m. pradėjo vėl trauktis (žr. 2 lent.). Taigi stabiliai augančiais galima laikyti tik žemės ūkio, miškininkystės ir žuvininkystės bei ir profesinės, mokslinės ir techninės veiklos sektorius. Pastovus užimtųjų skaičiaus augimas pastebimas tik informacijos ir ryšių sektoriuje.

2 lentelė. Ekonomikos sektorių raidos etapų nustatymo kriterijai

	Sukurtos pridėtinės vertės augimas				Užimtųjų skaičiaus augimas			
	2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011	2012/ 2009	2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011	2012/ 2009
Žemės ūkis, miškininkystė ir žuvininkystė	2,1	34,9	15,8	59,6	-8,9	-2,4	-0,2	-11,3
Pramonė	15,1	17,8	-6,9	26,2	-8,5	0,5	-2,2	-10,0
Apdirbamoji gamyba	17,7	20,4	-9,0	29,0	-6,1	0,7	-3,0	-8,4
Statyba	5,9	20,5	-8,9	16,4	-19,4	7,8	-3,6	-16,3
Didmeninė ir mažmeninė prekyba; transportas; apgyvendinimo ir maitinimo paslaugų veikla	15,8	10,5	-4,5	22,2	-3,1	5,2	-8,7	-6,9
Informacija ir ryšiai	0,5	-5,1	7,3	2,3	-3,7	3,1	2,6	1,9
Finansinė ir draudimo veikla	63,4	34,4	4,2	128,9	1,5	-4,0	-8,9	-11,2
Nekilnojamojo turto operacijos	-4,5	-2,1	5,3	-1,6	28,4	-1,4	-15,2	7,3
Profesinė, mokslinė ir techninė veikla; administracinė ir aptarnavimo veikla	-4,4	7,4	13,4	16,5	1,8	3,9	-7,2	-1,8
Viešasis valdymas ir gynyba; švietimas; žmonių sveikatos priežiūra ir socialinis darbas	-8,6	4,1	9,2	3,8	-0,8	-1,5	-7,6	-9,7
Meninė, pramoginė ir poilsio organizavimo veikla, namų ūkio reikmenų remontas ir kt. paslaugos	-2,6	4,5	10,1	12,0	-10,0	9,5	0,6	-0,9
BVP Bendrasis vidaus produktas/Bendrasis užimtumas	7,0	12,7	7,0	29,0	-5,3	1,9	-5,2	-8,5

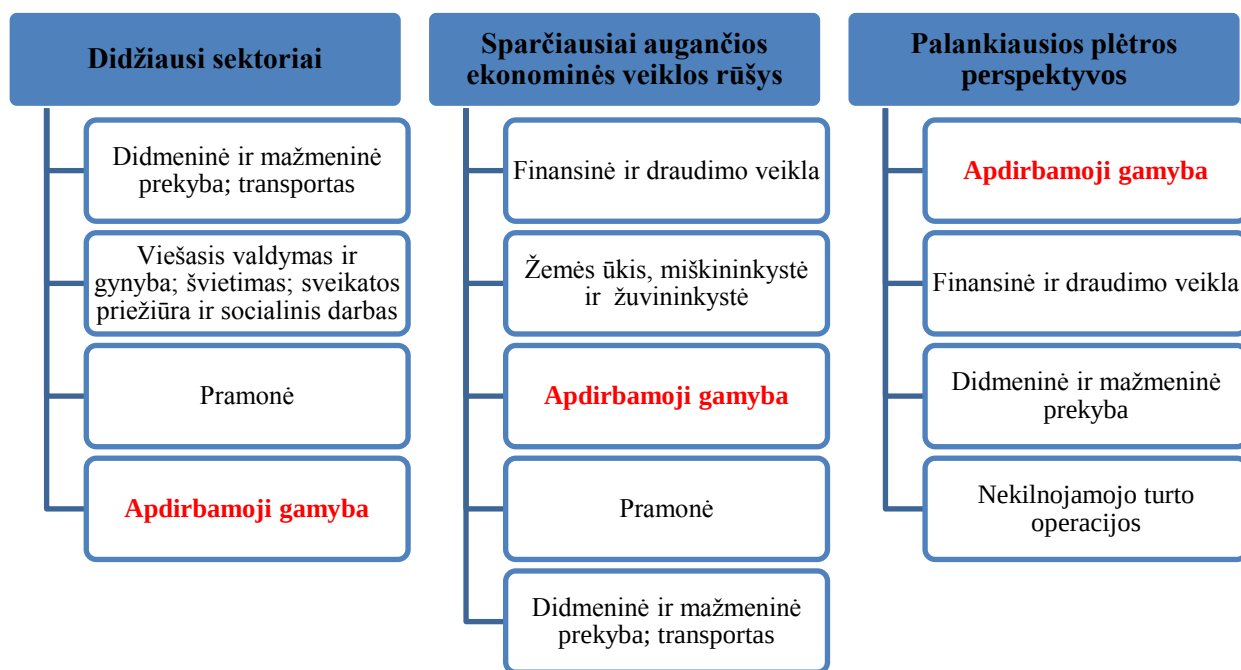
Šaltinis: sudaryta pagal Statistikos departamentas prie Lietuvos Respublikos Vyriausybės, 2013

Investuotojams taip pat svarbu įvertinti sektoriaus *plėtros perspektyvas* ir kaip tai įtakos šio sektoriaus įmonių ateitį. Sektoriaus plėtros perspektyvos didele dalimi priklauso ne tik nuo įmonių plėtros strategijos, bet ir nuo išorinių veiksnių (valstybės politikos, Lietuvos ir Rusijos santykių ir pan.). Taigi, be itin išsamios šios srities analizės, kurią gali pateikti tik itin kvalifikuotų

specialistų grupė, tikslių prognozių pateikti neįmanoma. Todėl, atsižvelgiant į tai, siūloma nustatyti tik tam tikras ateities tendencijas, remiantis investicijų apimtimis į konkrečius sektorius, nes didelės investicijų apimtys rodo didelį investuotojų pasitikėjimą sektoriais ir gerina tolesnės sektorių plėtros perspektyvas.

Remiantis 2009 – 2012 m. Statistikos departamento duomenimis 2012 m. vėl pradėjo augti investicijos į finansinę ir draudimo veiklą ir nekilnojamojo turto operacijas. Nuo 2009 m. fiksuojamas pastovus investicijų augimas į profesinę, mokslinę ir techninę veiklą. Taip pat gana didelių investicijų sulaukia apdirbamoji gamyba. Taigi galima daryti prielaidą, kad šie ekonomikos sektoriai turi geriausias ateities perspektyvas.

VšĮ Viešosios politikos ir vadybos instituto (2006. p. 297) studijoje nurodoma, kad tradiciniai, sparčiai augantys ūkio sektoriai: medienos ir medinių dirbinių gamyba, nekilnojamojo turto operacijos ir kartu statyba, elektros, dujų ir vandens tiekimas, didmeninė ir mažmeninė prekyba, transportas ir sandėliavimas (žr. 16 pav.).



16 pav. Apibendrinta ekonomikos sektorių analizė.

Medienos sektorius priklauso apdirbamosios gamybos grupei. Šį sektorių sudaro (pagal EVRK klasifikaciją) sudaro šie subsektoriai: medienos ir medinių dirbinių gamyba, popieriaus ir popieriaus gaminių gamyba, leidyba ir spausdinimas (DE) bei kita niekur kitur nepriskirta gamyba, įskaitant baldus. Šis sektorius ne tik priklauso didžiausiems sektoriams pagal sukuriama pridėtinę vertę, tačiau jis dabar yra augimo stadijoje ir jam prognozuojamos palankios perspektyvos. Šio sektoriaus sukurtos pridėtinės vertės augimas per pastaruosius 3 metus, atitinka šalies ūkio augimo tempą. Be to, kitų sektorių augimas įtakoja ir šio sektoriaus plėtrą, nes augant pramonei, visiems investuojant į pajėgumų didinimą, dėl augančios vidaus rinkos paklausos, didėja žaliavinės medienos paklausa, tuo pačiu ir

kaina. Taip pat augant naftos kainoms, auga ir alternatyvaus, t. y. medienos kuro paklausa ir kainos.

Pripažinto medienos sektoriaus eksperto prof. dr. Morkevičius (2012) tvirtinimu ši Lietuvos ūkio dalis toliau sėkmingai integruojasi į Pasaulio ekonomikos raidą, eksportuodama vis daugiau produkcijos. Keletas didžiųjų įmonių („Boen Lietuva“, „Grigiškės“, „Klaipėdos kartonas“, „Swedspan Girių Bizonas“) 2012 m. ėmėsi naujų galingų, medienos atliekomis kūrenamų jėgainių statybų, numato parduoti šiluminę energiją. Nors ir nežymiai, tačiau nuolat didėja produkcijos gamyba, įmonių pajamos. Akivaizdžiai padidėjęs yra daugumos įmonių veiklos patikimumas.

Atsižvelgiant į kitų trijų sparčiai augančių ūkio sektorių - statybos, elektros, dujų ir vandens tiekimo, didmeninės ir mažmeninės prekybos, populiarumą investuotojų tarpe, 9 priede pateikiama trumpa šių sektorių situacijos apžvalga (žr. 9 priedą).

Globalios ekonomikos analizės metu, nustatyta, kad šiuo metu pasaulinė ekonomika patiria ekonomikos atsigavimo sulėtėjimą, tačiau neišsprendus euro zonos krizės ir JAV „fiskalinės uolos“ problemų, TVF analitikai prognozuoja dar vieną ekonominės krizės bangą. Jei prognozuojamas ekonomikos nuosmukis, investuotojai turėtų pasirinkti konservatyvesnę strategiją ir ieškoti į stabilias pajamas orientuotų įmonių. Gynybinė strategija gali būti susijusi su kasdienio vartojimo prekių pardavėjų, ar komunalinių ir su energetika susijusių paslaugų teikėjų akcijų įsigijimu. Dėl šių priežasčių tolimesnei analizei pasirinktas apdirbamosios gamybos sektorius, o konkrečiai medienos pramonė. Prognozuojama, kad ateinančiais metais medienos perdirbimo sektorius didės 10–15 proc. Tiek iki krizės, tiek per krizę pirminio medienos perdirbimo sektorius kasmet didėdavo 18–20 proc. per metus. Medienos perdirbimo sektorius pasirinktas ne tik dėl jo ekonominių perspektyvų, bet ir dėl to, kad jis yra labai svarbus Lietuvos eksportui, o sektoriai, susiję su eksportu, yra ir stabiliausi. Medienos perdirbimo sektorius per krizę smuko tik todėl, kad su problemomis susidūrė mažosios, į vidaus rinką, o ne į eksportą orientuotos įmonės.

Išsirinkus pramonės sektorių, sekantis žingsnis, atlikus pramonės šakos analizę, pasirinkti konkrečias įmones investicijoms, t. y. investuotojas, prieš pereinant prie detalesnės analizės, turėtų susiaurinti šio sektoriaus įmonių sąrašą.

4.3. Medienos produkciją gaminančių įmonių veiklos analizė ir investavimo perspektyvų įvertinimas

Pramonės sektorių analizė atskleidė, kad vienas iš labiausiai augančių ir perspektyviausių pramonės sektorių Lietuvoje šiuo metu yra apdirbamosios gamybos medienos sektorius, kuris Lietuvoje apima keletą didžiųjų įmonių - „Boen Lietuva“, „Grigiškės“, „Klaipėdos kartonas“, „Freda“, „Vilniaus baldai“, „SBA“, „Swedspan Girių Bizonas“. Nors ir nežymiai, tačiau nuolat didėja šių įmonių produkcijos gamyba, įmonių pajamos.

Kadangi fundamentaliosios analizės tikslas nustatyti įmonių investicinį patrauklumą ir išsirinkti įmones, kurių akcijos yra patraukliausioms investicijoms, tikslinga nagrinėti tik tas bendroves, kurių akcijos platinamos vertybinių popierių rinkoje. „Nasdaq Omx“ Vilniaus biržos Oficialiajame prekybos sąraše kotiruojamos dviejų šio sektoriaus didžiųjų įmonių akcijos – „Grigiškės“, „Vilniaus baldai“.

Dėl euro zonos krizės ir JAV veiksmų kovojant su „finansinės uolos“ fenomenu, vis dar išlieka grėsmė pasaulio ekonomikos perspektyvoms. Taigi esant netikrumui dėl galimo ekonomikos nuosmukio, pasirenkama konservatyvesnė, investavimo į su kasdienio vartojimo prekių pardavimu susijusio pardavėjo akcijas, strategija. Kadangi baldai nėra kasdienio vartojimo prekė, toliau nagrinėjama AB „Grigiškės“.

AB „Grigiškės“ yra didžiausia Lietuvoje medienos plaušų plokščių ir sanitarinio buitinio popieriaus gamybos bendrovė. GRITE vardu vadinama kreputo popieriaus grupė žinoma ir populiari Lietuvoje bei Baltijos šalių rinkoje. Apie 50 proc. gaminamo tualetinio popieriaus eksportuojama į Latviją, Estiją, Švediją. 2011 m. AB „Grigiškės“ pasaulinio susitarimo pažangos ataskaitoje nurodoma, kad remiantis 2010 m. spalio – 2011 spalio mėn. rinkos tyrimų duomenimis, „Grite Family“ yra 3-jų sluoksnių tualetinio popieriaus segmento lyderis.

AB „Grigiškės“ gaminamos produkcijos rinkos dalis. Lietuvos pramonės centruose itin gausus higieninio popieriaus asortimentas, pavyzdžiui, „Maxima“ parduoda beveik 50 skirtingų pakuočių ir pavadinimų tualetinio popieriaus ir 40 rūšių vienkartinį servetėlių, „Norfos“ prekybos tinkle – atitinkamai 35 ir 20, „Iki“ siūlo 30 ir 10, „Rimi“ – 8 ir 7, kuris atkeliauja iš įvairių šalių Austrijos, Čekijos, Italijos, Lenkijos, Lietuvos, Portugalijos, Rumunijos, Slovakijos, Slovėnijos, Suomijos, Vengrijos, Vokietijos. Nors higieninio popieriaus asortimentas ir didelis, tačiau rinką, be AB „Grigiškės“, sudaro dar 3 pagrindinės kompanijos (žr. 17 pav.).

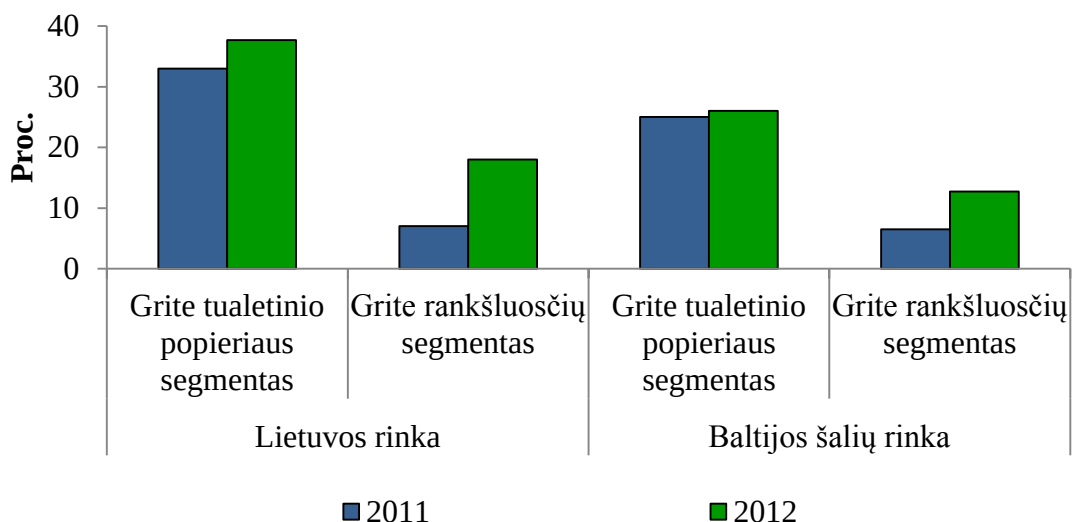
Higieninio popieriaus rinka	
Kompanija	Prekės ženklai
Metsa Tissua	Tento, Serla, Lambi, Katrin
SCA	Velvet, Zewa, Tempo
Kimberly - Clark&Klucze	Viva, Kleenex

Šaltinis: sudaryta pagal AB Grigiškės, 2011

17 pav. Higieninio popieriaus rinka Lietuvoje

Popieriaus rinka nuolat kinta. Dėl to, atsižvelgdama į vartotojų poreikius ir konkurencinę aplinką, AB „Grigiškės“ atnauja ir prekės ženklo Grite produkciją. AC „Nielsen“ duomenimis

2012 m. pirmąjį pusmetį, Lietuvos rinkoje Grite tualetinio popieriaus dalis padidėjo nuo 33 iki 37,7 proc. Grite dalis rankšluosčių segmente paaugo nuo 7 iki 18 proc. Baltijos šalių rinkoje Grite tualetinio popieriaus dalis padidėjo vienu procentu, nuo 25 iki 26 proc. Rankšluosčių kategorijoje augimas sudarė 6,2 procentinio punkto, t. y. nuo 6,5 iki 12,7 proc. (žr. 18 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal AB Grigiškės, 2011

18 pav. AB „Grigiškės“ gaminamos produkcijos rinkos dalis

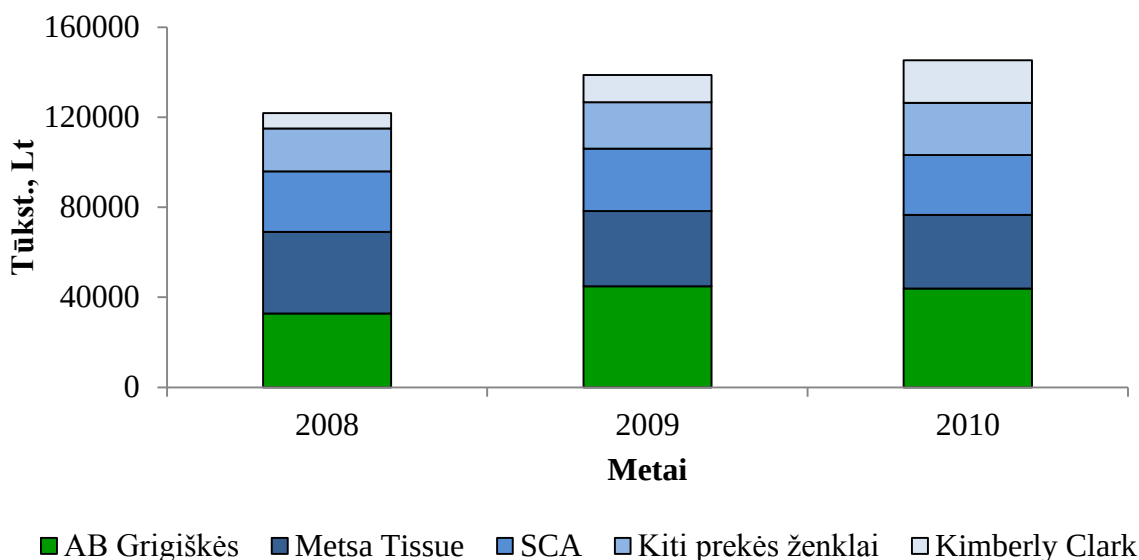
Pagal užimamą rinkos dalį Lietuvos rinkoje, AB „Grigiškės“, remiantis LR Konkurencijos įstatymo (1999) galima laikyti dominuojančia įmone šioje rinkoje. Šio įstatymo 3 straipsnio 11 dalyje apibrėžta 40 proc. rinkos dalies riba dominavimui nustatyti, kurią pasiekus laikoma, kad ūkio subjektas užima dominuojančią padėtį atitinkamoje rinkoje, jeigu neįrodoma priešingai. Kotler ir Keller (2006) pagal užimamą rinkos dalį įmonės siūlo skirti į rinkos lyderius, rinkos persekiotojus, rinkos sekėjus, rinkos nišų užpildytojus (žr. 19 pav.). AB „Grigiškės“ pagal autorių išskiriamas konkuravimo strategijas artinasi prie rinkos lyderio pozicijos Grite tualetinio popieriaus segmente Lietuvoje ir užima rinkos sekėjo poziciją Baltijos šalių rinkoje. Grite rankšluosčių segmente bendrovė Lietuvoje ir Baltijos šalyse pamažu pereina nuo rinkos nišų užpildytojo prie rinkos sekėjo pozicijos.



Šaltinis: sudaryta pagal Kotler ir Keller, 2006

19 pav. Hipotetinė rinkos struktūra

Didelė santykinė rinkos dalis bendrovei suteikia masinės gamybos galimybes su iš to kylančia masto ekonomija. Masto ekonomija savo ruožtu reiškia dideles gamybos apimtis, mažas produkcijos vieneto gamybos sąnaudas, dideles pelno maržas ir aukštą pelningumą. Nors prekybos centruose pirkėjai gali rinktis iš itin gausaus higieninio popieriaus asortimento, AB „Grigiškės“ užtikrina didžiausią (žr. 20 pav.) rinkos dalį tenkindama klientų poreikius taip gerai, kad pakankama klientų dalis sutiktų kompanijos produktui suteikti didelę santykinę rinkos dalį, palyginti su ta, kurią gauna konkurentai.

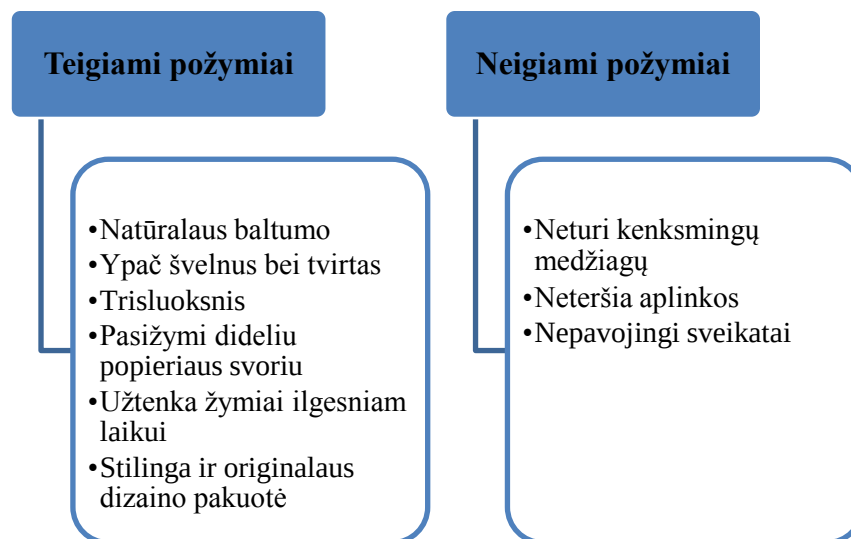


Šaltinis: sudaryta pagal AB Grigiškės, 2011

20 pav. Pagrindinių konkurentų higieninio popieriaus pardavimai (tūkst. Lt)

AB „Grigiškės“ produkto pozicija. Produkto pozicija yra tai, kaip vartotojai apibrėžia svarbias jo savybes, t. y. produkto užimama vieta vartotojų sąmonėje, lyginant tą produktą su konkurento produktais. Tradicinio marketingo terminais pozicija – tai tam tikrų produkto savybių akcentavimas siekiant jį išskirti iš konkurencinių produktų ir įgyti konkurencinį pranašumą.

Kadangi vieniems pirkėjams pagrindinis kriterijus renkantis prekę yra kaina, kitiems svarbesni tam tikri kokybiniai parametrai, AB „Grigiškės“ laikosi pozicijos, rinktis tualetinį popierių pagal kainą ne visada būna pats geriausias sprendimas ir jos produkcija pozicionuojama akcentuojant kokybinius kriterijus. AB „Grigiškės“ produktų pozicija sukurama remiantis teigiamais (natūralaus baltumo, ypač švelnus bei tvirtas, trisluoksniis, pasižymi dideliu popieriaus svoriu, užtenka žymiai ilgesniam laikui, stilinga ir originalaus dizaino pakuotė) ir neigiamais požymiais. Bendrovės produktų pozicija yra susijusi su skalsumu, ekologiškumu ir stilingumu (žr. 21 pav.). Įmonė skeptiškai žiūri į vartotojams brukamą itin ryškių spalvų ar drėgną tualetinį popierių ir mano, kad dauguma žmonių nekeis savo vartojimo įpročių – vis tiek rinksis sausą ir baltą tualetinį popierių, nes sunku laužyti nusistovėjusias tradicijas.



21 pav. AB „Grigiškės“ produkto pozicija

AB „Grigiškės“ konkurencinis pranašumas. Įmonės užimama rinkos dalis ir vartotojo sąmonėje įtvirtinta bendrovės produktų pozicija leidžia teigti, kad įmonė turi didelį konkurencinį pranašumą pramonės šakoje. Šis pranašumas leidžia gauti didesnes, negu vidutinės šakoje, pajamas bei užtikrinti stiprias pozicijas rinkoje. Pagrindiniai bendrovės konkurencinio pranašumo kriterijai pateikiami 3 lentelėje (žr. 3 lent.).

Esamo lyderio nustatymas. Pagal 34 paveiksle pateiktas pagrindinių higieninio popieriaus rinkos konkurentų pardavimų apimtis matoma, kad AB „Grigiškės“ yra absoliutus rinkos lyderis. Kad įmonė yra pripažintas rinkos lyderis pagrindžia ir pelnyti apdovanojimai:

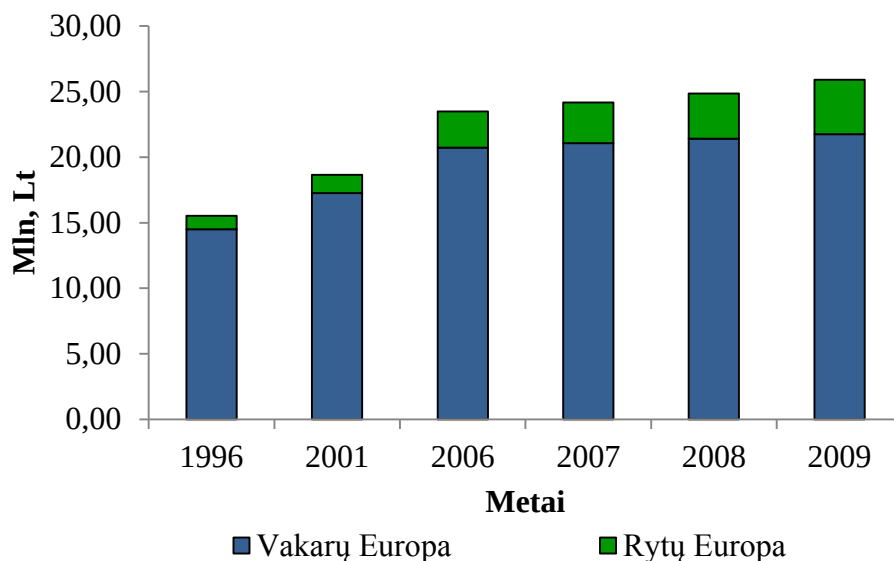
- „Lietuvos metų gaminy 2010“.
- „Lietuvos metų gaminy 2011“.
- Grite Family 8 (rit.) - sėkmingiausias nauju 2010 metų produktas popieriaus gaminių grupėje Estijoje.
- Popieriniai rankšluosčiai Grite Lady Rose – sėkmingiausias naujas 2008 m. produktas.

Vertinant sėkmingiausius naujus produktus buvo analizuojami rinkai pristatytų produktų vidutinių mėnesinių pardavimų duomenys ir atlikta internetinė vartotojų apklausa apie produktus, kuriuos jie labiausiai linkę pirkti ir dažniausiai naudoja.

3 lentelė. AB „Grigiškės“ konkurencinio pranašumo kriterijai

Konkurencinio pranašumo kriterijai	AB „Grigiškės“ situacija
Produkcijos paskirstymas	Higieninio popieriaus produktų pardavimai organizuojami per du pagrindinius kanalus. Pardavimai mažmeniniams klientams (buičiai) sudaro didžiąją dalį visų higieninio popieriaus pardavimų (80. 1 proc.), tuo tarpu likusioji dalis parduodama B2B segmente (verslui). Mažesnes nei pagrindinių konkurentų logistikos sąnaudas lemianti palanki geografinė padėtis Įsitvirtinimas pagrindiniuose mažmeninės prekybos tinkluose regione. Tiek rytinės, tiek vakarinės Europos dalių klientų pasiekimui palanki padėtis. Prieiga prie geležinkelių, kelių bei vandens transporto sistemų. Palanki geografinė padėtis (Lietuva turi išvystytą baldų gamybos pramonę).
Įmonės prestižas	Prekės ženklo žinomumas. Prekės ženklas siejamas su įmonės garantuojama kokybe.
Produkcijos įvairovė	Pilnas produktų asortimentas, apimantis ekonominį, vidutinį ir prabangų segmentus. Higieninis popierius (tualetinis popierius, popieriniai rankšluosčiai, popierinės nosinaitės, servetėlės). Kartono pakuotė (testlaineris, flutingas, korinis užpildas, gofrokartono dėžės). Medienos produktai (medienos plaušų plokštės, pjautinė mediena, medienos plokštės, medienos granulės).
Patirtis, išskirtinės žinios	Technologinis pranašumas (ypač prieš konkurentus Rytų Europoje). Biomasės katilinės naudojimas, užtikrinantis nepriklausomybę nuo išorės energijos tiekimo.
Technologijos	Naujausią „Ecology 9001“ italų gamintojų technologiją. Pažangiausia „Fusion Art Embosing“ popieriaus pagrindo įspaudų technologiją.
Produkcijos pakeičiamumas	Pagrindinės bendrovės produkcijos substitutų nėra, taigi jos pakeičiamumas mažas, pirkėjas negali vietoj vienos prekės pradėti vartoti kitą, nepatirdamas didelio nepasitenkinimo.
Produkcijos unikalumas	Bendruoju požiūriu bendrovės produkcija unikali tuo, kad tai yra kasdienio vartojimo prekės, kurias būtiniausių prekių krepšelyje pagal pardavimo apimtį lenkia tik alkoholis ir švieži maisto produktai, o ne maisto prekių kategorijoje tai vienos svarbiausių prekių. Originalūs lapiniai popieriniai rankšluosčiai, skirti vartoti buityje. Originalios, dizainerio kurtos išskirtinės pakuotės. Analogų rinkoje neturintys lapiniai popieriniai rankšluosčiai, skirti vaikams "grite HEY! Kids" Išskirtiniai, neturintys analogų, šakelės ir delniukų formos reljefiniai įspaudimai.
Išskirtinis priėjimas prie žaliavų	Pakankama vietinės bei importo rinkų antrinių popieriaus žaliavų pasiūla. Didžiąja dalimi žaliavų apsirūpinama Lietuvos rinkoje. Įmonės pagrindinių žaliavų, medžiagų ir detalių tiekėjai iš Lietuvos sudaro 65 proc. visų įmonės naudojamų žaliavų. Pagr. žaliavos, naudojamos gamybos procese, yra celiuliozė ir makulatūra. Žaliavų apsirūpinimui su tiekėjais sudaromos vienerių metų tiekimo sutartys, kainas nustatant pagal FOEX indeksą.

Sektoriaus pokyčių įtaka esamai jėgų pusiausvyrai. Higieninio popieriaus segmentas atsparus ekonominiams ciklams ir nepaisant pasaulinės ekonomikos recesijos, higieninio popieriaus produktų paklausa išlaiko augimą (žr. 22 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal AB Grigiškės, 2011

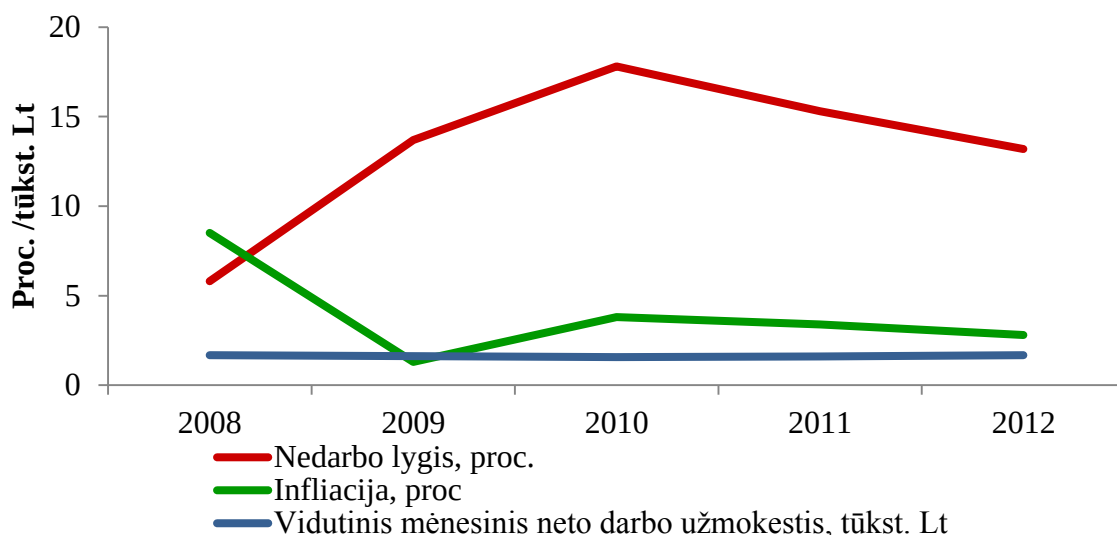
22 pav. Higieninio popieriaus produktų paklausa (mln. Lt)

AB „Grigiškės“ atspari sektoriaus pokyčių įtakai, įmonėje įdiegta pasaulinio lygio įrenginių priežiūra, bei nuolat siekiama aukštesnės kokybės paslaugų bei lankstumo vykdant klientų užsakymus. Bendrovė didelėmis investicijomis stiprina savo pozicijas rinkoje, taip pat siekia sukurti didesnę pridėtinę vertę savo klientams, geriau patenkinti jų poreikius. Bendrovės atsparumą sektoriaus pokyčiams sąlygoja ir gerai diversifikuota klientų bazė.

Įmonėje toliau vyksta 2011 – 2013 m. investicinė programa, montuojamos naujos popieriaus gamybos mašinos, bendrovė pradėjo rinkoje gerai žinomų gaminių atnaujinimą, plečia popierinių rankšluosčių asortimentą, pristatys atskiras nosinaičių vaikams ir prabangių, išskirtinių kvapų bei dizaino, 4 sluoksnių popierinių nosinaičių linijas.

Kliūtys patekti į rinką. AB „Grigiškės“ veikia oligopolinėje rinkoje - tai tokia rinka, kurioje yra keletas stambių (AB Grigiškės, Metsa Tissue, SCA, Kimberly Clark) tarpusavyje konkuruojančių įmonių, kurios parduoda identiškus produktus arba artimus pakaitalus ir patenkina savo gaminiais pagrindinę rinkos paklausos dalį. Vienos oligopolinės įmonės kainų ar gamybos apimčių kitimai veikia kitų oligopolinių įmonių elgseną. Higieninio popieriaus rinka neturi pakaitalų. Nauji konkurentai, ketinantys įeiti į rinką susiduria su natūraliu barjeru - gamybos masto ekonomija, kai mažiausi vidutiniai kaštai pasiekiami tik gaminant pakankamai didelį produkcijos kiekį. Šis barjeras sudaro sunkiai įveikiamas kliūtis patekti į rinką ir kartu gamintojų konkurencijai atsirasti.

Klientų perkamoji galia – tai prekių kiekis, kurį galima nupirkti už kiekvieną piniginių vienetą (realus prekių ir paslaugų kiekis, kurį galima įsigyti už vieną piniginių vienetą). Klientų perkamąją galią įtakoja darbo užmokesčio ir bendrojo kainų lygio pokyčiai, t. y. darbo užmokesčio kilimas reiškia perkamosios galios augimą, o kainų kilimas (infliacija) reiškia pinigų perkamosios galios mažėjimą (žr. 23 pav.).



23 pav. **Pagrindiniai klientų perkamosios galios rodikliai**

Kaip matyti iš diagramoje pateiktų statistinių duomenų, pastaruoju metu klientų perkamąją galią įtakojantys veiksniai išliko pastovūs, o tai reiškia nekito ir klientų perkamoji galia. Remiantis Lietuvos banko pateikiamomis makroekonominėmis prognozėmis, 2013 m. prognozuojamas infliacijos augimas 2,8 proc. Tačiau šis infliacijos pokytis neturės įtakos klientų perkamajai galiai, kadangi prognozuojamas ir darbo užmokesčio augimas 2,6 proc. ([http://www. lb. lt/makroekonominės_proгноzes](http://www.lb.lt/makroekonominės_proгноzes)).

Klientų perkamosios galios pokyčių įtakos įmonės veiklos rezultatams bendrovė išvengia ir dėl pilno produktų asortimento, apimančio ekonominį, vidutinį ir premium segmentus. Be to pagrindiniai bendrovės klientai yra vidutinio dydžio įmonės bei privatūs asmenys, kurių perkamoji galia yra didesnė už vidutinę.

4.4. AB „Grigiškės“ verslo analizė

Identifikavus potencialų verslą investicijoms, sekantis žingsnis gilesnė bendrovės veiklos analizė ir galimų lūkesčių dėl būsimų veiklos rezultatų nustatymas. Analizėje dėmesys sutelkiamas į bendrovės verslo planą, valdymą ir finansus.

Įmonės verslo planų vertinimas. AB „Grigiškės“ „Verslo žinių“ organizuojamoje konferencijoje „Verslo planas 2013. Rinkos pulsas. Ką prognozuoja įmonių vadovai?“ paskelbė, kad 2013 m. tikisi 10 proc. apyvartos augimo, t. y. daugiau nei dvigubai sparčiau, palyginti su 2012 m. Pagal bendrovės prognozes, popieriaus gaminių pardavimai kitais metais turėtų išaugti 22 proc., medienos gaminių – 3 proc., o kartono – 13 proc. . Vertinant egzistuojančios įmonės ateities planus

svarbu nustatyti ar bendrovės kryptis aiškiai apibrėžta; ar įmonė yra rinkos lyderė; ar bendrovė gali išsaugoti pirmaujančias pozicijas?

Pramonės šakos analizė atskleidė, kad AB „Grigiškės“ yra užtikrinta rinkos lyderė ir tikėtina, kad dėl didelių investicijų, nuolat tobulinamos produkcijos, gana aukštų patekimo į rinką barjerų ir klientų lojalumo, ir toliau išsaugos pirmaujančias pozicijas rinkoje. Bendrovės veiklos kryptis apibūdinama jos misijoje. Misija yra įmonės tikslo apibūdinimas – platesnis įmonės siekių pristatymas. Joje apibūdinama įmonės filosofija ir kryptis, išreikšti netolimoje ateityje pasiektini strateginiai tikslai. AB „Grigiškės“ deklaruoja misija – rūpintis vartotoju, maksimaliai tenkinti klientų, visuomenės ir darbuotojų poreikius. Bendrovės vizija – tapti konkurencinga, atitinkančia aukščiausius reikalavimus, pirmaujančia įmone ne tik Lietuvos, bet ir Europos rinkoje. Šios misijos bendrovė siekia aiškiai apibrėžtomis veiklos kryptimis:

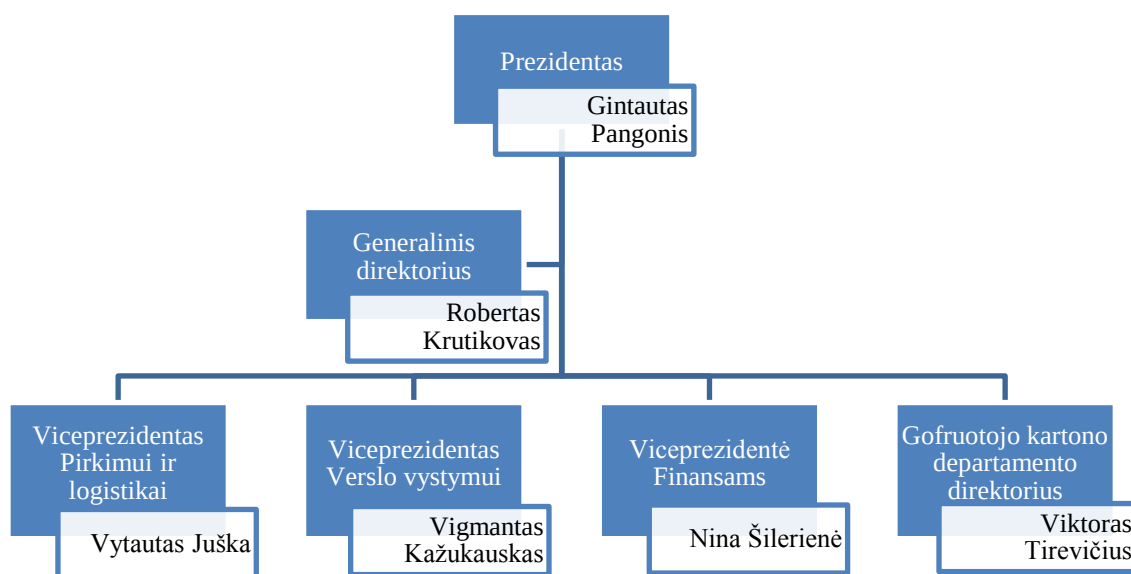
- Gamybos pajėgumų didinimas – bendrovė nuolat investuoja į naujus įrengimus ir produkcijos tobulinimą.
- Verslo geografijos plėtra - daugiau kaip pusę savo higieninio popieriaus produkcijos AB „Grigiškės“ eksportuoja į įvairias Europos šalis – Latviją, Estiją, Ukrainą, Lenkiją, Daniją ir kitas, o apie 65 proc. kietųjų medienos plaušų plokščių eksportuojama į Švediją, D. Britaniją, Vokietiją, Lenkiją, Suomiją, Daniją, Olandiją, Šveicariją, Belgiją, JAV ir kitas šalis. AB „Grigiškės“ gaminamiems sanitarinio-buitinio popieriaus produktams suteiktas Europos Sąjungos ekologinis ženklas – ES „Gėlė“, kuris atvėrė galimybes eksportuoti gaminius į Skandinavijos ir kitas Europos, į kurias eksportas buvo labai apribotas būtent dėl to, kad bendrovė neturėjo ES ekologinio ženklo.
- Šilumos energijos kaštų mažinimas – 2011 m. pradėjo veikti bendrovės „Grigiškės“ 18 megavatų (MW) biokuro katilinė.
- Tolesnis našumo didinimas diegiant naujus vadybos modelius – bendrovė gavo kokybės vadybos sistemos ISO 9001 sertifikatą (1999 m.), o 2011 m. rugsėjo mėn. pasirašė trišalę sutartį su Jungtinių Tautų vystymo programa Lietuvoje ir Lietuvos verslo darbdavių konfederacija dėl socialinės atsakomybės standartų diegimo bendrovėje.

Apibendrinant šiuos teiginius, galima teigti, kad bendrovės veiklos kryptis yra aiški – siekti įmonės plėtros per maksimalų vartotojų poreikių patenkinimą. Šių tikslų bendrovė siekia trijose įmonės veiklos srityse: popierius ir jo gaminiai, medienos plaušų plokštės, gofruotasis kartonas ir jo gaminiai.

Bendrovės valdymo analizė. Siekiant sėkmingai vykdyti užsibrėžtas veiklos kryptis, bendrovei reikalingas aukščiausios kokybės valdymas (žr. 24 pav.).

Vadovo verslo patirtis. AB „Grigiškės“ prezidentas G. Pangonis yra bendrovės valdybos pirmininkas, Lietuvos medienos asociacijos valdybos narys. G. Pangonis 1976-1980 metais įgijo universitetinį išsilavinimą ir turi beveik 20 metų vadovavimo patirtį.

- 1994-1997 metais buvo Ryšių departamento direktorius.
- 1997-1998 metais vadovavo AB „Lietuvos telekomas“.
- 1998-1999 metais buvo AB „Lietuvos telekomas“ viceprezidentas.
- 1999-2001 metais UAB „Bitė GSM“ generalinis direktorius.
- nuo 2001 metų vadovauja AB „Grigiškės“, yra įmonės valdybos pirmininkas.



Šaltinis: sudaryta pagal AB Grigiškės, 2011

24 pav. AB „Grigiškės“ valdymo struktūra

Kompanijų, kurioms anksčiau vadovavo vadovas, esama padėtis. AB „Grigiškės“ prezidentas G. Pangonis anksčiau vadovavo AB „Lietuvos telekomas“ ir UAB „Bitė GSM“. Kadangi nuo AB „Grigiškės“ prezidento vadovavimo šioms kompanijoms pabaigos praėjo daugiau nei 10 metų, negalima sieti šių bendrovių esamos padėties su G. Pangonio vadovavimu. Pažymėtina tik tai, kad abiejų šių kompanijų veikla dabartiniu metu ir tuomet kai joms vadovavo G. Pangonis buvo vertinama palankiai.

Kaip pasikeitė analizuojamos įmonės padėtis, pasikeitus vadovui. Bendrovę valdantis prezidentas turi ne tik ilgalaikę sėkmingo vadovavimo patirtį, bet ir jau antrą kartą sėkmingai tempia įmonę iš krizės: įsigijęs ir pakėlęs ją po Rusijos krizės, 2008 m. rado būdą ne tik kaip sugrįžti į vėžes, bet ir atgauti investuotojų pasitikėjimą. Vadovo teigimu šiuo metu įmonei iš krizės padeda lipti tai, kad grupėje gaminami trys skirtingi produktai, kurių pelningumo ciklai paprastai

prasilenkia, todėl pavyksta užtikrinti sėkmingą visos grupės veiklą. Pavyzdžiui, vos prasidėjus krizei ir kritus vartojimui, iš karto sumenko gofruoto kartono, iš kurio gaminamos dėžės produktams laikyti, paklausa. Bet medienos plokščių ir popieriaus pardavimas tuo metu dar buvo visai neblogas. O dabar geriausiai prekiauti sekasi kartonu, tuo tarpu baldų gamyboje naudojamų medienos plokščių rinkos atsigavimas laukiamas tik metų pabaigoje.

Vadovybės kartu išdirbtas laikas. G. Pangonis – valdybos pirmininkas ir bendrovės prezidentas, kartu su N. Šilerienė – viceprezidente finansams, kompanijoje kartu dirba jau daugiau nei 10 metų. Tai kelia pasitikėjimą tiek šių specialistų itin giliomis sektoriaus žiniomis, tiek ir sėkmingos įmonės veiklos perspektyva, nes ekonomistų teigimu, idealu, jeigu kompanijai vadovauja tas pats žmogus, kuris kompaniją įkūrė.

Ar kompanijos valdybos nariai perka savo kompanijos akcijas. Iki 2012 m. sausio 1 d. šiuos sandorius skelbė Vertybinių popierių priežiūros komisija, kurios funkcijas nuo 2012 m. sausio 1 d. perėmė Lietuvos bankas. Tai yra svarbus kriterijus investuotojui, nes kompanijos valdybos nariai yra tie, kurie geriausiai žino, kas iš tikrųjų dedasi įmonėje. Ir visai nesvarbu, ką sako valdybos nariai pirkdami ar parduodami akcijas. Vienintelis motyvas biržoje yra pinigai. AB „Grigiškės“ prezidentas yra ir pagrindinis įmonės akcininkas: jo valdomai bendrovei šiuo metu priklauso 48,79 proc. bendrovės akcijų. Bendrovės vadovas neslepia į savo valdomą įmonių grupę visų pirma žiūrintis kaip į galimybę uždirbti: „Jokių emocinių sentimentų čia nepuoselėju. Fabrikas - ne tėvynė. Neabejoju, kad anksčiau ar vėliau išsenka kiekvieno vadovo darbinė energija, tada protingiausia verslą arba perduoti vadovauti kitiems, arba parduoti“. AB „Grigiškės“ akcijas perka ir kiti vadovybės nariai: 2012 m. lapkričio 12 d. AB „Grigiškės“ gavo pranešimą apie Popieriaus departamento technikos direktoriaus Audriaus Maminsko sandorius emitento vertybiniais popieriais (žr. 10 priedą). Be to įmonės akcijų turi ir kiti bendrovės stebėtojų tarybos, valdybos ir administracijos nariai. Tai, kad patys vadovai perka ir turi akcijas, reiškia, kad jie stengsis kelti akcijos vertę ir didinti įmonės pelną.

Valdybos narių *elgesys su smulkiais akcininkais* ir jų interesų paisymas. Bendrovė kiekvienais metais stengiasi mokėti bent minimalius dividendus. Taip vadovybė esą kuria įvaizdį ir siunčia signalą, kad nepamiršta ir smulkiųjų akcininkų, nors ir lėšų poreikis bendrovės investicijoms yra milžiniškas. „Grigiškės“ paskelbė, kad už 2011 m. valdyba dividendais siūlo išmokėti 1,2 mln. Lt, arba po 0,02 Lt akcijai. Už 2010 m. įmonė mokėjo po 0,0058 EUR (0,02 Lt) dividendų akcijai.

Įmonės finansinių ataskaitų aiškumas ir išsamumas. AB „Grigiškės“ finansinės ataskaitos parengtos pagal Tarptautinės finansinės atskaitomybės standartus.

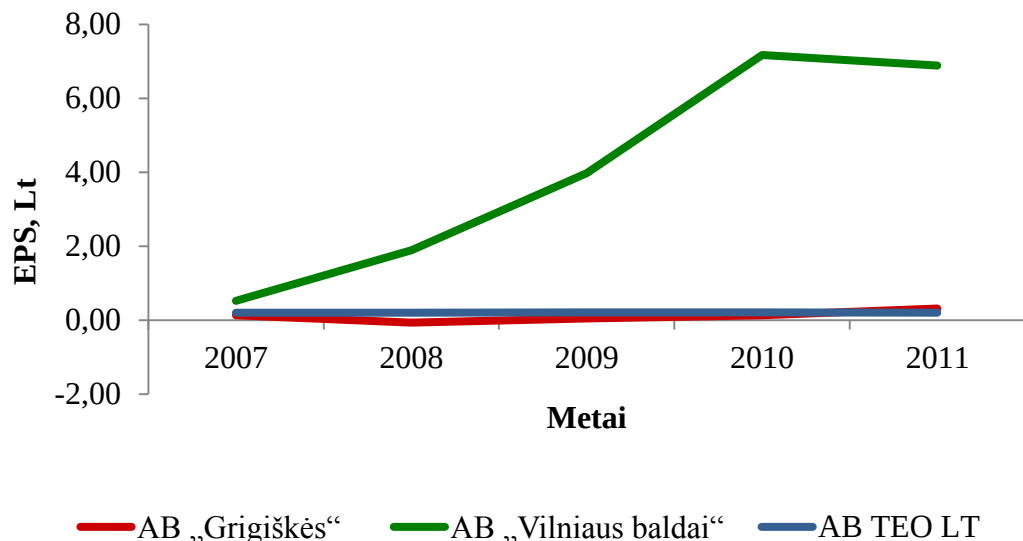
AB „Grigiškės“ finansinė analizė. Galutinis fundamentalios analizės proceso žingsnis atlikti finansinių ataskaitų analizę, remiantis išskirtomis vertinimo priemonėmis.

Finansinė analizė atliekama remiantis finansinių ataskaitų duomenimis. Mokslinėje literatūroje yra išskiriami pagrindiniai finansinės analizės modeliai: horizontalioji (laiko), vertikalioji (struktūrinė) ir santykinų rodiklių. Horizontalioji analizė - tai dviejų ar daugiau metų finansinių ataskaitų duomenų palyginimas, kai lyginami skirtingų laikotarpių tokie pat rodikliai. Ši analizė padeda nustatyti atitinkamų rodiklių dinamiką, kuri išreiškiama absoliučiais dydžiais ir procentais. Vertikalioji analizė - atitinkamas finansinės ataskaitos rodiklis lyginamas su bendroju baziniu tos ataskaitos rodikliu, o gautas dydis išreiškiamas bazinio dydžio procentais. Atliekant santykinų rodiklių analizę, apskaičiuojami įmonės pelningumo, apyvartumo ir mokumo santykiniai rodikliai.

Šioje analizėje nagrinėjami konsoliduoti AB „Grigiškės“ ir kitų panašaus sektoriaus bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamose rinkose, duomenys. Remiamasi emitentų viešai skelbta 2007 – 2011 m. metine ir 2012 m. devynių mėn. tarpine finansine informacija ir AB NASDAQ OMX Vilnius biržos duomenimis.

Teorinėje darbo dalyje akcentuota, kad svarbu prisiminti, kad visa kiekvienu lygmeniu nagrinėjama informacija yra santykinė, t. y. lyginama: pramonės šakos turi būti lyginamos su kitomis pramonės šakomis, o įmonės su kitomis įmonėmis. Paprastai, įmonės, lyginamos su kitomis tos pačios grupės įmonėmis. Bendrovės palyginimui buvo atrinktos pagal ICB klasifikaciją ir pagal prekybos aktyvumą. Kadangi pagal ICB klasifikaciją AB „Grigiškės“, kuri pagal pramonės šaką priskiriama kategorijai „1000 Pagrindinės medžiagos“, yra vienintelė Baltijos Oficialiame prekybos sąraše, palyginamajai analizei pasirinkta artimai kategorijai „3000 Plataus vartojimo prekės“ priskiriama AB „Vilniaus baldai“. Kita bendrovė AB TEO LT, kurios akcijomis aktyviausiai prekiaujama, palyginamajai analizei parinkta įvertinus akcijų prekybos aktyvumą, nors šių įmonių kategorijos iš esmės skiriasi. Ši bendrovė pasirinkta, siekiant įvertinti, kaip akcijų vertinimo skalėje atrodo pasirinkta įmonė, palyginus su viena iš populiariausių NASDAQ OMX Vilnius sąrašuose įrašytų bendrovių.

Pelno akcijai (EPS) rodiklis yra vienas iš populiariausių akcijų pelningumo nustatymo rodiklių. Kuo jis didesnis, tuo geriau, nes tuo didesnę pelną savininkui uždirba viena akcija. Analizuojamų bendrovių akivaizdi lyderė pagal šį rodiklį yra AB „Vilniaus baldai“, kurios pelnas akcijai nagrinėjamu laikotarpiu ženkliai lenkė, kitų dviejų bendrovių rodiklio reikšmes. Nors AB „Grigiškės“ EPS rodiklis 5 metų laikotarpyje buvo žemiausias, tačiau 2011 m. jis beveik susilygino su aktyviausiai prekiaujamų vertybinių popierių AB TEO LT rodikliu (žr. 25 pav.).

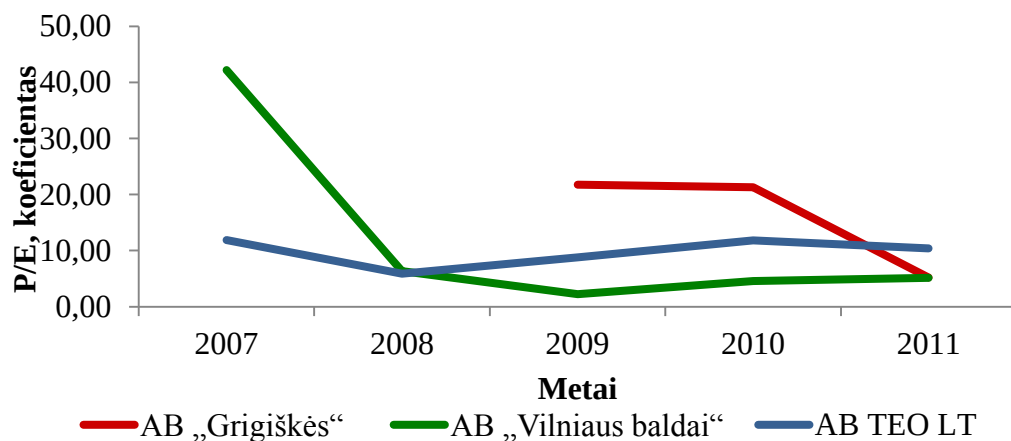


Šaltinis: sudaryta pagal NASDAQ OMX Vilnius, 2013

25 pav. Pelnas vienai akcijai – EPS

EPS pagrindu negalima priimti sprendimo pirkti akcijas, tačiau jis reikalingas skaičiuojant kitus rodiklius. Todėl, sprendžiant, įsigyti vienos ar kitos įmonės akcijas, ar ne ir per kiek laiko tokios investicijos atsipirktų, naudojami ir kiti akcijų vertinimo rodikliai.

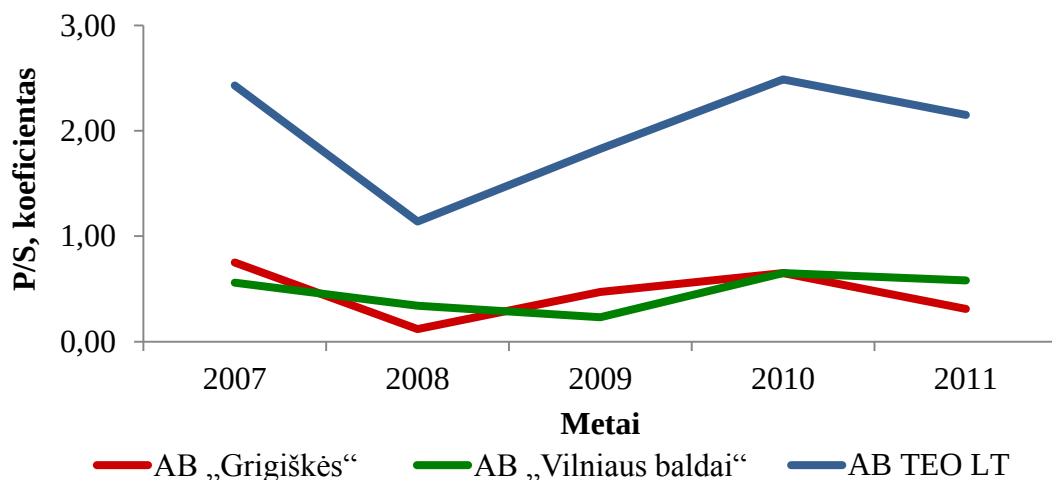
Akcijos kainos ir jai tenkančio pelno santykis (P/E). Akcijų rinkos dalyviai linkę investuoti į akcijas su žemu P/E santykiu ir geromis pelno augimo perspektyvomis. AB „Grigiškės“ ir AB TEO LT P/E rodiklio reikšmių kitimo tendencijos yra panašios (žr. 26 pav.). Vertinant diagramos duomenis, matoma, kad AB „Grigiškės“ P/E santykis visą laikotarpį buvo aukštesnis už kitas vertinamas bendroves. Literatūros šaltinių teigimu, dažniausiai didelis akcijos kainos ir jai tenkančio pelno santykis rodo, kad rinkoje bendrovė yra laikoma perspektyvia ir jos akcijomis domimasi. Taigi remiantis šiuo požiūriu galima teigti, kad AB „Grigiškės“ akcijos investuotojus domina, nepaisant fakto, kad prekyba jomis yra sulėtėjusi. Įvertinus akcijos rinkos kainą ir bendrovės ateities perspektyvas, galima teigti, kad gana aukšta bendrovės rodiklio reikšmė rodo, ne tai, kad bendrovės akcijos yra pervertintos, o greičiau dideles rinkos viltis bendrovės atžvilgiu. 2011 m., iki kitų dviejų bendrovių lygio, sumažėjusi šio rodiklio reikšmė rodo, kad bendrovės akcijos yra neįvertintos. Nors 2011 m. rodikliai ir jų prognozės 2012 m. rodo, kad bendrovės akcijos neįvertintos, tačiau susidomėjimas šiomis akcijomis kol kas nekyla. Tokią situaciją lemia bendrovės augančios bendrovės skolos ir padėtis eksporto rinkose, bei nepateisinti lūkesčiai dėl naujojo investuotojo. Tačiau investavusieji dabartinėmis kainomis ir bendrovės prognozėmis dėl pardavimų ir veiklos pelningumo augimo 2013 m. pasitvirtinus, turėtų užsidirbti pelno.



Šaltinis: sudaryta pagal NASDAQ OMX Vilnius, 2013

26 pav. Akcijos rinkos kainos ir pelno santykio rodiklis - P/E

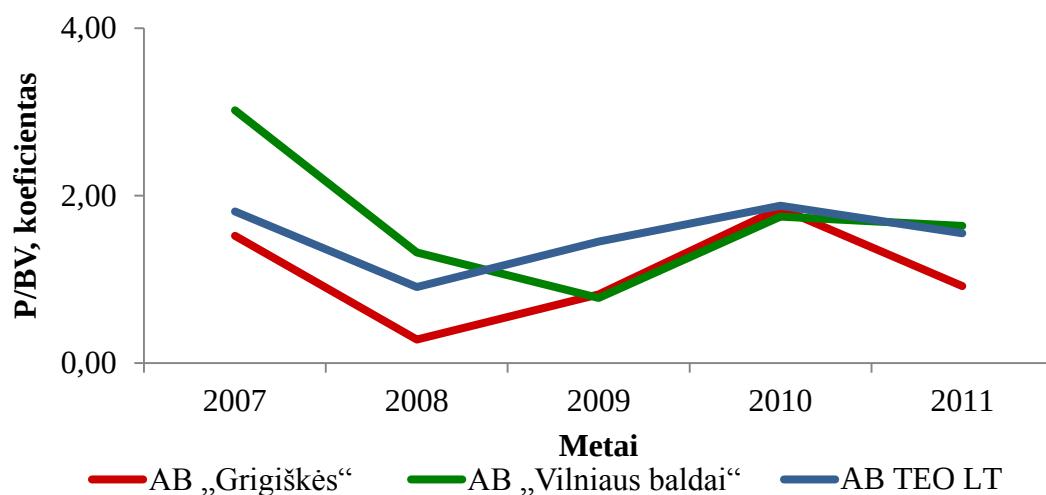
Akcijos rinkos kainos ir pardavimo pajamų koeficientas (P/S). Remiantis teorijos teiginiu, kad kuo mažesnė P/S rodiklio reikšmė, tuo geriau vertinama akcija, galima teigti, kad AB „Grigiškės“ ir AB „Vilniaus baldai“, akcijos yra vertinamos kur kas geriau nei AB TEO LT akcijos (žr. 27 pav.). AB „Grigiškės“ ir AB „Vilniaus baldai“ P/S mažesnis už vieną rodo pirkimo galimybę. Šiuo atžvilgiu abi šios bendrovės, kurios priklauso tam pačiam sektoriui, vertinamos vienodai palankiai, ir jų rodiklio reikšmės kitimas vienodomis tendencijomis tai atspindi.



Šaltinis: sudaryta pagal NASDAQ OMX Vilnius, 2013

27 pav. Akcijos rinkos kainos ir pardavimo pajamų koeficientas – P/S

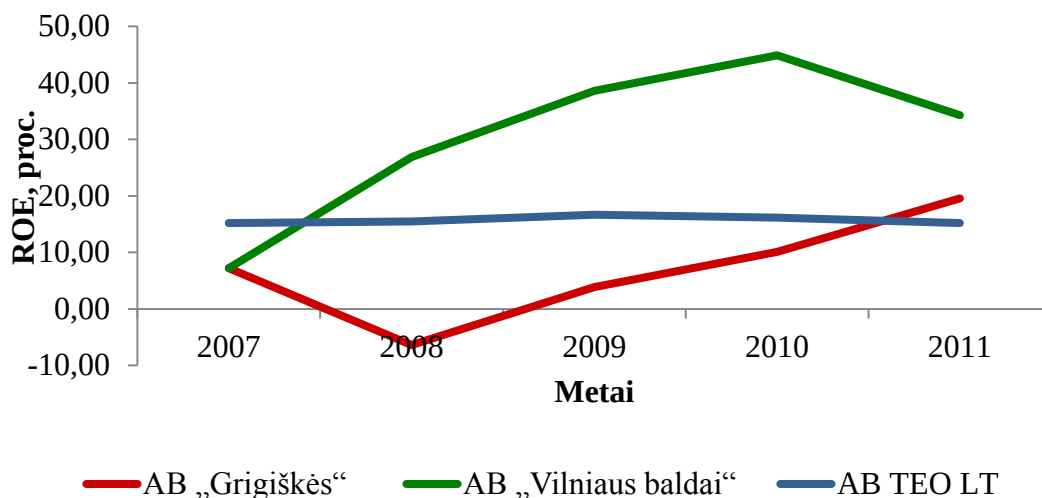
Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis (P/BV). Šis rodiklis palygina akcijos kainą biržoje su realaus bendrovės turto kaina. Kuo mažesnė P/B reikšmė, tuo geriau vertinamos akcijos, nes jų rinkos vertė yra mažesnė negu faktinė turto vertė, o tai reiškia, kad nusipirkus visas jos akcijas ir pardavus bendrovės turtą, gaunamas pelnas. Galima teigti, kad AB „Grigiškės“ akcijos kaina teisinga, nes jos reikšmė mažesnė už 1 arba artima šiai reikšmei (žr. 28 pav.). Šiuo metu yra palankiausias metas įsigyti šios bendrovės akcijas.



Šaltinis: sudaryta pagal NASDAQ OMX Vilnius, 2013

28 pav. Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis - P/BV

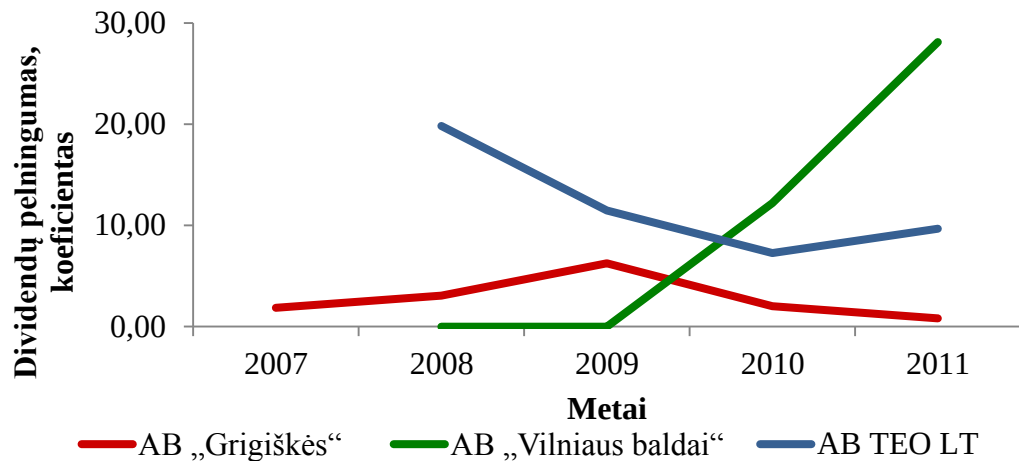
Nuosavybės grąža (ROE) yra viena iš priemonių nustatyti, kaip efektyviai įmonė naudoja savo turtą pajamoms gauti. AB „Grigiškės“ turto panaudojimo efektyvumas sparčiai gerėja ir 2010 m. vėl pasiekė gerai veikiančių įmonių ROE rodiklio reikšmę (13 proc. - 15 proc.) (žr. 29 pav.). Nagrinėjamo laikotarpio pabaigoje (2010 – 2011 m.) bendrovės rodiklis auga, priešingai nei kitų dviejų įmonių.



Šaltinis: sudaryta pagal NASDAQ OMX Vilnius, 2013

29 pav. Nuosavybės grąža – ROE

Dividendų pajamingumo rodiklis naudojamas vertės investuotojų arba tų, kurie siekia pajamų iš dividendų - dividendų investuotojų. Nors AB „Vilniaus baldai“ ir AB TEO LT yra linkę išmokėti didesnius procentus nei AB „Grigiškės“, tačiau jos dividendų istorija yra nuoseklesnė (žr. 30 pav.). Tai, kad įmonė nuosekliai moka dividendus turėtų padidinti investuotojų pasitikėjimą įmone, nes tai rodo, kad įmonė nepamiršta ir smulkiųjų akcininkų, nepaisant to, kad lėšų poreikis bendrovės investicijoms yra milžiniškas, nes bendrovė neradusi investuotojų ir toliau sėkmingai vykdo numatytus projektus.



Šaltinis: sudaryta pagal NASDAQ OMX Vilnius, 2013

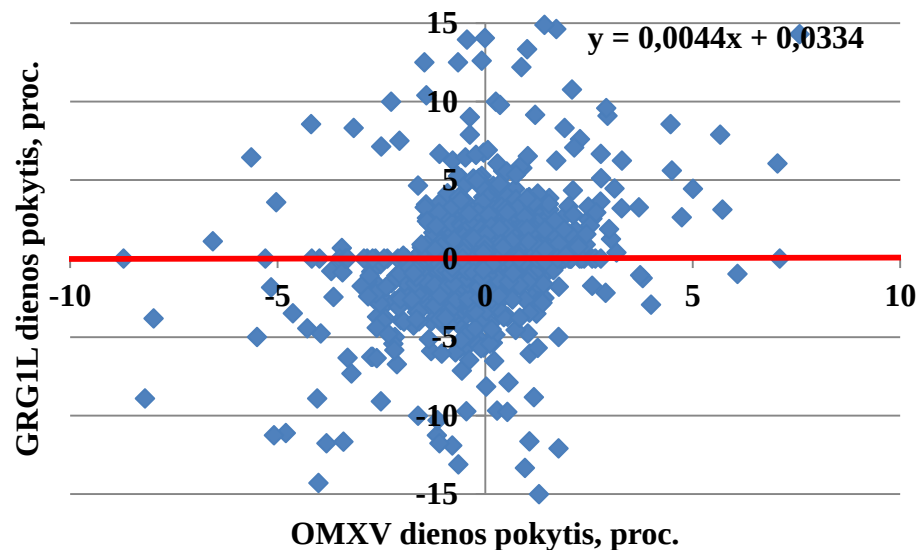
30 pav. Dividendų pelningumas

Koeficientas *beta* yra rizikos rodiklis, rodantis, kiek investicijos į vertinamą įmonę yra rizikingesnės, nei rinkoje taikoma įprasta investicijų į panašias įmones rizikos norma. AB „Grigiškės“ akcijos kainos ir OMXV indekso pokyčių (laikotarpiu 2007 01 04 – 2012 12 23) tarpusavio priklausomybė nustatyta remiantis NASDAQ OMX pateikiamais duomenimis (<http://www.nasdaqomxbaltic.com>). Trimis būdais apskaičiavus priklausomybę, gauta vienoda Beta koeficiento reikšmė – 0,0044.

Skaičiavimams naudota:

- Excel funkcija Slope, kuri grąžina linijinės regresijos linijos nuolydį;
- Excel skaičiuoklės duomenų apdorojimo dalis Data analysis – Regression (žr. 11 priedą);
- pasirinkus grafiko tipą *XY(Scatter)*, pareikalaujant jį aproksimuoti (*Add trendline*) tiese (*linear*) bei parodyti gautą tiesės lygtį (*Display equation on chart*). Tiesės krypties koeficientas ir yra *Beta* reikšmė, gauta iš visų matavimų minimalių kvadratų (žr. 31 pav.).

Koeficiento *beta* ženklas rodo verslo vertės kitimo kryptį – AB „Grigiškės“ *beta* teigiamas, taigi verslo vertė kinta ta pačia linkme kaip ir rinkos pokyčiai. Koeficiento dydis – 1,007 rodo AB „Grigiškės“ akcijos reakcijos dydį į rinkos pokyčius. Nerizikingo aktyvo koeficientas *beta* lygus nuliui, tuo tarpu visų OMXV indekso koeficientas *beta* bus lygus vienam. Taigi nagrinėjamos bendrovės akcijos nerizikingos. AB „Grigiškės“ akcijos rizika yra mažesnė negu visos akcijų rinkos rizika. Bendrovių, jautriai reaguojančių į ūkinės veiklos ciklus, *beta* koeficientas dažnai būna aukštas, o stabiliau dirbančių įmonių jis dažniausiai neviršija 1. Banke laikomų pinigų *beta* koeficientas yra lygus 0. Dėl šios priežasties daroma išvada, kad AB „Grigiškės“ dirba stabiliai.



Šaltinis: sudaryta pagal NASDAQ OMX Vilnius, 2013

31 pav. AB „Grigiškės“ koeficientas Beta

Siekiant įvertinti siūlomo akcijų vertinimo modelio patikimumą atliktas AB „Grigiškės“ akcijų vertinimo atskirais vertinimo modeliais palyginimas.

Diskontuotų pinigų srautų modelis (DCF). Kompanijos vertė diskontuotų laisvų pinigų srautų modeliu apskaičiuojama pagal formulę:

$$V_C = \frac{FCF_1}{(1+k_a)^1} + \frac{FCF_2}{(1+k_a)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+k_a)^\infty}; \quad (21)$$

Čia: V_C – kompanijos vertė;

FCF_t – planuojami laisvi pinigų srautai;

k_a – įmonės kapitalo kaštų svertinis vidurkis / vidutinė svertinė kapitalo kaina (WACC).

Laisvieji pinigų srautai nustatomi remiantis įmonės finansinių ataskaitų informacija: pardavimai, savikaina, pardavimo ir administracinės sąnaudos, nusidėvėjimo sąnaudos, apyvartinio kapitalo pokytis, laisvieji pinigų srautai.

Pagal pardavimus, pardavimų savikainą ir administracines sąnaudas, apskaičiuojamas bendrasis pelnas ir EBITDA (žr. 4 lent.).

4 lentelė. AB „Grigiškės“ bendrojo pelno ir EBITDA nustatymas

	2008	2009	2010	2011	2012
Pardavimai	145. 459. 389	118 .929. 736	245. 785. 467	307. 677. 661	289. 516. 566
Savikaina	129. 613. 227	98. 759. 686	213. 055. 227	267. 046. 878	244. 734. 007
Pardavimų ir administracinės sąnaudos	18. 928. 144	17. 299. 776	21. 885. 826	25. 091. 296	33. 951. 738
Bendrasis pelnas	15. 846. 162	20. 170. 050	32. 730. 240	40. 630. 783	44. 782. 559
EBITDA	-3. 081. 982	2. 870. 274	10. 844. 414	15. 539. 487	10. 830. 821
Nusidėvėjimas ir amortizacija	13. 453. 532	16. 752. 458	20. 665. 974	21. 508. 136	22. 792. 693

Grynasis apyvartinis kapitalas nustatomas pagal formulę:

Grynasis apyvartinis kapitalas = Atsargos + Gautinos sumos – Mokėtinios sumos; (22)

5 lentelė. AB „Grigiškės“ grynojo apyvartinio kapitalo nustatymas

	2008	2009	2010	2011	2012
Atsargos	14. 826. 904	10. 620. 079	19. 623. 910	24. 538. 379	21. 332. 542
Gautinos sumos	18. 770. 638	14. 231. 492	32. 357. 453	30. 452. 543	30. 419. 214
Mokėtinios sumos	17. 510. 707	14. 917. 153	41. 054. 260	42. 757. 583	41. 317. 852
Grynasis apyvartinis kapitalas	16. 086. 835	9. 934. 418	10. 927. 103	12. 233. 339	10. 433. 904

Laisvieji pinigų srautai apskaičiuoti sumuojant pinigų srautus iš įprastinės veiklos ir pinigų srautus iš investicinės veiklos.

6 lentelė. AB „Grigiškės“ laisvųjų pinigų srautų nustatymas

	2008	2009	2010	2011	2012
Veiklos pajamos (EBIT)	-7. 877. 641	637. 494	2. 738. 781	7. 547. 212	6. 242. 591
Nusidėvėjimas ir amortizacija	13. 453. 532	16. 752. 458	20. 665. 974	21. 508. 136	22. 792. 693
Sumokėti mokesčiai	753. 869	64. 000	1. 471. 673	2. 100. 729	293. 953
Grynosios veiklos pajamos	4. 822. 022	17. 325. 952	21. 933. 082	26. 954. 619	28. 741. 331
Apyvartinis kapitalas	16. 086. 835	9. 934. 418	10. 927. 103	12. 233. 339	10. 433. 904
Pinigų srautai iš įprastinės veiklos	20. 908. 857	27. 260. 370	32. 860. 185	39. 187. 958	39. 175. 235
Investicijos	11. 582. 331	1. 585. 862	10. 054. 536	28. 604. 378	29. 561. 648
Laisvieji pinigų srautai	9. 326. 526	25. 674. 508	22. 805. 649	10. 583. 580	9. 613. 587

Diskonto norma nustatyta remiantis įmonės kapitalo kaštų svertiniu vidurkiu (k_a) arba vidutinė svertinė kapitalo kaina (WACC) pagal formulę:

$$WACC = k_c \times w_c + k_d \times w_d; \quad (23)$$

čia: w_c – nuosavo kapitalo dalis visame kapitale;

w_d – skolinto kapitalo dalis visame kapitale;

k_c – nuosavo kapitalo kaina;

k_d – skolinto kapitalo kaina;

ERG rekomendacijoje nurodomi trys kapitalo struktūros nustatymo būdai: remiantis buhalterinėmis vertėmis, rinkos vertėmis, optimalaus skolinto kapitalo kiekio dalies nustatymu. Skolinto kapitalo ir akcininkų nuosavybės dalis nustatyta remiantis buhalterinėmis vertėmis.

7 lentelė. AB „Grigiškės“ kapitalo struktūros nustatymas

	2008	2009	2010	2011	2012
Nuosavas kapitalas	65. 013. 631	67. 643. 190	87. 188. 679	98. 496. 702	106. 322. 050
Įsipareigojimai	75. 679. 638	53. 739. 882	151. 465. 441	151. 698. 425	146. 645. 466
Nuosavas kapitalas ir įsipareigojimai	140. 693. 269	121. 383. 072	238. 654. 120	250. 195. 127	252. 967. 516
Nuosavo kapitalo dalis visame kapitale	46	56	37	39	42
Skolinto kapitalo dalis visame kapitale	54	44	63	61	58

Nuosavo kapitalo kaina apskaičiuojama pagal formulę:

$$R_e = R_f + \beta \times R_{erp}; \quad (24)$$

čia: R_f - nerizikingų investicijų grąžos norma, proc. ;

R_{erp} - nuosavybės rizikos premija, proc. ;

β - santykinis rizikos matmuo, atspindintis ūkio šakos rizikingumo lygį, palyginti su bendru šalies ūkio rizikingumu.

8 lentelė. AB „Grigiškės“ nuosavo kapitalo kainos nustatymas

	2008	2009	2010	2011	2012
Nerizikingų investicijų grąžos norma, proc.	9,00	9,10	5,15	5,75	4,00
Nuosavybės rizikos premija, proc. ;	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Santykinis beta koeficientas	0,70	0,48	1,04	0,92	0,83
Nuosavo kapitalo kaina	9,84	9,68	6,40	6,86	4,99

Nerizikingų investicijų grąžos norma nustatoma atsižvelgiant į ilgo laikotarpio (10 metų) Lietuvos Respublikos vertybinių popierių grąžą. 2013 m. vasario mėn. remiantis Europos Centrinio banko duomenimis Lietuvos vyriausybės išleistų vyriausybės vertybinių popierių grąžos norma sudarė 4,06 ([http://www. ecb. int/stats/money/long/html/index. en. html](http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html)). Ankstesnių metų Lietuvos vyriausybės išleistų vyriausybės vertybinių popierių grąžos norma pateikiama [http://sdw. ecb. europa. eu](http://sdw.ecb.europa.eu) tinklapyje.

Remiantis Lietuvos Respublikos Ryšių reguliavimo tarnybos sudaryta „Vidutinės svertinės kapitalo kainos skaičiavimo metodika“ papildoma Lietuvos akcijų rinkos premija - 1,20%. . .

Santykinis beta koeficientas apskaičiuotas pagal formulę:

$$\beta_L = \beta_U \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}\right); \quad (25)$$

Čia: β_L - santykinis beta koeficientas

β_U - nesantysis beta koeficientas

D/E – įsiskolinimo ir nuosavybės santykis

t - efektyvi pelno mokesčio norma

Įsiskolinimo ir nuosavybės santykis apskaičiuotas pagal 2008 - 2012 m. finansines ataskaitas.

Lietuvoje nustatyta 15% pelno mokesčio norma, tačiau dažnai faktinė įmonės pelno norma skiriasi, dėl to WACC modelyje apskaičiuota efektyvi pelno mokesčio norma. Efektyvi pelno mokesčio norma nustatoma dalinant apskaičiuotą ataskaitinio laikotarpio pelno mokestį iš pelno (nuostolio) prieš apmokestinimą. Kadangi įmonės efektyvi pelno norma labai skiriasi atskirais laikotarpiais, naudojama nustatyta 15% norma.

Pagal duomenis gautą regresijos lygtį – $Y=0,0044x+0,0334$ (31 pav.), įmonės beta be skolų reikšmė lygi 0,007. Gautą beta be skolų reikšmę įstačius į formulę, gaunamas santykinis beta koeficientas.

9 lentelė. AB „Grigiškės“ santykinio beta koeficiento nustatymas

	2008	2009	2010	2011	2012
Nuosavas kapitalas	65. 013. 631	67. 643. 190	87. 188. 679	98. 496. 702	106. 322. 050
Įsipareigojimai	75. 679. 638	53. 739. 882	151. 465. 441	151. 698. 425	146. 645. 466
Įsiskolinimų/ nuosavybės santykis	116,41	79,45	173,72	154,01	137,93
Pelnas prieš apmokestinimą	-4. 509. 273	3. 171. 098	8. 654. 138	12. 063. 945	9. 970. 810
Pelno mokesčio sąnaudos	597. 223	541. 539	-1. 111. 856	720. 311	943. 873
Efektyvus pelno mokestis	-7,55	5,86	-7,78	16,75	10,56
Beta koeficientas (periodas: 2007-01- 04 - 2012-12-23)	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
Santykinis beta koeficientas	0,70	0,48	1,04	0,92	0,83

Matematiškai skolinto kapitalo kaina apskaičiuojama ataskaitinio periodo palūkanų sąnaudas dalinant iš skolinto kapitalo likutinės vertės.

10 lentelė. AB „Grigiškės“ skolinto kapitalo kainos nustatymas

	2008	2009	2010	2011	2012
Įsipareigojimai	75. 679. 638	53. 739. 882	151. 465. 441	151. 698. 425	146. 645. 466
Sumokėtos palūkanos	3. 211. 722	1. 928. 065	3. 331. 828	3. 136. 315	2. 490. 393
Skolinto kapitalo kaina	4,24	3,59	2,20	2,07	1,70

Apskaičiavus nuosavo ir skolinto kapitalo kaštus, nustatyta diskonto norma (vidutinė svartinė kapitalo kaina).

11 lentelė. AB „Grigiškės“ vidutinės svartinės kapitalo kainos – diskonto normos - nustatymas

	2008	2009	2010	2011	2012
Skolinto kapitalo kaina	4,24	3,59	2,20	2,07	1,70
Nuosavo kapitalo kaštai	9,84	9,68	6,40	6,86	4,99
Skolinto kapitalo dalis	53,79	44,27	63,47	60,63	57,97
Nuosavo kapitalo dalis	46,21	55,73	36,53	39,37	42,03
Vidutinė svartinė kapitalo kaina	6,83	6,98	3,73	3,95	3,08

Laisvų pinigų srautų įvertinimo modelis, įvertina visos įmonės vertę ir kapitalo sąnaudas naudoja kaip diskonto normą.

12 lentelė. AB „Grigiškės“ vertės nustatymas

	2008	2009	2010	2011	2012
Laiko periodas	0	1	2	3	4
Planuojami laisvi pinigų srautai	9. 326. 526	25. 674. 508	22. 805. 649	10. 583. 580	9. 613. 587
Vidutinė svartinė kapitalo kaina (WACC)	6,83	6,98	3,73	3,95	3,08
Kompanijos vertė	9. 326. 526	33. 325. 798	54. 519. 263	63. 940. 680	72. 454. 716

Įmonės skolos ir privilegijuotųjų akcijų vertė turi būti atimta iš įmonės vertės, kad būtų galima įvertinti nuosavo kapitalo vertę.

$$V_S = V_C - V_D - V_P; \quad (26)$$

Čia: V_S - nuosavo kapitalo vertė;

V_C – įmonės vertė;

V_D - įmonės skolos vertė;

V_P – privilegijuotųjų akcijų vertė.

13 lentelė. AB „Grigiškės“ akcijos kainos nustatymas diskontuotų pinigų srautų modeliu

	2008	2009	2010	2011	2012
Įmonės vertė	9. 326. 526	33. 325. 798	54. 519. 263	63. 940. 680	72. 454. 716
Įmonės skolos vertė	17. 633. 628	9. 522. 333	21. 118. 324	17. 946. 862	24. 405. 065
Privilegijuotųjų akcijų vertė	0	0	0	0	0
Nuosavo kapitalo vertė	-8. 307. 102	23. 803. 464	33. 400. 939	45. 993. 818	48. 049. 651
Akcijų emisija	60. 000. 000	60. 000. 000	60. 000. 000	60. 000. 000	60. 000. 000
Akcijos kaina		0,397	0,557	0,767	0,801
Faktinė akcijos rinkos kaina	1,59	1,99	1,82	1,84	1,90

Teorinio diskontuotų pinigų srautų modelio skaičiavimų rezultatai iš dalies patvirtina pateikto modelio validumą. Siūlomame modelyje (žr. 12 priedą) pinigų srautas apskaičiuotas sekančiai: grynasis pelnas + nusidėvėjimas ir amortizacija + prekybos ir kitų mokėtinų sumų padidėjimas/sumažėjimas - apyvartinio kapitalo pasikeitimai - ilgalaikio turto įsigijimas (žr. 5 lent.).

Kadangi, vertinant verslą diskontuotų pinigų srautų modeliu, naudojami praeities duomenys ir siekiama nustatyti 2013 m. sausio mėn. įmonės vertę, remiantis praėjusio laikotarpio faktiniais duomenimis. Vertintas penkerių metų faktinis laikotarpis.

14 lentelė. AB „Grigiškės“ 2008 – 2011 m. pinigų srautai (Lt)

	2008	2009	2010	2011	2012
Grynasis pelnas	-3. 912. 050	2. 629. 559	7. 542. 282	12. 784. 256	9. 026. 937
Nusidėvėjimas ir amortizacija	13. 453. 532	16. 752. 458	20. 665. 974	21. 508. 136	22. 792. 693
Prekybos ir kitų mokėtinų sumų padidėjimas/sumažėjimas	-800. 884	-6. 661. 220	8. 904. 986	1. 068. 671	-1. 330. 079
Apyvartinio kapitalo pasikeitimai	4. 450. 158	2. 266. 006	-2. 540. 501	-1. 968. 283	2. 643. 596
Ilgalaikio turto įsigijimas	13. 083. 132	3. 435. 786	20. 484. 979	29. 757. 180	32. 355. 168
Skolos lygis	3. 355. 657	22. 087	18. 955. 997	17. 341. 922	4. 537. 113
Grynasis pinigų srautas	107. 624	11. 551. 017	14. 087. 762	3. 635. 600	777. 979

Sekantis žingsnis - diskonto normos nustatymas. Diskonto norma nustatoma pagal svertinės kapitalo kainos (WACC) formulę:

Diskonto norma =

$$(\text{nuosavybės dalis}) \times (\text{kapitalo kaštai}) + (\text{įsipareigojimų dalis}) \times (\text{įsipareigojimų kaštai}) ; (27)$$

Paprastai nuosavybės kapitalo kaštai svyruoja nuo 8 iki 14 proc. 8 proc. – stambių ir patikimų kompanijų, tuo tarpu 14 proc. – mažų, rizikingų kompanijų, generuojančių nepastovius pinigų srautus. AB „Grigiškės“ nuosavybės dalis sudaro 42 proc. kapitalo struktūros, o likusius 58 proc. sudaro įsipareigojimai. Kadangi bendrovė yra stambi ir patikima kompanija, tikslinga taikyti 8 proc. kapitalo kaštų normą. Bendrovė 2012 m. skolinosi už 2,6 proc. metinės palūkanas. Nustatyta 4 proc. amžinojo augimo norma, kuri paprastai siekia 3-5 proc. Žinant įsipareigojimų ir nuosavybės kaštus apskaičiuota diskonto norma – 4,86 (0. 42×8+0. 58×2,6).

15 lentelė. AB „Grigiškės“ akcijų vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų modeliu (DCF)

		Augimo norma		8,3%	
		Diskonto norma		4,9%	
		Amžinojo augimo norma:		4%	
		Akcijų emisija:		60. 000. 000	
Metai	Metai	Dabartinė grynujų pinigų srautų vertė		Dabartinė skolos lygio vertė	
2008	1	107. 624	102. 636	3. 355. 657	3. 200. 131
2009	2	11. 551. 017	10. 505. 108	22. 087	20. 087
2010	3	14. 087. 762	12. 218. 347	18. 955. 997	16. 440. 578
2011	4	3. 635. 600	3. 007. 023	17. 341. 922	14. 343. 588
2012	5	777. 979	613. 647	4. 537. 113	3. 578. 741

Skolos lygis	37. 583. 125
Likvidacinių metų vertė	644. 766
Dabartinė 2008 - 2012 m. grynujų pinigų srautų vertė	26. 446. 760
Likvidacinė vertė	59. 136. 349
Dabartinė verslo vertė	85. 583. 109
Akcijų emisija	60. 000. 000
Akcijos vertė 2013 m. sausio mėn.	0,80

Vertinant AB „Grigiškės“ diskontuotų pinigų srautu modeliu, nustatyta kompanijos akcijos tikroji vertė 2012 m. gruodžio mėn. – 0,80 Lt(žr. 15 lent.).

Sekantis žingsnis AB „Grigiškės“ akcijų vertės nustatymas **dividendų diskonto modeliu**. Atsižvelgiant į AB „Grigiškės“ išmokėtus dividendus 2009 – 2011 m. (AB NASDAQ OMX Vilnius informacija), taikomas nulinio dividendų augimo modelis, t. y. daroma prielaida, kad akcijai bus mokami tie patys dividendai kasmet(žr. 16 lent.).

Tais atvejais, kai nesitikima būsimų dividendų augimo, būsima akcijų kaina apskaičiuojama pagal Gordon (1962) pasiūlytą pagrindinę, vertybinių popierių vertės nustatymo dividendų vertinimo modeliu, lygtį:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{(1+k_s)^1} + \frac{D_2}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1+k_s)^{\infty}}; \quad (28)$$

Čia: P_0 – paprastosios akcijos vertė;

t – laiko periodas;

D_t – tikėtini dividendai akcijai t metų pabaigoje;

k_s – reikalaujama paprastosios akcijos grąžos norma.

Reikalaujama paprastosios akcijos gražos norma nustatyta diskontuotų pinigų srautų modelio skaičiavimuose.

16 lentelė. AB „Grigiškės“ akcijos kaina dividendų diskonto modeliu, 2008 – 2012 m.

Dividendų diskonto modelis	2008 (baziniai metai)	2009	2010	2011	2012
Faktinė akcijos rinkos kaina	1,90	1,84	1,82	1,99	1,59
Apskaičiuota akcijos kaina	1,590	1,615	1,624	1,626	1,626
t – laiko periodas	0,00	1,00	2,00	3,00	4,00
D_t – tikėtini dividendai akcijai t metų pabaigoje	0,00	0,20	0,20	0,20	0,20
k_s – reikalaujama gražos norma	6,83	6,98	3,73	3,95	3,08

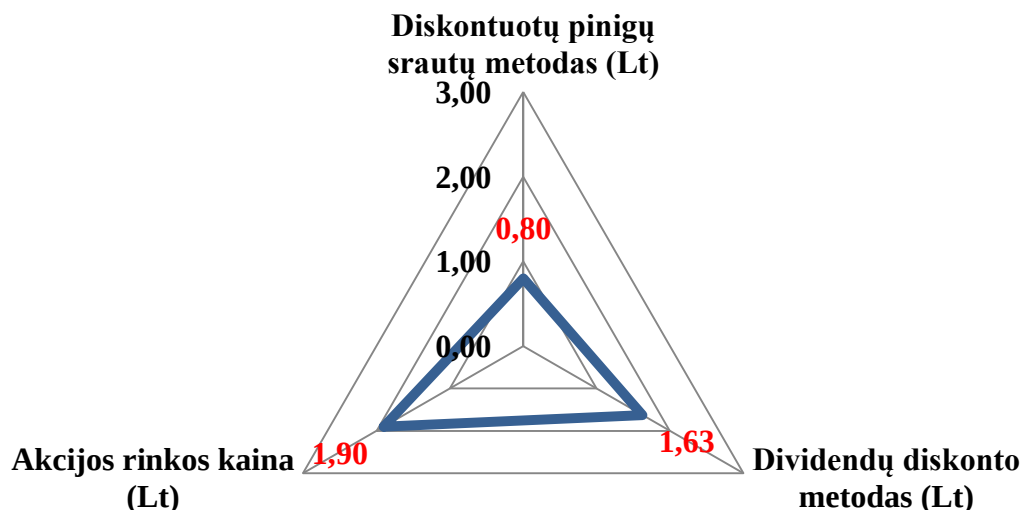
Įvertinus tai, kad AB „Grigiškės“ moka 0,02 Lt metinius dividendus ir, kad reikalaujama gražos norma yra lygi WACC modeliu nustatytai 3,08 proc. diskonto normai (<http://www.investopedia.com/terms/r/requiredrateofreturn.asp#axzz2LIqyyJAX>), bendrovės akcijos vertė 2013 m. sausio mėn. turėtų būti 1,619.

Santykinių rodiklių modeliu nustatoma ar įmonės akcijos yra pervertintos ar neįvertintos. Teorinėje darbo dalyje apžvelgti pagrindiniai santykiniai rodikliai. AB „Grigiškės“ akcijų kainos įvertinimui naudojami pagrindiniai rinkos rodikliai: akcijos kaina, EPS (pelnas akcijai), P/E (kainos pelno rodiklis), P/S (kainos pardavimų rodiklis), BV (akcijos buhalterinė vertė), P/BV (kainos BV santykis). Šie rodikliai lyginami su pramonės šakos (pagal ICB klasifikaciją) vidutiniais rodikliais (žr. 13 priedą).

17 lentelė. AB „Grigiškės“ santykiniai rinkos rodikliai, 2012 - 2008 m.

	AB „Grigiškės“					Pramonės šaka (ICB klasifikacija)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Akcijos kaina	1,59	1,99	1,82	1,84	1,9					
EPS	0,31	0,3	0,31	0,33	0,15	-0,06	-0,59	-0,10	0,18	0,9
P/E	5,22	6,63	5,94	5,55	12,62	3,07	0	1,6	7,50	4,3
P/S	0,31	0,39	0,37	0,38	0,39	0,25	0,16	0,14	0,11	0,13
BV	1,73	1,65	1,69	1,76	1,77	4,52	4,84	5,01	4,96	6,02
P/BV	0,92	1,21	1,07	1,05	1,07	0,98	0,55	0,54	0,51	0,62

Lentelėje pateikti duomenys rodo, kad nagrinėjamos įmonės rodikliai yra aukštesni už pramonės šakos rodiklius. Tokie duomenys rodo, kad įmonės akcijos gali būti pervertintos.



32 pav. AB „Grigiškės“ 2013 m. sausio mėn. akcijų vertinimas atskirais vertinimo modeliais

Faktinė (2013 m. vasario 19 d.) AB „Grigiškės“ akcijos rinkos kaina yra 1.90 Lt. Taigi tiek dividendų diskonto modelis, tiek diskontuotų pinigų srautų modelis rodo, kad bendrovės akcija yra pervertinta (žr. 32 pav.). Mažiausiai nuo rinkos kainos skiriasi dividendų diskonto modeliu apskaičiuota akcijos kaina. Kadangi egzistuoja reikšmingi nustatytos akcijų kainos ir rinkos kainos skirtumai, reikia įvertinti, kas tai lemia, nes akivaizdu, kad atliktos analizės išvados dėl įmonės akcijų vertės kilimo labiau atitinka akcijų rinkos kainų pokyčius, nei teoriniais modeliais atlikti skaičiavimai. Išskiriami pagrindiniai veiksniai, lėmę apskaičiuotos akcijos kainos nukrypimą nuo jos rinkos lygio. Svarbiausia veiksnys yra augantis įmonės pelningumas, stiprus prekės ženklas, dėl kurio klientai linkę mokėti didesnę kainą už jos produktus, be to įmonės ateities perspektyvos vertinamos palankiai. Tai yra geras pavyzdys, kaip diskontuotų pinigų srautų modelis gali sumenkinti tikrąją akcijos vertę. Taigi reikėtų atlikti prognozuojamos akcijos kainos koregavimus, atsižvelgiant į įmonės prekės ženklo vertę arba kitus bendrovės ir jos akcijų vertę didinančius veiksnys.

Dividendų diskonto modelis taip pat iliustruoja skirtumą tarp teorijos ir realybės. Tai sąlygoja sekančios priežastys: dividendų diskonto modelyje turi būti padaryta daug prielaidų, kurios dažnai yra nerealiai, o įmonės nematerialusis turtas, kuris dažnai yra pagrindinis bendrovės augimo veiksnys, modelyje neįvertinamas.

Nors fundamentali analizė, atlikta pagal sudarytą vertinimo modelį, atskleidė, kad kai kurie (pavyzdžiui, ROE, dividendų pajamingumas) AB „Grigiškės“ rodikliai yra ženkliai blogesni nei lyginamų bendrovių, svarbu atsižvelgti į konkrečios bendrovės verslo specifiką, kuri lemia jos ateities perspektyvas. Remiantis finansinių rodiklių analize, šiuo metu fiksuojamas AB „Grigiškės“

pakilimas po sulėtėjimo laikotarpio 2008 m., o ateityje prognozuojamas dar didesnis augimas. Taigi svarbu nepraleisti tinkamiausio laikotarpio investavimui į AB „Grigiškės“ akcijas. Makroekonominių tendencijų pokytis skatina investuojančiuosius perskirstyti lėšas ir nukreipti jas į tuos sektorius, kurie mažiau priklauso nuo ekonomikos svyravimų, t. y. kasdienio vartojimo prekių bendroves, o tai didins nagrinėjamos bendrovės akcijų paklausą.

Atlikta analizė patvirtino, kad akcijos buhalterinės vertės ir rinkos kainos santykis yra patikimesnis rodiklis, vertinant akcijų kainos pagrįstumą, nei P/E santykis. Tai pagrindžia ir Fama ir Fernch (1992) teiginys, kad akcijos, kurių buhalterinė vertė artima rinkos vertei, labiau tikėtina, kad bus nuvertintos, nei akcijos, kurių balansinė vertė yra gerokai mažesnė už rinkos vertę. Taigi apibendrinant finansinės analizės rezultatus ir įmonės ateities perspektyvas, daroma išvada, kad AB „Grigiškės“ akcijos biržoje yra neįvertintos. Kadangi AB „Grigiškės“ akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis (P/B) yra artimas 1, šiuo metu yra palankiausias metas įsigyti šios bendrovės akcijas. Atsižvelgiant į tai, kad bendrovė optimizuoja veiklą ir rodo sėkmingus rezultatus, jos akcijos yra patrauklios vertės investuotojams, nes kaip investicija ilgesniam laikotarpiui jos vertinamos patraukliai.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

Išanalizavus ir apibendrinus mokslinėje literatūroje sutinkamus akcijų vertinimo metodikų teorinius bei empirinius tyrimus, įvertinus literatūroje pateikiamų metodų taikymo galimybes ir sudarius apibendrintą fundamentaliosios analizės taikymo modelį, bei empirinio tyrimo metu įvertinus modelio efektyvumą realioje rinkoje, daromos šios *išvados*:

1. Apibendrinus akcijų vertinimo modelių teorinius ir empirinius tyrimus nustatyta, kad akcijų vertinimas savo sudėtingumu išsiskiria kito turto vertinimo kontekste dėl sekančių apribojimų: akcijų apribojimų, investuotojų apribojimų, analitikų sukuriamų apribojimų ir analizės modelių apribojimų. Tačiau, kaip rodo mokslinės literatūros analizė, akcijų vertinimas sudėtingas ne tik dėl pačio vertinimo ypatumų, bet ir dėl įvairių veiksnių, įtakančių vertybinių popierių rinkos kainas, gausos. Literatūros analizės metu nustatyta, kad dauguma autorių didžiausią dėmesį sutelkia ir daugiausiai analizuoja tik mažą fundamentaliosios analizės dalį – konkrečios įmonės finansinę analizę. Populiariausi fundamentaliosios analizės instrumentai sutelkia dėmesį į įmonių pelną, augimą ir rinkos vertę, tačiau neįsigilinama į išsamios ekonomikos, pramonės šakos ar verslo sektoriaus analizės atlikimo metodiką, ir todėl, dažnai pateikia netikslų akcijų kainos įvertinimą.
2. Susisteminus teorinius ir empirinius akcijų vertinimo modelių tyrimus, darbe pasiūlytas akcijų vertinimo modelis, kuris remiasi pateikta fundamentaliosios analizės atlikimo schema. Šis modelis apima keturis fundamentinės analizės etapus: globalios ir vietos ekonomikos prognozes, pramonės sektoriaus atranką, pramonės šakos analizę ir konkretaus verslo analizę bei supaprastintą diskontuotų pinigų srautų modelį. Kiekviename analizės etape identifikuoti konkretūs svarbiausi analizės aspektai, kuriuos investuotojas turi įvertinti, bei pateiktos gairės koku būdu tai padaryti. Sudaryta fundamentaliosios analizės atlikimo schema remiasi fundamentaliosios analizės „iš viršaus į apačią“ modeliu. Remiantis sudarytu modeliu, atliktos analizės proceso metu, išplėtojamas supratimas, kurios įmonės išsiskiria kaip potencialūs rinkos lyderiai ir novatoriai, o kurios įmonės laikomos atsiliekančiomis ir nenusipėjamomis ir nustatoma teorinė akcijos vertė, kuri turėtų parodyti ar bendrovės akcijos yra neįvertintos ar pervaluotos.
3. Siekiant įvertinti sudaryto akcijų vertinimo modelio efektyvumą ir pagrįstumą, pritaikius parengtą fundamentaliosios analizės atlikimo schemą, atliktas akcijų vertinimo empirinis tyrimas realioje rinkoje. Atlikta analizė leidžia pateikti keletą svarbių išvadų, kurios gali būti naudojamos priimant investicinius sprendimus.

Bendriausia tyrimo išvada yra tokia: nepaisant to, kad dividendų diskonto modelio, diskontuotų pinigų srautų modelio ir santykinų rodiklių modelio skaičiavimai atskleidė, kad bendrovės akcijos yra pervertintos, remiantis buhalterinės vertės santykiu, nustatyta, kad AB „Grigiškės“ akcijos biržoje yra neįvertintos, ir šiuo metu yra palankus metas įsigyti šios bendrovės akcijas. Šią išvadą pagrindžia tiek globalios ir vietinės rinkos prognozės, tiek detali pramonės sektoriaus ir pramonės šakos analizė, tiek šios konkrečios įmonės valdymo ir finansinių rodiklių analizė.

Remiantis teorine analize ir empirinėmis išvadomis teikiami *pasiūlymai*, kaip tobulinti akcijų vertinimo modelį:

1. Atsižvelgus į teorinėje darbo dalyje nagrinėtas mokslininkų išvalgas, pirmajame fundamentinės analizės etape siūloma įvertinti sekančius globalios ekonomikos aspektus: politinė situacija, tarptautinių organizacijų įtaka, palūkanų normų lygio kitimas, ekonomikos ciklas, ekonomikos patiriančios nuosmukį, ekonominės plėtros nuoseklumas, ekonomikos atsigavimo požymiai. Vietos ekonomikos analizė turėtų apimti: ekonomikos ciklo nustatymą, užimtumo, infliacijos ir valiutų kursų svyravimų prognozes, teisinio reglamentavimo, politinės situacijos ir vyriausybės skatinamųjų priemonių ir mokesčių politikos apžvelgimą.
2. Parengtoje fundamentaliosios analizės atlikimo schemeje, išskirti pramonės sektoriaus atrankos aspektai, kurie susideda iš pramonės sektoriaus raidos etapo nustatymo, sektoriaus rinkos dydžio ir augimo normos įvertinimo, sektoriaus svarbos ekonomikai ir jo pelningumo nustatymo. Atliktos analizės metu, pasirinkus konkretų sektorių svarbu atlikti pramonės šakos analizę, kuri apima: įmonių klasifikavimą pagal rinkos dalį, produkto poziciją ir konkurencinį pranašumą, esamo lyderio nustatymą, sektoriaus pokyčių įtakos esamai jėgų pusiausvyrai nustatymą.
3. Atliekant konkretaus verslo analizę svarbu sutelkti dėmesį į: bendrovės verslo plano, kryptingumą, įgyvendinamumą ir realumą; bendrovės vadybos kokybę; įmonės finansinės padėties analizę. Remiantis šiais principais investicijoms bus atrinktos bendrovės, turinčios realų verslo planą, tvirtą valdymą ir gerus finansus.
4. Siekiant nustatyti, ar investicijos į pasirinktos įmonės akcijas yra perspektyvios, ir priimti teisingus investicinius sprendimus, siūloma papildomai atlikti akcijų vertinimą skirtingais vertinimo modeliais. Įvertinus teorines prielaidas ir investavimo patirtį, siūlomas supaprastintas diskontuotų pinigų srautų modelio kompiuterinis variantas.

LITERATŪRA

1. AB Grigiškės. Įmonės pristatymas. 2011 m. balandis. – URL: http://www.nasdaqomxbaltic.com/upload/reports/grg/2011_yb_lt_ltl_00_00.pdf [žiūrėta 2012 10 19]
2. Akcijų analizė ir vertinimas (IV). Akcijos P/Bv (kainos ir buhalterinės vertės santykis) rodiklis. - URL: <http://www.investicijos.net/akciju-analize-ir-vertinimas-finansiniai-rodikliai> [žiūrėta 2012 10 19]
3. Akcijos: kas tai? - URL: <http://investologija.lt/LT/akcijos/37/14/acijos-kas-tai/akcijos-pabaigai/>. [žiūrėta 2012 10 19]
4. Akcijų vertinimas. - URL:
5. http://www.steponkus.lt/index.php?option=com_content&task=view&id=22&Itemid=30 [žiūrėta 2012 10 19]
6. Barber B. M., Odean T. The behavior of individual investors. 2011, p. 54. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1872211>
7. Barnea A., Cronqvist H., Siegel S. Nature or Nurture: What Determines Investor Behavior? 2010, p. 5. – URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1467088
8. Beyoglu B., Ivanov M. Technical Analysis of CAN SLIM Stocks. 2008. – 82 p. – - URL: http://www.wpi.edu/Pubs/E-project/Available/E-project-050108-012016/unrestricted/Technical_Analysis_of_CAN_SLIM_Stocks.pdf
9. Beneda N. Estimating free cash flows and valuing a growth company // Journal of Asset Management. 2003, Nr. 4(4), p. 247-257. – URL: <http://www.palgrave-journals.com/jam/journal/v4/n4/pdf/2240106a.pdf> [žiūrėta 2012 12 19]
10. Bettman J. L., Salut S. J., Schultz E. L. Fundamental and Technical Analysis. Substitutes of Compliments // Accounting and Finance. 2009, Nr. 49. p. 21-36.
11. Birža - augimo variklis. - URL: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/lt/birzu-informacija/investuotojams/nasdaq-omx-vilnius-6/> [žiūrėta 2012 10 19]
12. Butkutė V., Moščinskas P. Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų aprašomoji analizė // Pinigų studijos. – Vilnius: Lietuvos bankas, 1998, Nr. 4, p. 17-31. - ISSN 1392-2637
13. Cibulskienė D., Grigaliūnienė Ž. Fundamentinių ir techninių veiksnių įtaka vertybinių popierių portfelio formavimui // Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos. – Šiauliai: Šiaulių universiteto Socialinių mokslų fakultetas, 2006, Nr. 2 (7). p. 25–34. - ISSN 1648-9098
14. Courteau L., Kao J., Richardson G. K. The equivalence of dividend, cash flows and residual earnings approaches to equity valuation employing ideal terminal value expressions. 2000, p. 52. - URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=233399

15. Deng M. On the investor behavior and stock price behavior // Journal of Banking and Finance 30th Anniversary Conference. - Beijing, China. 2006, p. 56. - URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=943367
16. Drake P. P. Dividend valuation models. 2012, p. 11. – URL: <http://educ.jmu.edu/~drakepp/FIN362/resources/dvm.pdf> [žiūrēta 2012 12 05]
17. Dugalic V. Fundamental and technical analyses of share prices // Megatrend review: the international review of applied economics. - Belgrade, 2008, Vol. 1, p. 103 – 120. - ISSN 1820-3159. – URL: <http://www.megatrendreview.com/files/articles/001/06eDugalic.pdf>
18. Ekholm A. How do different types of investors react to new financial statement information? // Swedish School of Economics and Business Administration Working Paper. 2002, No. 464, p. 34. - URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=306819
19. Francis J., Olsson P., Oswald D. Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow and abnormal earnings equity value estimates. Journal of Accounting Research. 2000, Nr. 38(1). p. 45-75. - ISSN: 00218456. - URL: http://faculty.haas.berkeley.edu/kli/papers/Francis_et_al-2000JAR.pdf [žiūrēta 2012 11 23]
20. Froidevaux P. S. Fundamental equity valuation. Stock Selection based on Discounted Cash Flow. Thesis. University of Fribourg (Switzerland). Faculty of Economics and Social Sciences. Fribourg. Switzerland. 2004, p. 152. - URL: <http://ethesis.unifr.ch/theses/downloads.php?file=FroidevauxP.pdf> [žiūrēta 2013 01 14]
21. Gitman L. J., Joehnk M. D. Fundamentals of investing. 10 edition. 2007, p. 837. - ISBN-10: 0321489381
22. Griffioen G. A. W. Technical analysis in financial markets. 2003, p. 322. ISBN 90-5170-679-0. – URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=566882
23. Hubbard G. Corporate finance and investment. - Chicago: University of Chicago Press, 1990, p. 15. - ISBN: 0-226-35585-3. - URL: <http://www.nber.org/chapters/c11465.pdf> [žiūrēta 2012 10 19]
24. International Monetary Fund. World Economic outlook. October 2012. Coping with High Debt and Sluggish Growth, 2012, p. 250, - ISBN 978-1-61635-389-6. - URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf> [žiūrēta 2012 12 04]
25. International tax. Latvia Highlights 2012. - URL: http://www.deloitte.com/Global/Local%20Assets/Documents/Tax/Taxation%20and%20Investment%20Guides/2012/dt_l_tax_highlight_2012_Latvia.pdf [žiūrēta 2012 12 20]

26. International tax. Lithuania Highlights 2012. - URL: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Global/Local%20Assets/Documents/Tax/Taxation%20and%20Investment%20Guides/2012/dt_t_l_tax_highlight_2012_Lithuania.pdf [žiūrėta 2012 12 20]
27. International tax. Estonia Highlights 2012. - URL: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Global/Local%20Assets/Documents/Tax/Taxation%20and%20Investment%20Guides/2012/dt_t_l_tax_highlight_2012_Estonia.pdf [žiūrėta 2012 10 19]
28. International tax. Poland Highlights 2012. - URL: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Global/Local%20Assets/Documents/Tax/Taxation%20and%20Investment%20Guides/2012/dt_t_l_tax_highlight_2012_Poland.pdf [žiūrėta 2012 10 19]
29. Janssen C., Langager C., C. Murphy. Technical Analysis: Introduction. - URL: <http://www.investopedia.com/university/technical/>. [žiūrėta 2012 10 19]
30. Jiler W. How charis can help you in the stock market. New York: Commodity Research Publications Corp, 1961, p. 202. – ISBN: 776627594
31. Karolyi G. A. Did the Asian financial crisis scare foreign investors out of Japan? 1999, p. 33. – URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168190
32. Korotayev A. V. , Tsirel S. V. A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis // Structure and Dynamics. 2010, Vol. 4. p. 3-57. - URL: <http://www.escholarship.org/uc/item/9jv108xp> [žiūrėta 2012 12 07]
33. Kotler Ph., Keller K. L. Marketing Management. 12e. New Jersey: Prentice Hall. 2006, p. 816. - ISBN 0131457578
34. Leipus R., Norvaiša R. Finansų rinkos teorijų pagrindai // Pinigų studijos. Ekonomikos teorija ir praktika. – Vilnius: Lietuvos bankas, 2003, Nr. 4, p. 5 – 28. - ISSN 1392-2637
35. Lietuvos Respublikos Konkurencijos įstatymas. 1999 m. kovo 23 d. Nr. VIII-1099. – - URL: <http://www3.lrs.lt/pls/inter3/oldsearch.preps2?Condition1=111197&Condition2=> [žiūrėta 2012 10 11]
36. Lietuvos VP rinka. - URL: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/lt/birzu-informacija/apie-mus/nasdaq-omx-group-3/nasdaq-omx-vilnius/lietuvos-vp-rinka/>. [žiūrėta 2012 10 19]
37. Lui Y. H., Mole D. The use of fundamental and technical analysis by foreign exchange dealers: Hongkong evidence // Journal of International Money and Finance. 1998, Nr. 17. p. 535-545. - ISSN: 0261-5606
38. Madura J. Financial Markets and Institutions, 8th Edition. Florida: Thomson/SouthWestern, 2008, p. 576. - ISBN: 0324593643

39. Martinaitis Ž. Dumčius R. Magistrantūros ir Lietuvos ūkio poreikių atitikimas. Studija / VšĮ Viešosios politikos ir vadybos institutas. - Vilnius, 2006, p. 387. - URL: http://www.skvc.lt/files/Magistr/Magistr_ir_Liet_ukio_por_atitik_liet.pdf [žiūrėta 2012 11 23]
40. Makroekonominės prognozės. - URL: http://www.lb.lt/makroekonominės_proгноzes [žiūrėta 2012 10 19]
41. Miller M. H., Modigliani F. Dividend valuation models. Dividend policy, growth and the valuation of shares // The Journal of Business. 1961, No. 34, p. 411 - 433. – - URL: <http://www.his.se/PageFiles/17648/millerandmodigliani1961.pdf>
42. Morkevičius A. Medienos sektorius pirmoje 2012 m. pusėje: gamyba. - URL: <http://www.forest.lt/go.php/lit/prof.-A.-Morkevicius.-Medienos-sektorius-pirmoje-2012m.-pusėje-gamyba/3944> [žiūrėta 2012 12 21]
43. NASDAQ OMX Vilnius. - URL: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?lang=en> [žiūrėta 2012 10 19]
44. Oficialūs Lietuvos interneto vartai. Išvystyta infrastruktūra. - URL: http://www.lietuva.lt/verslas/investavimas_ir_prekyba/Transport_infrastructure [žiūrėta 2012 10 19]
45. Olweny T. The reliability of dividend discount model in valuation of common stock at the Nairobi stock exchange // International Journal of Business and Social Science. 2011, T. 2 Nr. 6. p. 127- 141. - URL: http://www.ijbssnet.com/journals/Vol._2_No._6;_April_2011/14.pdf [žiūrėta 2013 02 07]
46. Paudel J., Laux J. A behavioral approach to stock pricing // Colorado college working paper. 2010, p. 34. – URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168190
47. Penman S., Sougiannis T. A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation // Contemporary accounting research. 1998, Nr. 15(3). p. 343-383. - URL: http://cdn.preterhuman.net/texts/finance_and_marketing/stock_market/A%20Comparison%20Of%20Dividend%20Cash%20Flow%20And%20Earnings%20Approaches%20To%20Equity%20Valuation.pdf [žiūrėta 2013 01 19]
48. Petersen C., Plenborg T., The implementation and application of firm valuation models // The Journal of Applied Business Research – January/February, 2009, Vol. 25, No 1, p. 12. - URL: <http://journals.cluteonline.com/index.php/JABR/article/view/1044/1028>[žiūrėta 2013 03 19]
49. Pirminis viešas siūlymas (IPO). - URL: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/lt/birzu-informacija/investuotojams/pazengusiems/pirminis-viesas-siulymas-ipo/>. [žiūrėta 2012 10 19]

50. Rahgozar R. Valuation models and their efficacy predicting stock prices // *Iranian Accounting & Auditing Review*. 2005, No 45, p. 114-130. - URL: [http://journals. ut. ac. ir/page/download-EdOzp6RPW_c. artdl](http://journals.ut.ac.ir/page/download-EdOzp6RPW_c.artdl)[žiūrėta 2012 12 02]
51. Sakalauskas V. Investicijų rizikos vertinimas Lietuvos vertybinių popierių rinkoje // *Informacijos mokslai*. – Vilnius: Vilniaus universitetas, 2003, Nr. 27, p. 121 – 130. - ISSN 1392–0561
52. Saleh W., Yamin S., Mashal A. Equity Valuation // *Global Economy & Finance Journal*. 2009, T. 2. Nr. 1, p. 135-153. - URL: [http://wbiaus. org/8-Saleh-Mashetal. pdf](http://wbiaus.org/8-Saleh-Mashetal.pdf)[žiūrėta 2012 10 19]
53. Sinaei H. The role of fundamental variables in stock price in the collection of evaluating basic models // *International Research Journal of Finance and Economics*. 2010, Issue 47. p. 141-150
54. Statybos leidimai. - URL: [https://www. planuojustatyti. lt/infostatyba_isorine/statyba-leidzianciu-dokumentu-paieska. htm](https://www.planuojustatyti.lt/infostatyba_isorine/statyba-leidzianciu-dokumentu-paieska.htm) [žiūrėta 2012 10 19]
55. Teale K. 2010 m. balandžio ir gegužės mėnesių fondas - WIOF Global Listed Utilities Fund. - URL:[http://1cornhill. com/news/1110](http://1cornhill.com/news/1110) [žiūrėta 2012 10 19]
56. Užkurėlis D., Džiugelytė N. Santykinių finansinių rodiklių paaiškinimas. - URL: [http://www. nasdaqomxbaltic. com/files/vilnius/rodikliai/Swedbank/Santykiniu%20finansiniu%20rodikliu%20paaiskinimai. pdf](http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/rodikliai/Swedbank/Santykiniu%20finansiniu%20rodikliu%20paaiskinimai.pdf) [žiūrėta 2012 10 19]
57. Venkatesh C. K., Tyagi M. The use of fundamental and technical analysis by stock exchange dealers: Indian evidence // *Finance and Economics*. 2011, Nr. 14. p. 73 – 82. - ISSN: 1450-2889. - URL: [http://www. eurojournals. com/MEFE. htm](http://www.eurojournals.com/MEFE.htm)[žiūrėta 2012 12 09]
58. Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius. Įmonių finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika. - Vilnius, 2010, p. 97. - ISBN 978-609-95195-0-0. - URL: [http://www. nasdaqomxbaltic. com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu_skaiciavimo_metodika-finetal. pdf](http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu_skaiciavimo_metodika-finetal.pdf) [žiūrėta 2012 11 13]
59. Vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimas (Komisijos posėdžio protokolas Nr. 6K-14) Nr. 13K-5. Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės. - Vilnius, 2011. - URL: [http://www. lb. lt/teisingos_akciju_kainos_nustatymo_gaires](http://www.lb.lt/teisingos_akciju_kainos_nustatymo_gaires)
60. Žilinskij G., Rutkauskas A. V. Akcijų investiciniu patrauklumu paremtas investicinio portfelio sudarymo modelis // *Verslas: teorija ir praktika*. - Vilnius: Technika, 2012, Nr. 13(3), p. 242 – 252. - ISSN 1648-0627

ANOTACIJA

Razminas V. Akcijų vertinimo modelių taikymas Lietuvos vertybinių popierių rinkoje Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovas: prof. dr. E. Freitakas. - Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2013. – 128 p.

Darbe sprendžiama akcijų vertės, kiek įmanoma labiau atitinkančios rinkos kainą, nustatymo ir pelningų investavimo strategijų pasirinkimo problema. Darbe siekiama įvertinti, kurio akcijų vertinimo modelio taikymas efektyviausiai padeda nustatyti akcijų vertę Lietuvos vertybinių popierių rinkoje. Remiantis gautais rezultatais pateikiamas apibendrintas akcijų vertinimo modelis skirtas neprofesionaliems investuotojams, kurie suinteresuoti sėkmingu investavimu į akcijas, tačiau visiškai nesuinteresuoti gilintis į finansų rinkos teorijas. Darbe atlikti ekonominiai skaičiavimai, leidžiantys patikrinti sudaryto akcijų vertinimo modelio pagrįstumą, atliekant išsamią Vilniaus vertybinių popierių biržoje kotiruojamų įmonių globalios ir vietos ekonominės aplinkos analizę ir identifikuojant potencialią bendrovę investicijoms. Analizės proceso metu, išplėtojamas supratimas, kurios įmonės išsiskiria kaip potencialūs rinkos lyderiai ir novatoriai, o kurios įmonės laikomos atsiliekančiomis ir nenusipėjamomis. Praktinis sukurto modelio taikomumo tyrimas, atskleidė, kad sudarytas modelis gali būti taikomas akcijų vertinimui atlikti.

Pagrindiniai žodžiai: akcijos, vertinimas, fundamentali.

ANNOTATION

Razminas V. The stock assessment models for Lithuanian securities market Financial markets Master's thesis. Guide: Prof. Dr. E. Freitakas. -Vilnius: Mykolas Romeris University, Economics and Finance Management Faculty. 2013. -128p.

The paper dealt with stock valuation and profitable investment strategy selection problem. The paper aims to assess which stock assessment model application most effectively helps to determine the value of shares in the Lithuanian securities market. Based on the results obtained, introduced stock valuation model for non-professional investors who are interested in successful investing in shares, but have no interest to go deeper into the financial market theories. Carried out economic calculations allows to check the validity of the stock assessment model, performing comprehensive global and local economic environment analysis of companies listed in Vilnius Stock Exchange and identifying potential company for investments. During the analysis process, develops an understanding, which companies stand out as potential market leaders and innovators, and which are considered as lagging and unpredictable. Practical applicability of the developed model revealed that model can be applied to stock assessment.

Keywords: stock, evaluation, fundamental.

SANTRAUKA

Razminas V. Akcijų vertinimo modelių taikymas Lietuvos vertybinių popierių rinkoje Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovas: prof. dr. E. Freitakas. - Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2013. – 128 p.

Vertybinių popierių rinka Lietuvoje yra viena iš augančių ir besiplečiančių investavimo alternatyvų, todėl darbe nagrinėjama akcijų vertės nustatymo problema yra aktuali. Profesionalių vertintojų, galinčių atlikti kompetentingą akcijų vertinimą, Lietuvoje nėra daug. Teorinių akcijų vertinimo modelių yra daug, tačiau nėra pakankamai daug tyrimų, kurie iš jų yra tinkamiausi. Taigi mokslinės literatūros pagrindu suformuotas akcijų vertinimo modelis ir užsienio šalių patirtis šioje sferoje labai naudinga. Mokslinėje literatūroje pasigendama darbų, kuriuose būtų analizuojama pilna fundamentali analizė, jos sintezė, bei aptariami paprasti, tačiau besikeičiančioms rinkos tendencijoms pritaikyti modeliai. Šio darbo mokslinis naujumas atsiskleidžia pateikiant apibendrintą akcijų vertinimo modelį investuotojams, kurie suinteresuoti sėkmingu investavimu į akcijas, tačiau nesuinteresuoti gilintis į finansų rinkos teorijas.

Darbe sprendžiama problema, kad mokslininkų siūlomais fundamentaliais akcijų vertinimo modeliais nustatyta akcijų vertė, dažnai neatitinka realios rinkos kainos. Taigi keliamas darbo tikslas – įvertinti, kurio akcijų vertinimo modelio taikymas padeda tiksliausiai nustatyti akcijų vertę bei sudaryti ir pagrįsti efektyvų akcijų vertinimo modelį. Darbo tikslą detalizuojantys uždaviniai apima: akcijų vertinimo modelių palyginamosios analizės atlikimą, išryškinant jų taikymo ypatybes; efektyvaus akcijų vertinimo modelio sudarymą; sudaryto akcijų vertinimo modelio taikymo galimybių Lietuvos vertybinių popierių rinkoje įvertinimą.

Apibendrinus teorinę medžiagą, užsienio šalių ir Lietuvos mokslininkų idėjas nagrinėjamu klausimu, parengtas problemos sprendimo teorinis modelis, kuris panaudotas atliekant empirinį tyrimą. Praktinis sukurto modelio taikomumo tyrimas, atskleidė, kad sudarytas modelis gali būti taikomas akcijų vertinimui atlikti.

Darbe atlikta Lietuvos ir užsienio šalių literatūros šaltinių analizė ir sintezė, atliktų mokslinių tyrimų loginė ir palyginamoji analizė. Akcijų vertinimo modelio sudarymui naudojamas informacijos sisteminimas, bei kritiškas vertinimas. Pirmoje darbo dalyje pateikta mokslinės literatūros apžvalga, kurioje atskleistos ir susistemintos mokslininkų nuomonės apie akcijų vertinimo proceso esmę ir fundamentalios analizės teorijas bei principus. Sekančioje darbo dalyje, atsižvelgiant į Lietuvos akcijų rinkos padėtį, pristatytas siūlomas akcijų vertinimo modelis, pagrįsta akcijų vertinimo metodika. Galiausiai, atlikti ekonominiai skaičiavimai, leidžiantys patikrinti sudaryto akcijų vertinimo modelio pagrįstumą.

SUMMARY

Razminas V. The stock assessment models for Lithuanian securities market Financial Markets Master's thesis. Guide: Prof. Dr. E. Freitakas. -Vilnius: Mykolas Romeris University, Economics and Finance Management Faculty. 2013. -128p.

Stock market in Lithuania is one of the growing and expanding investment alternatives so examined shares valuation issue is relevant. It is not much professional appraisers who are able to perform competent assessment of the stocks in Lithuania. There are a lot of theoretical stock valuation models, but there is no documented researches which one of them is the best. So on the scientific literature basis formed equity valuation model and foreign experience is very useful in this field. In the scientific literature there is a lack of works, analyzing the complete fundamental analysis, its synthesis, and discusses simple, but adapt to changing market trends models. In the scientific literature there is a lack of works analyzing complete fundamental analysis and the discussing simple, but customized for changing market trends models. The scientific novelty of this paper revealed by submitting aggregate equity valuation model for investors, who are interested in successful investing in stocks, but not interested in delving into the financial market theories.

The paper solves the problem that researchers suggested fundamental stock valuation models assessed stocks values often not meet actual market price. The paper aims to assess which stock assessment model application most effectively helps to determine the value of shares in the Lithuanian securities market. Objective of the work detailing challenges include: comparative analysis of the stock valuation models highlighting their application properties; efficient stock valuation model creation; stock valuation model application possibilities assessment in Lithuanian securities market.

Summarizing the theoretical literature, Lithuanian and foreign scientific ideas, developed a theoretical problem solving model, which is used in the empirical study. Practical research of created model applicability revealed that model can be applied to stock assessment.

The work carried out Lithuanian and foreign literature analysis and synthesis, logical and comparative analysis of researches. For stock valuation model construction used systematization of information and critical evaluation. In the first part of the paper presented scientific literature review. In the next part of the paper, presented proposed stock valuation model, according to the Lithuanian stock market situation, and stock assessment methodology. Finally, performed economic calculations, allowing to verify validity of issued stock valuation model.

PRIEDAI

FUNDAMENTALIOSIOS ANALIZĖS ATLIKIMO SCHEMOS APRAŠYMAS

Šiame modelyje naudojamas „iš viršaus į apačią“ požiūris, kuriame analizė pradedama nuo visos ekonomikos vertinimo ir palaipsniui pereinama prie konkrečių pramonės grupių ir atskirų bendrovių. Visuose siūlomo analizės proceso etapuose svarbu prisiminti, kad visa kiekvienu lygmeniu nagrinėjama informacija yra santykinė, t. y. lyginama: pramonės šakos turi būti lyginamos su kitomis pramonės šakomis, o įmonės su kitomis įmonėmis. Paprastai, įmonės, lyginamos su kitomis tos pačios grupės įmonėmis. Pavyzdžiui, telekomunikacijų operatorius „Omnitel“ turėtų būti lyginamas su kitu telekomunikacijų operatoriumi „Bite Lietuva“, o ne mažmeninės prekybos drabužiais įmone UAB „Apranga LT“.

Globalios ir vietos ekonomikos prognozės. Modelyje „iš viršaus į apačią“ pirmiausias ir svarbiausias yra bendros ekonomikos bendras įvertinimas. Teorinėje darbo dalyje minėta, kad autoriai Dugalic (2008) ir Madura (2008) ekonominius veiksnius priskiria pirmajai akcijų kainas įtakančių veiksnių grupei, kurios pokyčiai yra svarbūs ilgalaikiams akcijų kainų pokyčiams. Ekonomikos pokyčiai tiesiogiai įtakoja įvairias pramonės grupes ir atskiras bendroves. Kai ekonomika auga, dauguma pramonės grupių ir įmonių taip pat plečiasi ir auga. Kai ekonomika traukiasi, daugelis sektorių ir įmonių, dažniausiai taip pat patiria nuosmukį. Daugelis ekonomistų ekonomikos augimą ir traukimąsi susieja su palūkanų normų lygio kitimu. Palūkanų normos vertinamos kaip vienas iš labiausiai žinomų ekonominių jėgų darančių poveikį akcijų rinkos kainoms. Vertinant globalios ekonomikos prognozes, reikalinga apžvelgti pasaulinio lygmens padėtį: ar daug ekonomikų patiria nuosmukį; ar ekonominė plėtra nuosekli; ar pastebimi atsigavimo požymiai? Analizuojant vietos ekonomiką, nagrinėjama konkreti šalis ar regionas. Dažnai dėl valiutų kursų svyravimų, užimtumo, vyriausybės skatinamųjų priemonių ir mokesčių politikos, tam tikrų šalių ekonomikos funkcionuoja geriau nei kitų šalių. Įvertinus visos ekonomikos ateities scenarijų, sekantis investuotojo žingsnis turėtų būti ekonomikos suskaidymas į atskirus pramonės sektorius.

Pramonės sektoriaus atranka. Jei prognozuojamas ekonomikos augimas, tam tikro pramonės sektoriaus plėtra gali būti didesnė nei kitų. Investuotojas turi susiaurinti nagrinėjamas sferas iki tokių pramonės sektorių, kuriuose tikimasi didžiausios naudos iš dabartinių ar būsimų ekonominės aplinkos sąlygų. Jei tikimasi, kad iš ekonomikos plėtros naudos turės dauguma įmonių, tuomet investicijų į akcijas rizika yra sąlyginai maža ir tikslinga taikyti į agresyvų augimą orientuotą investavimo strategiją. Tokia strategija galėtų apimti technologijų, biotechnologijų įmonių akcijų pirkimą. Jei prognozuojamas ekonomikos nuosmukis, investuotojai turėtų pasirinkti konservatyvesnę strategiją ir ieškoti į stabilias pajamas orientuotų įmonių. Gynybinė strategija gali

būti susijusi su kasdienio vartojimo prekių pardavėjų ar komunalinių ir su energetika susijusių paslaugų teikėjų akcijų įsigijimu. Reikia atsižvelgti į tai, kokia pramonės sektoriaus padėtis. Siekiant įvertinti pramonės sektoriaus potencialą, investuotojas turėtų apsvarstyti bendrą šio sektoriaus augimo normą, rinkos dydį ir jo svarbą ekonomikai. Nors individualios įmonės potencialas yra labai svarbus, tačiau jos pramonės sektoriaus potencialas gali daryti tiek pat arba daugiau įtakos akcijų kainai. Kai akcijų kainos kinta, jos dažniausiai kinta grupėmis, labai retai, kada atskirų akcijų kainos kinta priešinga pramonės kitimui linkme. Taigi daug svarbiau pasirinkti teisingą pramonės sektorių, o ne teisingą atskirą įmonę. Sekantis žingsnis, pasirinkti pramonės šaką investicijoms.

Pramonės šakos analizė. Pasirinkus pramonės sektorių, investuotojas, prieš pereinant prie detalesnės analizės, turėtų susiaurinti šio sektoriaus įmonių sąrašą. Investuotojai paprastai sektoriaus viduje stengiasi rasti lyderius ir novatorius. Pirmiausia reikia nustatyti esamą verslo ir konkurencinę aplinką sektoriaus viduje, taip pat būsimas tendencijas, t. y. įvertinti: kaip įmonės klasifikuojamos pagal rinkos dalį, produkto poziciją ir konkurencinį pranašumą; kas yra dabartinis lyderis ir kaip sektoriaus pokyčiai įtakos esamą jėgų pusiausvyrą; kokios yra kliūtys patekti į rinką. Investavimo sėkmė priklauso nuo pasirinktos įmonės pranašumų turimų rinkodaros, technologijų, rinkos dalies ar inovacijų srityse. Pramonės šakos konkurencijos lyginamoji analizė padeda nustatyti šiuos pranašumus turinčias bendroves.

Konkreto verslo analizė. Identifikavus potencialų verslą, galima iš arčiau pažvelgti į tai, kaip bendrovė veikia ir kokie galimi lūkesčiai dėl būsimų veiklos rezultatų. Vienas iš būdų tai padaryti yra išnagrinėti bendrovės finansinių ataskaitų informaciją. Be to, galima palyginti finansinių ataskaitų ir statistinius duomenis, produkto plėtros galimybes, naujas paslaugas ar bet kuriuos kitus bendrovės verslo planus, kurie gali turėti įtakos investavimo sprendimas. Atrinkus keletą bendrovių, investuotojas turėtų analizuoti kiekvienos bendrovės išteklius ir galimybes bei nustatyti tas įmones, kurios gali kurti ir išlaikyti konkurencinį pranašumą. Analizėje dėmesį reikėtų sutelkti į bendroves, turinčias realų verslo planą, tvirtą valdymą ir gerus finansus.

Verslo plano vertinimas. Verslo planas, modelis ar koncepcija formuoja verslo pamatą ant kuriuo paremtas visas verslas. Jei verslo planas, modelis ar koncepcija yra prastas ir neapgalvotas, verslui suteikiama mažai vilčių sėkmingai veikti. Su naujomis įmonėmis susiję klausimai gali būti: ar verslo planas prasmingas; ar jis įgyvendinamas; ar yra rinka; ar gali būti gautas pelnas? Su egzistuojančiomis įmonėmis susiję klausimai gali būti: ar bendrovės kryptis aiškiai apibrėžta; ar įmonė yra rinkos lyderė; ar bendrovė gali išsaugoti pirmaujančias pozicijas?

Bendrovės valdymo analizė. Siekiant vykdyti verslo planą, bendrovei reikalingas aukščiausios kokybės valdymas. Investuotojai gali apžvelgti įmonių valdymą, siekiant įvertinti jų galimybes, stipriąsias ir silpnąsias puses. Net geriausiai parengti verslo planai dinamiškose pramonės šakose

gali likti neįgyvendinti dėl netinkamo valdymo. Kita vertus, stiprus valdymas gali pasiekti neeilinės sėkmės brandžioje ir užpildytoje pramonės šakoje. Nagrinėtini valdymo klausimai apima: vadovybės kvalifikaciją (turi būti aukšta); verslo patirtį; potencialą; kartu išdirbtą laiką; įsipareigojimų ir pažadų vykdymą. Jei vadovybė yra problematiška, geriausia rinktis kitas įmones, nes prasta valdymo komanda negali sukurti pelningo verslo. Reikia analizuoti bendrovės valdymą ir jo sukurtus praeities ir dabarties rezultatus. Bendrovės generalinis direktorius turi būti kompetentingas ir turėti reikiamas žinias.

Finansinė analizė. Galutinis analizės proceso žingsnis atlikti finansinių ataskaitų analizę, remiantis išskirtomis vertinimo priemonėmis. Žemiau pateikiami potencialūs finansinės analizės instrumentai. Literatūroje pateikiami gana ilgi fundamentalios analizės instrumentų sąrašai daugeliui pradedančiųjų ir neprofesionalių investuotojų yra bauginantys. Dėl šios priežasties sudarytame modelyje pateikiamas finansinės analizės modelių, kurie veikia geriausiai ir suteikia pageidaujamą akcijos įvertinimo tikslumą, rinkinys. Yra daug skirtingų vertinimo modelių, kurie priklauso nuo pramonės šakos ir ekonominio ciklo stadijų. Sudarytas modelis pagrįstas būsimų pajamų, išlaidų ir pelno prognozėmis, bei kitų analitikų prognozėmis taikomiems kartotiniams, nustatant akcijų vertę. Investuotojai gali reitinguoti įmones, remdamiesi pateiktais vertinimo rodikliais. Prieš perkant akcijas, svarbu išnagrinėti sekančius bendrovių aspektus:

- **Pelnas vienai akcijai – EPS.** Vienas iš akcijų vertinimo iššūkių atlikti prasmingą palyginimą, kuris padėtų padaryti investicinį sprendimą. Tiesiog lyginti dviejų akcijų kainas ar įmonių pajamas yra beprasmiška. Pirminių skaičių naudojimas ignoruoja tą faktą, kad lyginamos bendrovės turi skirtingą apyvartoje esančių akcijų skaičių. Taigi prasmingiau, kaip palyginimo priemonę, naudoti nustatytą pelną, tenkantį vienai akcijai (EPS), kuris apskaičiuojamas grynąsias pajamas dalinant iš išleistų akcijų skaičiaus. Sprendimo pirkti akcijas, negalima priimti vien tik EPS pagrindu. EPS yra naudingas lyginant bendroves, darant prielaidą, kad jos veikia toje pačioje pramonės šakoje, tačiau jis neatskleidžia akcijų patrauklumo ir rinkos požiūrio į jas. Tačiau šis rodiklis reikalingas skaičiuojant kitus rodiklius. Gali būti apskaičiuotas praeito, einamojo ir būsimojo laikotarpio EPS. Vertinant bendroves rekomenduojama palyginti EPS rodiklio reikšmes per pastaruosius 2-3 ataskaitinius laikotarpius.

- **Akcijos rinkos kainos ir pelno santykio rodiklis - P/E.** Populiariausias rodiklis, kuriuo daugiausiai vadovaujasi investuotojai ir analitikai yra akcijos rinkos kainos ir pelno santykio rodiklis P/E. Šis rodiklis nurodo santykį tarp akcijų kainos ir bendrovės pajamų. Nors P/E yra populiariausias vertybinių popierių analizės rodiklis, tačiau toli gražu ne vienintelis, kurį reikia apsvarstyti.

P/E santykis apskaičiuojamas akcijos kainą dalinant iš bendrovės EPS rodiklio. P/E rodiklis investuotojams nurodo, kiek rinka yra pasirengusi mokėti už bendrovės pajamas. Kuo rodiklis didesnis, tuo daugiau rinka yra pasirengusi mokėti už bendrovės pajamas. Aukštas P/E rodiklis gali būti tuo atveju, jei bendrovės akcijos yra pervertintos, tačiau jis taip pat gali rodyti dideles rinkos viltis bendrovės atžvilgiu. Ir atvirkščiai, žemas P/E rodiklis gali atspindėti rinkos neapsitikėjimą įmone arba gali reikšti, kad akcijos yra neįvertintos. Dauguma investuotojų, teisingai įvertinę šio rodiklio reikšmes, sėkmingai investuoja prieš tai kai likusį rinkos dalis atranda tikrąją šių akcijų vertę. Nėra teisingo atsakymo į klausimą – koks P/E yra teisingas, nes atsakymas priklauso nuo investuotojo pasiryžimo mokėti už įmonės pajamas. Kuo daugiau investuotojas pasirengęs mokėti, tai reiškia, jis įsitikinęs, kad bendrovė turi geras ilgalaikes perspektyvas, tuo didesnis P/E yra teisingas jo sprendimų priėmimo procese.

- **P/E pelno augimo rodiklis – PEG.** P/E yra populiariausias būdas, palyginti santykinę akcijų vertę remiantis pajamomis, kuris nurodo, ar akcijos kaina yra per didelė ar per maža, palyginti su jos uždirbamomis pajamomis. Tačiau P/E rodiklio reikšmės yra dviprasmiškos ir atspindi dabartinę situaciją. Tačiau investuotojai paprastai yra labiau susirūpinę dėl ateities ir ieško tam tikrų būdų ją projektuoti. Rodiklis, padedantis įvertinti ateities pajamų augimą yra PEG santykis. PEG santykis apskaičiuojamas P/E rodiklį dalinant iš numatomo pajamų augimo. Šiuo atveju, kuo mažesnis skaičius, tuo mažiau mokama už kiekvieną būsimų pajamų augimo vienetą. Taigi net didelį P/E rodiklį turinčios akcijos, kurių PEG santykis yra aukštas gali būti vertinamos palankiai, o akcijos turinčios žemą P/E rodiklį ir žemą PEG santykį vertinamos nepalankiai. Tačiau vertinant PEG rodiklį reikia prisiminti, kad jis remiasi prognozėmis, kurios gali būti ne visada tikslios.

- **Akcijos rinkos kainos ir pardavimo pajamų koeficientas – P/S.** Yra keletas instrumentų įvertinti pelningų įmonių akcijas. Tačiau bendrovių, kurios neturi pelno istorijos, akcijos taip pat gali būti gera investicija. Kadangi tokių įmonių P/E santykio apskaičiuoti negalima (jis būna neigiamas), investiciniam patrauklumui įvertinti (nustatyti, ar akcija yra brangi, ar pigi, lyginant su panašių bendrovių akcijomis) galima naudoti akcijos rinkos kainos ir pardavimo pajamų santykį P/S, kuris palygina dabartines akcijų kainas su pardavimais vienai akcijai. Šis rodiklis apskaičiuojamas dalinant akcijų rinkos kapitalizaciją iš visų bendrovės pajamų, arba padalinus esamą akcijų kainą iš pardavimų tenkančių

vienai akcijai. Kuo mažesnė P/S rodiklio reikšmė, tuo geriau vertinama akcija. P/S mažesnis už vieną rodo pirkimo galimybę. Tačiau, šio rodiklio nereikėtų naudoti izoliuotai. Vertinant jaunas kompanijas, reikia įvertinti daugelį aspektų iš kurių vienas yra P/S santykis. Lietuvos vertybinių popierių rinkoje tokios bendrovės gali būti [Vilkyškių pieninė](#), [Rokiškio sūris](#) ir kitos.

- **Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis - P/B.** Dalis investuotojų vadinami vertės investuotojais, kurie ieško bendrovių, kurių kiti rinkos dalyviai vengia. Kai kurie iš šių investuotojų ilgalaikėje perspektyvoje tampa gana turtingi, nes bendrovės, nesulaukdamos didelio rinkos dėmesio, sėkmingai plėtoja verslą, kol vieną dieną analitikai jas „atranda“ juos ir sukelia akcijų kainą. Tuo tarpu, vertės investuotojai gauna didelį pelną. Vertės investuotojai analizuoja kitus, nei pajamų augimas ir panašiai, rodiklius. Vienas iš tokių rodiklių yra akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis P/B. Šis rodiklis palygina akcijos kainą biržoje su realaus bendrovės turto kaina. P/B apskaičiuojamas dabartinę akcijos kainą dalinant iš akcijos balansinės vertės. Kuo mažesnė P/B reikšmė, tuo geriau vertinamos akcijos. Naudojant šį santykį, galima atrasti bendroves, kurių rinkos vertė yra mažesnė negu faktinė turto vertė, kas reiškia, kad nusipirkus visas jos akcijas ir pardavus bendrovės turtą, gaunamas pelnas. Mažas P/B santykis reiškia, kad bendrovės akcijos yra nepakankamai įvertintos arba bendrovė yra blogai tvarkoma. Aukštas P/B santykis rodo, kad akcijos yra pervertintos arba tikimasi, kad bendrovė iš savo turto bazės greitai sukurs dar didesnę vertę. Štai kodėl P/B santykis yra vienas iš būdų klasifikuoti akcijas į augimo akcijas su dideliu P/B santykiu, ir vertės akcijas su mažu P/B santykiu. Šis santykis lygina faktinę bendrovės akcijos kainą su pardavimo kaina. Jei santykis yra mažesnis už 1, tai reiškia, kad akcijos kaina teisinga. Jei santykis yra didesnis už 3, tai reiškia, kad akcijos kaina yra labai aukšta palyginus su jos faktine kaina. Rodiklio reikšmė viršijanti 3 beveik garantuoja nuostolius. Garantuotai sėkmei, rekomenduoja pirkti akcijas su PB reikšme mažiau kaip 1.

- **Dividendų pelningumas.** Ne visi fundamentaliosios analizės instrumentai naudingi kiekvienam investuotojui ar kiekvienai akcijai. Toks yra ir dividendų pajamingumo rodiklis. Šis rodiklis yra naudojamas vertės investuotojų arba tų, kurie siekia pajamų iš dividendų - dividendų investuotojų. Šis rodiklis nurodo, kokia kompanijos akcininkams išmokamų dividendų grąžos norma. Senesnės ir gerai žinomos bendrovės linkę išmokėti didesnius procentus nei

jaunesnės įmonės, ir jų dividendų istorija gali būti nuoseklesnė. Dividendų pelningumas apskaičiuojamas kasmetinius dividendus vienai akcijai padalinant iš akcijos kainos.

- **Nuosavybės grąža – ROE.** Vienos įmonės gali sukurti pelningą augančią įmonę beveik iš nieko, o kitos negali generuoti pelno, net su itin didelės vertės turtu. Nuosavybės grąža (ROE) yra viena iš priemonių nustatyti, kaip efektyviai įmonė naudoja savo turtą pajamoms gauti. ROE apskaičiuojamas dalinant grynąsias pajamas iš savininkų nuosavybės buhalterinės vertės. Gerai veikiančių įmonių ROE rodiklis yra nuo 13 proc. iki 15 proc., nors kai kurie šaltiniai nurodo, kad investicijų grąža laikoma gera jei jos rodiklis svyruoja tarp 20-25 proc. . Kaip ir visi rodikliai, kad gauti išsamesnį vaizdą, šis rodiklis taip pat turėtų būti lyginamas su tos pačios pramonės šakos bendrovėmis. Nors ROE rodiklis yra naudinga priemonė, ji turi tam tikrų trūkumų, kurie gali sąlygoti klaidingą investuotojo nuomonę, todėl nereikėtų vien tik juo pasikliauti. Pavyzdžiui, jei bendrovė turi didelę skolą ir trūkstamas lėšas gauna skolindamasi, o ne išleisdama akcijas, bus sumažinta jos balansinė vertė, kuri reiškia, kad dalijama iš mažesnio skaičiaus, todėl ROE yra dirbtinai didesnis. ROE yra naudinga priemonė nustatant bendrovės konkurencinį pranašumą.

- **Beta:** šis rodiklis išmatuoja akcijų svyravimą nuo indekso. Kuo didesnis beta tuo labiau nepastovios akcijos. Koeficientas beta yra rizikos rodiklis, rodantis, kiek investicijos į vertinamą įmonę yra rizikingesnės, nei rinkoje taikoma įprasta investicijų į panašias įmones rizikos norma. Koeficiento beta ženklas rodo verslo vertės kitimo kryptį – jei beta teigiamas, verslo vertė kinta ta pačia linkme kaip ir rinkos pokyčiai. Koeficiento dydis rodo aktyvo reakcijos dydį į rinkos pokyčius. Nerizikingo aktyvo koeficientas beta lygus nuliui, tuo tarpu visų aktyvų rinkos portfelio koeficientas beta bus lygus vienam. Koeficientas beta leidžia prognozuoti verslo vertės pokyčius, keičiantis rinkai. Tai tiesiogiai nulemia investavimo riziką.

EMPIRINIO TYRIMO REZULTATAI

Analizės lygis	Analizės veiksniai	Situacijos vertinimas
Globalios ir vietos ekonomikos prognozės	Globalios ekonomikos prognozės	Prognozuojama, kad pagrindinių išsivysčiusių ekonomikų atsigavimas bus silpnas, o daugelyje besiformuojančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalių augimas išliks gana didelis. 2013 m. TVF prognozuoja iki 1,5 proc. ekonomikos augimą išsivysčiusiose ekonomikos. 2013 m. TVF prognozuoja iki 5,6 proc. ekonomikos augimą besivystančios ekonomikos šalims. JAV, Azijoje, Lotynų Amerikoje 2012 m. ekonomikos augimas sulėtėjo. Europos ekonomikos, skirtingai nei 2008 m., neveikia bendra rizikos baimė. Vertinant politikos veiksmus, pagrindinis dėmesys ir toliau tenka euro zonai. Euro zonoje, kadangi daugreguliavimo priemonių įgyvendinta, ekonominės politikos griežtinimo tempas šiek tiek sumažintas. Kylančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalyse prognozuojama nereikšminga fiskalinė konsolidacija. Kylančios rinkos ir besivystančios šalys pradėjo įvairias pinigų politikos sušvelninimo priemones, siekdamas sušvelninti infliaciją. Palūkanų normos daugelyje besiformuojančių rinkų ir besivystančių ekonomikų vis dar santykinai yra mažos ir kreditų augimas yra didelis. Kadangi besivystančios ekonomikos šalių įmonės dažniausiai yra ir nepakankamai įvertintos, jos turėtų sulaukti dar didesnio investuotojų susidomėjimo, dėl potencialiai didesnės investicijų grąžos. Lietuvos, Estijos, Latvijos ir Lenkijos ekonomikos priskiriamos perspektyviam globalios ekonomikos segmentui.
	Vietos ekonomikų analizė	Ekonomikos ciklas: Lietuvos ir Estijos BVP augimas 2012 m. buvo sparčiausias. Šioms šalims prognozuojamas didžiausias augimas ateityje. Infliacija: 2013 m. infliacijos lygis visose keturiuose nagrinėjamosiose šalyse turėtų susilyginti ir pasiekti 2 – 3 proc. Užimtumas: Estijoje ir Lietuvoje nedarbo rodikliai šiuo metu yra žemiausi. Valiutos kurso rizika: Vertinant valiutos kurso riziką, nagrinėjamosiose šalyse, vienareikšmiškai galima teigti, kad Estija šiuo aspektu investuotojų vertinama palankiausiai, dėl 2011 m. sausio 1 d. įvesto euro. Lietuvos, Latvijos ir Lenkijos valiutos nagrinėjamu laikotarpiu dolerio atžvilgiu nuvertėjo. Mokesčiai: Mažiausi mokesčiai yra Lietuvoje ir Latvijoje, o didžiausi Estijoje. Politinė situacija: Estija ir Lietuva yra valdomos stabilių vyriausybių, kurios priima toliaregiškus ilgalaikę ekonomikos raidą užtikrinančius sprendimus. Infrastruktūra: Lietuvos infrastruktūra yra geriau išvystyta.
Pramonės sektoriaus atranka	Sektoriaus dydis:	Didmeninė ir mažmeninė prekyba; transportas; apgyvendinimo ir maitinimo paslaugų veikla (25,3 proc.); pramonė (18,7 proc.); apdirbamoji gamyba (15,7 proc.).
	Sektoriaus raidos etapas:	Didžiausias metinis sukurtos pridėtinės vertės augimas 2009 – 2012 m. laikotarpiu užfiksuotas finansinėje ir draudimo veikloje (128,9 proc.), žemės ūkyje, miškininkystėje ir žuvininkystėje (59,6 proc.), apdirbamojoje gamyboje (29,0 proc.), pramonėje (26,2 proc.).
	Plėtros perspektyvos:	Apdirbamoji gamyba sulaukia didelių investicijų, taigi turi geras ateities perspektyvas.
	Medienos sektorius	Priklauso apdirbamosios gamybos grupei.
	Medienos sektoriaus subsektoriai:	Medienos ir medinių dirbinių gamyba, popieriaus ir popieriaus gaminių gamyba, leidyba ir spausdinimas, baldai.

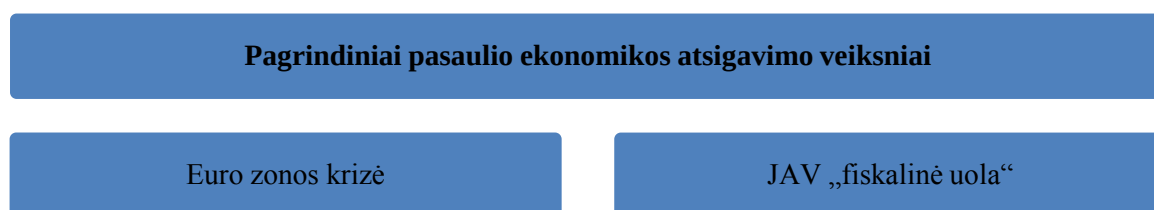
Pramonės šakos analizė	Pramonės šakos įmonės parinkimas	Medienos sektorius Lietuvoje apima keletą didžiųjų įmonių: „Boen Lietuva“, „Grigiškės“, „Klaipėdos kartonas“, „Freda“, „Vilniaus baldai“, „SBA“, „Swedspan Girių Bizonas“. „Nasdaq Omx“ Vilniaus biržos Oficialiajame prekybos sąraše kotiruojamos dviejų šio sektoriaus didžiųjų įmonių akcijos: „Grigiškės“, „Vilniaus baldai“. Esamomis ekonominėmis sąlygomis rekomenduojama konservatyvesnė, investavimo į su kasdienio vartojimo prekių pardavimu susijusio pardavėjo akcijas, strategija - AB „Grigiškės“.
	Gaminamos produkcijos rinkos dalis:	Lietuvos rinkoje Grite tualetinio popieriaus rinkos dalis padidėjo sudaro 37,7 proc.
	AB „Grigiškės“ produkto pozicija:	Bendrovės produktų pozicija yra susijusi su skalsumu, ekologiškumu ir stilingumu.
	AB „Grigiškės“ konkurencinis pranašumas:	prekės ženklo žinomumas; palanki geografinė padėtis; pilnas produktų asortimentas, apimantis ekonominį, vidutinį ir prabangų segmentus; technologinis pranašumas; pagrindinės bendrovės produkcijos substitutų nėra, taigi jos pakeičiamumas mažas; bendruoju požiūriu bendrovės produkcija unikali tuo, kad tai yra kasdienio vartojimo prekės, kurias būtiniausių prekių krepšelyje pagal pardavimo apimtį lenkia tik alkoholis ir švieži maisto produktai, o ne maisto prekių kategorijoje tai vienos svarbiausių prekių.
	Esamo lyderio nustatymas:	Pagal higieninio popieriaus pardavimų apimtį AB „Grigiškės“ yra absoliutus rinkos lyderis.
	Sektoriaus pokyčių įtaka esamai jėgų pusiausvyrai:	Higieninio popieriaus segmentas atsparus ekonominiams ciklams ir produktų paklausa išlaiko augimą.
	Kliūtys patekti į rinką:	AB „Grigiškės“ veikia oligopolinėje rinkoje. Nauji konkurentai, ketinantys įeiti į rinką susiduria su natūraliu barjeru - gamybos masto ekonomija.
	Klientų perkamoji galia:	Klientų perkamosios galios pokyčių įtakos įmonės veiklos rezultatams bendrovė išvengia ir dėl pilno produktų asortimento, apimančio ekonominį, vidutinį ir premium segmentus.
Konkreto verslo analizė	Įmonės verslo planų vertinimas:	Užsibrėžtų tikslų bendrovė siekia aiškiai apibrėžtomis veiklos kryptimis.
	Bendrovės valdymo analizė:	AB „Grigiškės“ prezidentasturi 20 metų vadovavimo patirtį; AB „Grigiškės“ prezidentas anksčiau vadovavo AB „Lietuvos telekomas“ ir UAB „Bitė GSM“, kurių veikla dabartiniu metu ir tuomet kai joms vadovavo AB „Grigiškės“ prezidentas buvo vertinama palankiai; <i>kompanijos valdybos nariai perka savo kompanijos akcijas</i> ; bendrovė kiekvienais metais stengiasi mokėti bent minimalius dividendus smulkiesiems akcininkams; bendrovės finansinės ataskaitos visais reikšmingais atžvilgiais teisingai parodo bendrovės finansinę padėtį.
	AB „Grigiškės“ finansinė analizė:	<i>Pelno akcijai (EPS) rodiklis:</i> AB „Grigiškės“ EPS rodiklis 2011 m. beveik susilygino su aktyviausiais prekyjamų vertybinių popierių AB TEO LT rodikliu. <i>Akcijos kainos ir jai tenkančio pelno santykis (P/E):</i> AB „Grigiškės“ P/E santykis visą laikotarpį buvo aukštesnis už kitas vertinamas bendroves. <i>Akcijos rinkos kainos ir pardavimo pajamų koeficientas (P/S):</i> AB „Grigiškės“ ir AB „Vilniaus baldai“ P/S mažesnis už vieną. <i>Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis (P/B):</i> AB „Grigiškės“ akcijos kaina teisinga, nes P/B rodiklis mažesnis už 1 arba artimas šiai reikšmei. <i>Nuosavybės grąža (ROE):</i> AB „Grigiškės“ turto panaudojimo efektyvumas sparčiai gerėja ir 2010 m. vėl pasiekė gerai veikiančių įmonių ROE rodiklio reikšmę (13 proc. - 15 proc.) ir toliau auga.

		<i>Dividendų pajamingumo rodiklis:</i> AB „Vilniaus baldai“ ir AB TEO LT yra linkę išmokėti didesnius procentus nei AB „Grigiškės“, tačiau jos dividendų istorija yra nuoseklesnė. <i>Koeficientas beta:</i> AB „Grigiškės“ Beta koeficiento reikšmė – 0,0044. AB „Grigiškės“ beta teigiamas, taigi verslo vertė kinta ta pačia linkme kaip ir rinkos pokyčiai.
--	--	---

GLOBALIOS EKONOMIKOS ANALIZĖ

Globalios ekonomikos prognozės. Tarptautinis valiutos fondas viso pasaulio ekonomikas dalina į dvi stambias dalis: išsivysčiusias ir besivystančias ekonomikas. Šioje pasaulio ekonomikų klasifikacijoje Lietuva, kartu su Latvija ir Lenkija, priskiriama besivystančios ekonomikos Vidurio ir Rytų Europos šalims, kurios priklauso Europos sąjungai. Į šią kategoriją nepatenka vienintelė iš Baltijos šalių – Estija, kuri priskiriama prie išsivysčiusių Euro zonos ekonomikų.

TVF darbuotojais kartus per metus pristato artimiausių metų (arba mažesnės trukmės laikotarpio) pasaulio ekonomikos raidos analizę. Naujausią tokią ataskaitą „Pasaulio ekonomikos ateities perspektyva: kova su didele skolaisilpnu ekonomikos augimu“ TVF išleido 2012 m. spalio 9 d. TVF šioje ataskaitoje vertina pasaulio ekonomikos atsigavimą perspektyvas, atsižvelgiant į euro zonos krizės pavojų ir JAV politikos susidūrimą su „fiskaline uola“ (žr. 1 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal International Monetary Fund, 2012

1 pav. Pasaulio ekonomikos atsigavimo perspektyvos

Globalios ekonomikos ciklas. Nagrinėjamu laikotarpiu, globalios ekonomikos atsigavimas tęsiasi, tačiau 2012 m. jis sulėtėjo. Išsivysčiusiose šalyse, augimas dabar yra per mažas, kad reikšmingai sumažintų nedarbą. Ir daugumoje pagrindinių besivystančios rinkos ekonomikų, anksčiau buvęs stiprus ekonomikos augimas, taip pat sumažėjo. Palyginti su 2012 m. balandžio mėn. prognozėmis, TVF prognozes 2013 m. ekonomikos augimui sumažino nuo 2,0 proc. iki 1,5 proc. išsivysčiusiose ekonomikos, ir nuo 6,0 proc. iki 5,6 proc. besiformuojančios ir besivystančios ekonomikos šalims.

Tokio *ekonomikos atsigavimo sulėtėjimo priežastys* didžiąja dalimi yra aiškios. Jėgos mažinančios augimą išsivysčiusiose šalyse yra fiskalinis konsolidavimas ir vis dar silpna finansų sistema. Daugelyje šalių fiskalinė konsolidacija vyksta pagal planą. Tradicinė Keinso teorija teigia, kad biudžeto deficito mažinimas sumažina visuminę paklausą ir lėtina ekonomikos augimo tempą. Taigi, nors ši konsolidacija yra reikalinga, nėra jokių abejonių, kad ji veikia paklausą, ir reali situacija vis labiau rodo, kad dabartinėje aplinkoje, fiskalinės konsolidacijos įtaka yra didelė. Finansinė sistema vis dar neveikia efektyviai. Daugelyje šalių, bankai vis dar yra silpni, ir jų padėtis toliau blogėja dėl lėto augimo. Kaip rezultatas, daugelis skolininkų vis dar susiduria su griežtomis skolinimosi sąlygomis.

Pagrindinė jėga stabdanti augimą yra taikoma pinigų politika. Centriniai bankai ir toliau ne tik išlaiko labai mažas palūkanų normas, bet ir eksperimentuoja su programomis, kurių tikslas - sumažinti tarifus tam tikrose rinkose, kad padėti tam tikrų kategorijų skolininkams.

Dar viena jėga, mažinanti ekonomikos augimą yra bendras netikrumo jausmas. Labai svarbu įvertinti šio netikrumo tiksliai prigimtį ir poveikį, tačiau tai nėra lengva. Jei neapibrėžtumas būtų sumažintas, ekonomikos augimas galėtų būti spartesnis negu prognozuojama. Bet tai nėra lengva: neapibrėžties indeksai, pavyzdžiui, VIX Jungtinėse Amerikos Valstijose ar VStoxx Europoje, išlieka gana žemo lygio. Neapibrėžtumas tampa labiau išskaidytas ir nepamatuojamo pobūdžio. Susirūpinimas dėl Europos politikos formuotojų gebėjimo kontroliuoti euro krizę ir nerimas dėl JAV politikų nesutarimo dėl fiskalinio plano, tam vaidina svarbų vaidmenį.

Mažas augimas ir netikrumas išsivysčiusiose šalyse daro įtaką ir besivystančios rinkos ekonomikoms tiek prekybos, tiek ir finansiniais kanalais. Prekybos kanalai yra stebėtinai stiprūs, pavyzdžiui, 2009 m. mažesnis eksportas sudarė didžiąją dalį Kinijos augimo sumažėjimo.

Politinė situacija. Globalios ekonomikos atsigavimas 2012 m. patyrė naujų nesėkmių, o netikrumas labai apsunkina ateities perspektyvas. Pagrindinė priežastis yra ta, kad nebuvo atkurtas pasitikėjimas didžiausių išsivysčiusių ekonomikų politika. Rizika, susijusi su euro zonos ir JAV fiskalinės politikos klaidomis, toliau kelia investuotojų susirūpinimą. Kalbant apie politikos veiksmus, pagrindinis dėmesys ir toliau tenka euro zonai. Pastarųjų kelerių metų pamokos parodė, kad Euro zonos šalys gali nukentėti nuo stiprių ir konkrečiai šaliai būdingų sukrėtimų, o silpni bankai gali žymiai sustiprinti neigiamą tokių sukrėtimų poveikį.

Euro zonos krizė vis dar išlieka akivaizdžiausi agrės mės pasaulio ekonomikos perspektyvoms. Daugelis vyriausybės priimtų veiksmų sumažinti pernelyg didelį deficitą, tačiau, dėl didelio neapibrėžtumo, pasitikėjimas yra mažas, o finansų sektorius yra silpnas, todėl reikšmingus fiskalinius pasiekimus lydėjonusivylimas augimui ir recesija.

Besivystančios ekonomikos šalių politikai suvokia, kad reikia atkurti fiskalinės ir pinigų politikos erdvę, tačiau nežino kaip tai padaryti išorinės rizikos akivaizdoje. ECB įdiegė mechanizmą, kuris užtikrins žemas skolinimosi kainas periferijoje, kurioje investuotojų nuogastavimai dėl euro gyvybingumo, rinkos kainų pastūmėjo iki labai aukšto lygio. Euro zonoje, toliau reikia reguliuoti einamosios sąskaitos disbalansą - didelį perteklių Vokietijoje ir Nyderlanduose ir deficitą daugelyje periferinių ekonomikų.

Ekonomikos patiriančios nuosmukį. JAV ekonomika taip pat sulėtėjo. Patikslintinacionalinių sąskaitų duomenys rodo, kad ji 2012 m. įgijo didesnį pagreitį, nei špradžių planuota. Tačiau, realus bendrasis vidaus produktas (BVP) antrąjį ketvirtį sumažėjo iki 1,7 proc. nepavyko atstatyti darbo rinkos ir vartojimo rodiklių, o tai paskatino dar vieną politikos sprendimą pasinaudoti Federaliniais rezervais. Dėl nuolatinės politinės aktyvės, fiskalinės uolos nebandyta išspręsti iki lapkričio

prezidento rinkimų. TVF duomenimis, daugiau nei puse sumažėjusio patikslinto realiojo BVP augimo 2012 m. lėmė vidinės priežastys.

Augimas besivystančiose Azijos šalyse 2012 m. pirmąjį pusmetį sumažėjo mažiau nei 7 proc. Kinijos ekonomika sulėtėjo, dėl kreditavimo sąlygų sugriežtinimo (reaguojant į nekilnojamojo turto burbulo grėsmes), grįžimo į tvaresnį viešųjų investicijų tempą ir silpnesnės išorės paklausos. Indijos ekonomika nukentėjo nuo sumenkusio verslo pasitikėjimo, kurį sukėlė lėtai patvirtinami nauji projektai, lėtos struktūrinės reformos, palūkanų normų didinimo politikos, kuria siekiama pažaboti infliaciją, ir silpnėjančios išorės paklausos.

Realaus BVP augimas 2012 m. pirmąjį pusmetį taip pat sulėtėjo Lotynų Amerikoje iki maždaug 3 proc. Tokią situaciją daugiausia lėmė padėtis Brazilijoje. Tai atspindi praeities politikos sugriežtinimo poveikį siekiant suvaldyti infliaciją ir veiksmus, siekiant atkurti kreditų augimą kai kuriuose rinkos segmentuose, bei padidėjusį pasaulinių veiksmų pasipriešinimą.

Kylančios Europos ekonomikos, greitai atsigaunančios po kreditų krizės, dabar smarkiai nukentėjo nuo lėtėjančio eksporto į euro zoną, kuris beveik sustabdė realiojo BVP augimą. Turkijoje sulėtėjimas buvo skatinamas sumažėjusios vidaus paklausos, politikos sugriežtinimo ir pasitikėjimo mažėjimo. Tačiau, skirtingai nei 2008 m., regiono nebeveikia bendra rizikos baimė. Rusijos ekonomika, kuri skatino įvairių šio regiono ekonomikų veiklą, neseniai taip pat prarado pagreitį.

Tarptautinių organizacijų įtaka. Šie, susirūpinimą keliantys, klausimai kelia klausimus apie euro zonos gyvybingumą ir paskatino įvairius euro zonos politikos formuotojų veiksmus. Euro zonos lyderiai 2012 m. birželio 29 d. viršūnių susitikime, įsipareigojodar kartą apsvarstyti Europos stabilumo mechanizmo (ESM) klausimą dėl paskolų Ispanijai. Be to, vadovai pradėjo darbą dėl bankų sąjungos, po kurios sekė Europos Komisijos pasiūlymas sukurti bendrą bankų priežiūros mechanizmą. Šios iniciatyvos vėl padidino pasitikėjimą finansų rinkose ir euro vertę pakilo JAV dolerio ir kitų pagrindinių valiutų atžvilgiu. Tačiau pastarojo meto rodikliai ir toliau šiek tiek silpnėja, o tai rodo, kad silpnumas plinta iš periferijos į visą euro zoną. Net Vokietija nėra apsaugota.

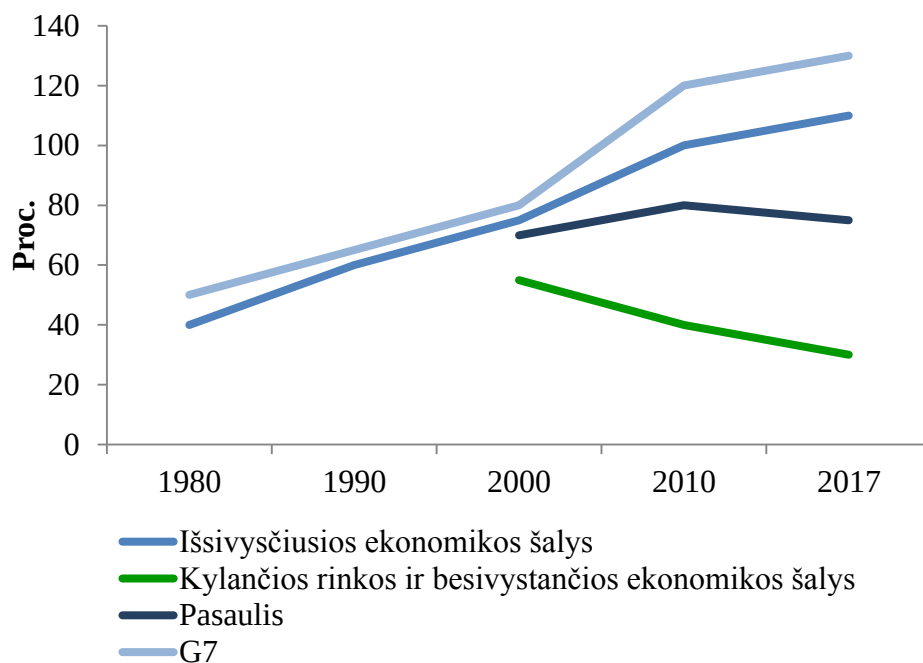
TVF analitikai teigia, kad jei kuri nors iš dviejų kritinių politikos prielaidų nebus įgyvendinta, globalios ekonomikos situacija gali labai smarkiai pablogėti. Pirmoji prielaida yra tai, kad Europos politikos formuotojai iš anksto turi imtis papildomų reguliavimo veiksmų nacionalinių ekonomikų ir euro zonos integracijos lygiu (įskaitant bendrą bankų priežiūros mechanizmą). Kaip to rezultatas, politikos patikimumas ir pasitikėjimas palaipsniui gerės, tačiau išliks finansavimo išlaidų padidėjimas ir kapitalo nutekėjimas iš periferijos į pagrindines šalis. Antra prielaida yra tai, kad JAV politikai išvengs „finansinės uolos“ ir padidins skolos ribą, kas užtikrins didelę pažangą kuriant išsamų planą, kaip atkurti fiskalinį tvarumą.

Didžiausių išsivysčiusių ekonomikų, valdžios *sektorius struktūrinis balansas* 2012 m. yra sugriežtintas iki beveik $\frac{3}{4}$ proc. BVP, ir yra maždaug toks pat kaip ir 2011 m. 2013 m. šis sugriežtinimas didės nežymiai - apie 1 proc. BVP, tačiau jos sudėtis įvairiose šalyse bus skirtinga.

Euro zonoje, kadangi daugreguliavimo priemonių jau įgyvendinta, ekonominės politikos griežtinimo tempas bus šiek tiek sumažintas. Tačiau Jungtinėse Amerikos Valstijose, biudžetoprospektyvos 2013 m. yra labai neaiškios, atsižvelgiant į didelį skaičių besibaigiančių mokesčių nuostatų, išlaidų mažinimo grėsmę ir didelį susiskaldymą politikos kontekste. Fiskalinės uolos įveikimas reikalauja daugiau kaip 4 proc. BVP sugriežtinimo, tačiau TVF prognozuoja, kad struktūrinio deficito kritimas bus tik $1\frac{1}{4}$ proc. BVP, tai yra tik šiek tiek daugiau nei 2012 m. svarbiausia to priežastis - bėgimo nuo skatinimo priemonės, pavyzdžiui, darbo užmokesčio fondų mokesčių ir karinių išlaidų sumažinimas.

Japonijoje biudžetoprospektyva taip pat neaiškios, kur dėl politinės aklavietės buvo atidėtas fiskalinių metų, kurie baigiasi 2013 m. kovo mėn., biudžeto lėšų patvirtinimas. Su žemės drebėjimais susijusios išlaidos paskatino augimą 2012 m., tačiau jis smarkiai mažės 2013 m. Kaip rezultatas, fiskalinis sugriežtinimas bus apie $\frac{1}{2}$ proc. BVP. Tačiau šis rodiklis galėtų būti daug didesnis, jei nebus greitai rastas išėjimas iš politinės aklavietės.

Kylančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalyse prognozuojama nereikšminga fiskalinė konsolidacija, po 1 proc. BVP. Šių ekonomikų valdžios sektoriaus deficitas ir toliau turėtų būti mažiau nei $1\frac{1}{2}$ proc. BVP, o *valstybių skolos lygis* sumažės iki 30 proc. BVP (žr. 2 pav.). Tačiau fiskalinės įvairiose ekonomikose yra skirtingos. Politikai šios esmės bus neutrali Rusijoje, Kinijoje, Indijoje ir Turkijoje, o Brazilijoje ir Meksikoje ji bus šiek tiek sugriežtinta.



Šaltinis: sudaryta pagal International Monetary Fund, 2012

2 pav. Valstybės skola (proc. BVP)

2012 m. *pinigų politika* pasaulyje buvo sušvelninta ir tokia išliks ateityje, bei bus reguliuojama atsižvelgiant į rinkos lūkesčius. ECB neseniai pradėjo Atvirų piniginių sandorių (OMT) programą ir išplėtė reikalavimus pateikiamam užstatui. Federalinis rezervų bankas neseniai paskelbė, kad, 40 milijardų dolerių per mėnesį tempu, pirs hipoteką užtikrintus vertybinius popierius, svarstys papildomo turto pirkimą, ir įdarbins kitas politikos priemones, kol pagerės ekonominės sąlygos. Jis taip pat išplėtė sumažintų palūkanų laikotarpį nuo 2014 m. pabaigos iki 2015 m. vidurio. Anglijos bankas išplėtė kiekybinio palengvinimo programą. Įvairios išsivysčiusios ekonomikos (Australija, Čekijos Respublika, Izraelis, Pietų Korėja) neseniai sumažino palūkanų normas arba atidėjo palūkanų normų didinimą. Japonijos bankas tikisi maždaug 5 proc. BVP augimo ateinančiais metais dėl savo turto pirkimo programos. Jis neseniai sušvelnino pinigų politiką ir toliau plėsdamas vyriausybės obligacijų pirkimo programą.

Šios priemonės turėtų paskatinti bankų skolinimą, pagerinti bankų valdomo turto kokybę ir palengvinti prieigą prie didmeninių kreditų. Kylandčios rinkos ir besivystančios šalys pradėjo įvairias pinigų politikos sušvelninimo priemones, siekdamos sušvelninti infliaciją.

Apskritai, realiosios *palūkanų normos* daugelyje besiformuojančių rinkų ir besivystančių ekonomikų vis dar santykinai yra mažos ir kreditų augimas yra didelis. Dėl šių priežasčių, dauguma centrinių bankų pasirinko laikytis pastovumo.

Pasaulio ekonomikos aktyvumo sulėtėjimas sumažino *infliaciją* daugelyje išsivysčiusių ekonomikų. Išsivysčiusiose šalyse, mažesnės žaliavų kainos sumažino infliaciją iki maždaug 1½ procento 2012 m. liepos mėn. nuo daugiau nei 3 proc. 2011 metų pabaigoje. Grynoji infliacija išliko pastovi - maždaug 1½ proc. Besiformuojančios rinkos ir besiplėtojančios ekonomikos šalyse 2012 m. antrąjį ketvirtį infliaciją sumažėjo beveik 2 procentiniais punktais, iki šiek tiek mažiau nei 5,5 proc. Grynoji infliacija taip pat sumažėjo, nors ir mažesniu mastu.

Prognozuojama, kad išsivysčiusiose šalyse 2013 m. infliacija ir toliau mažės iki maždaug 1¾ proc. ; besiformuojančios rinkos ir besiplėtojančios ekonomikos šalyse prognozuojamas nežymus infliacijos svyravimas. Šios infliacijos prognozės nepakeis žaliavų kainos, tačiau smarkiai kylančios maisto produktų kainos keliavis didesnę susirūpinimą. Tačiau kainų augimas neapims visų pagrindinių maisto pramonės šakų, skirtingai nei 2007 - 2008 metais. Pinigų politika neturėtų reaguoti į infliaciją, sukeltą maisto kainų didėjimą, išskyrus atvejus, kai yra didelis antrinio poveikio darbo užmokesčiui pavojus. Vyriausybėms gali tekti taikyti tikslines socialinės apsaugos priemones ar įgyvendinti kitas mokestines priemones (pavyzdžiui, sumažinti mokesčius maisto produktams), jei tam yra fiskalinės galimybės. Be to, šalys turėtų vengti bet kokių eksporto apribojimų, kurie gali sustiprinti kainų didėjimą ir tiekimo sutrikimus. Ilguoju laikotarpiu, būtinos platesnės politikos reformos, siekiant sumažinti pasaulinį maisto kainų svyravimą.

Nedarbas greičiausiai liks padidėjęs daugelyje pasaulio šalių. Daugelyje išsivysčiusių ekonomikų, likvidumo injekcijos daro teigiamą poveikį finansiniam stabilumui ir gamybos apimtims, bei užimtumui, bet šis poveikis palaipsniui mažėja. Daugelyje šalių reikia imtis aktyvesnių veiksmų, siekiant padėti ilgalaikiams bedarbiams. Užimtumo rodikliai ir nedarbas rodo didėjantį ir plataus masto ekonomikos vangumą 2012 m. pirmą pusmetį, be reikšmingų pokyčių artimiausioje ateityje. Nepaisant reikšmingų skirtumų tarp išsivysčiusių ir kylančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalių, prognozuojama, kad visame pasaulyje nedarbo lygis išliks vienodas ir 2012-2013 metais bus netoli 6 ¼ proc.

Prognozuojama, kad pagrindinių išsivysčiusių **ekonomikų atsigavimas** bus silpnas, o daugelyje besiformuojančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalių augimas išliks gana didelis. Prognozuojama, kad 2012 m. antrojo pusmečio Euro zonos realusis BVP sumažės beveik ¾ proc. Dėl sumažintų fiskalinių apribojimų ir vidaus rėmimo politikos euro zonos mastu, toliau tobulinant finansines sąlygas, numatoma, kad realusis BVP 2013 m. pirmą pusmetį išliks pastovus ir padidės maždaug 1 proc. antroje pusėje. Tikimasi, mažo, bet teigiamo pagrindinių euro zonos ekonomikų augimo 2012 – 2013 m. O dauguma periferijos ekonomikų 2012 m. gali patirti ženklų susitraukimą dėl griežtos fiskalinės politikos ir finansinių sąlygų, ir pradėti atsigauti tik 2013 m. Jungtinėse Amerikos Valstijose 2012 m. antroje pusėje realus BVP išaugs maždaug 1 ½ procentų, o 2013 m. padidės 2 ¾ proc. Mažos namų ūkių pajamos ir mažas pasitikėjimas, bei santykinai griežtos finansinės sąlygos ir toliau vykdoma fiskalinė konsolidacija, stabdys spartesnį augimą. Japonijoje, augimo tempas pastebimai sumažės kaip bus baigti atstatymo po žemės drebėjimo darbai. Prognozuojama, kad realusis BVP 2012 m. antroje pusėje sustings ir augs maždaug 1 proc. pirmą 2013 m. pusmetį. Vėliau tikimasi, kad augimas dar paspartės.

Augimo pagrindai tebėra stiprūs daugelyje šalių, kurios nepatyrė finansinės krizės, ypač daugelyje besiformuojančios rinkos ir besivystančios ekonomikos šalių. Šių šalių ekonomikoje, aukštas užimtumo lygis ir didelis suvartojimas turėtų ir toliau skatinti paklausą, o kartu stiprėjant makroekonominėi politikai, remti investicijas ir ekonominį augimą. Tačiau prognozuojama, kad augimo tempai negrįš į prieš krizinius lygius. Besivystančiose Azijos šalyse prognozuojama, kad realusis BVP augs iki 7 ¼ proc. tempu 2012 m. antroje pusėje. Pagrindinis to veiksnys bus Kinija, kur ekonomikos augimo paskatinimo tikimasi pagreitinus viešosios infrastruktūros projektų patvirtinimą. Indijos perspektyvos yra neįprastai miglotos: 2012 m., esant silpnam augimui ir tolesniam investicijų sulėtėjimui, numatomas 5 proc. realiojo BVP augimas, tačiau išorinių sąlygų pagerėjimas ir pasitikėjimo augimas padidins realiojo BVP augimą 2013 m iki 6 proc.

Lotynų Amerikoje, realusis BVP augs apie 3 ¼ proc. 2012 m. antroje pusėje ir tikimasi paspartės iki 4 ¾ proc. 2013 m. antroje pusėje. Planuojamas augimo spartėjimas Brazilijoje yra

stiprus dėl tikslinių fiskalinių priemonių, kuriomis siekiama padidinti paklausą, ir pinigų politikos švelninimo.

Prognozuojamas ekonomikos augimo tempas kitose ekonomikose nėra toks pastebimas. Vidurio ir Rytų Europos (VRE) ekonomikose tikimasi, kad nuo krizės nukentėjusių ekonomikų finansinės padėties gerinimas, šiek tiek didesnė euro zonos šalių paklausa ir staigių kilimų ir nuosmukių ciklo pabaiga Turkijoje, padidins augimą iki 4 proc. 2013 m. Prognozuojama, kad augimas viršys 5 proc. Afrikoje į pietus nuo Sacharos ir viršys 4 proc. Nepriklausomų valstybių sandraugos šalyse. Abiejuose regionuose ekonomikos augimą skatina vis dar aukštos pagrindinių produktų kainos. Artimuosiuose Rytuose ir Šiaurės Afrikoje (MENA), nuolatinis neužtikrintumas, susijęs su politiniu ir ekonominiu pereinamuoju laikotarpiu po „Arabų pavasario“, stabdantis naftos importuotojų veiklą, tikėtina 2012 m. sumažins realiojo BVP augimą iki maždaug 1 ¼ proc. Tačiau šis augimas atsigaus 2013 m.

Didėjanti besiformuojančios ekonomikos šalių svarba. Besiformuojančios rinkos ekonomikos šalių demografinė ir ekonominė svarba nepaprastai greitai didėja tiek mikroekonominio, tiek makroekonominio atžvilgiu. Šiose šalyse ne tik didelis gyventojų skaičius, bet jos tampa vis svarbesnės ekonomiškai, jų pasaulinės produkcijos dalis, pastaruoju metu sudaro daugiau kaip 30 proc., o BVP jau sudaro daugiau nei 45 proc. pasaulio BVP. Remiantis TVF Pasaulio ekonomikos apžvalgos duomenimis, 2013 m. ši dalis viršys 50 proc. . Nors šios ekonomikos jau yra didelės, jos ir toliau sparčiai auga. Besiformuojančių ekonomikų atsparumas ekonominiams ir finansiniams neramumams yra palankūs pasaulio ekonomikai. Forbes duomenimis, iš 25 rinkos vertės atžvilgiu didžiausių pasaulio įmonių septynios yra iš besiformuojančios ekonomikos šalių (http://www.forbes.com/lists/2008/18/biz_2000global08_The-Global-2000_Rank.html). Besiformuojančios ekonomikos šalių situacija atrodo daug žadanti. Atsižvelgiant į kapitalo kaupimo ir produktyvumo demografinės tendencijas, ekonomikos augimo perspektyvos rodo, kad šioms šalims teks dar didesnis vaidmuo pasaulio ekonomikoje.

Globalios ekonomikos analizė atskleidė, kad šiuo metu investuotojai, vertindami akcijų investicinį patrauklumą, turėtų atkreipti dėmesį į besivystančios ekonomikos šalių įmones. Nors bendros ekonomikos augimo perspektyvos yra gana neaiškos, tačiau besiformuojančios ekonomikos šalims prognozuojamas greitesnis atsigavimas ir tolimesnė plėtra, o kai ekonomika auga, dauguma pramonės grupių ir įmonių taip pat plečiasi ir auga. Kadangi šios globalios ekonomikos dalies įmonės dažniausiai yra ir nepakankamai įvertintos, jos turėtų sulaukti dar didesnio investuotojo susidomėjimo, dėl potencialiai didesnės investicijų grąžos. Lietuvos, Latvijos ir Lenkijos ekonomikos priskiriamos būtent šiam itin perspektyviam globalios ekonomikos segmentui. Lietuvos investuotojai, atsižvelgiant į asmeninę patirtį, kuri šiose ekonomikos tikėtina

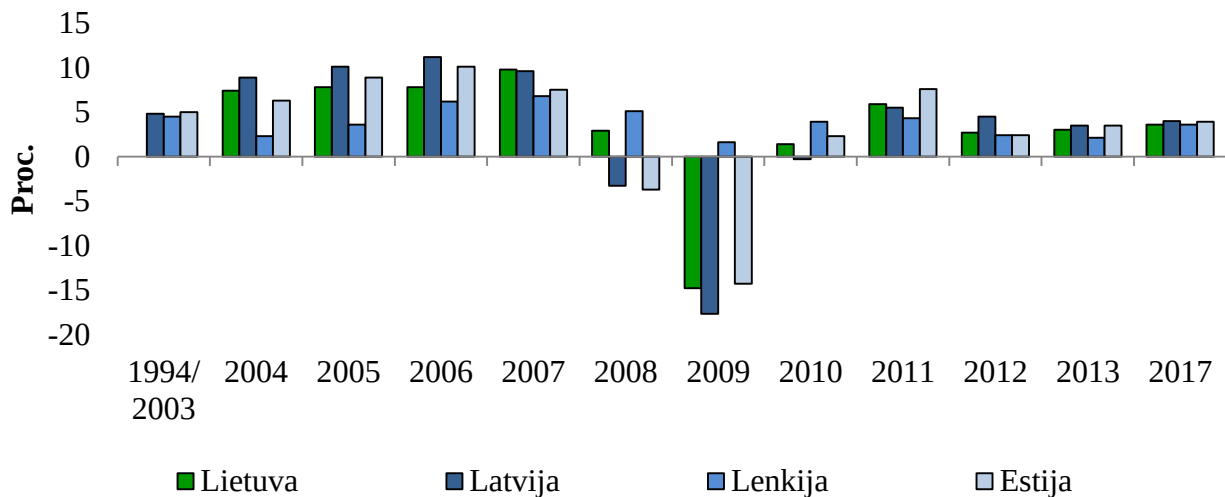
yra didžiausia (palyginus su kitomis pasaulio ekonomikomis), investavimui turėtų rinktis šias perspektyvias ekonomikas, kartui nepamirštant ir prie išsivysčiusios ekonomikos šalių priskiriamos Estijos. Taigi toliau, siekiant pasirinkti perspektyviausią šalį, atliekama konkreti palyginamoji šių 4 ekonomikų analizė.

Vietos ekonomikos analizė. Analizuojant vietos ekonomiką, nagrinėjama konkreti šalis ar regionas, kadangi Lietuva yra nedidelė šalis ir investicinis pasirinkimas nėra didelis, o be to įvertinant kaimyninių šalių ekonomikų sąsajas, paraleliai analizuojamos Lietuvos, Latvijos, Lenkijos ir Estijos ekonomikos. Dažnai dėl valiutų kursų svyravimų, užimtumo, vyriausybės skatinamųjų priemonių ir mokesčių politikos, tam tikrų šalių ekonomikos funkcionuoja geriau nei kitų šalių, taigi atlikta analize siekta išsiaiškinti, kurios iš nagrinėjamų šalių, ekonomika funkcionuoja geriausiai.

Ekonomikos ciklas. Investuotojams svarbu nustatyti, kurioje ekonomikos ciklo stadijoje yra konkreti šalis, nes siekiant maksimalios investicijų grąžos, investuoti reikia ekonomikos krizės arba sąstingio pabaigoje, prieš prasidedant ekonomikos atsigavimui, kadangi tokiu ekonomikos ciklo metu investiciniai instrumentai yra pigiausi. O ekonomikos piko metu, kai kompanijų pelningumas nuolatos auga, nors investicijos į akcijas atrodo patrauklios, reikia jas parduoti, nes kai kompanijos uždirba pelnus, padidėja jų akcijų paklausa ir atitinkamai kaina.

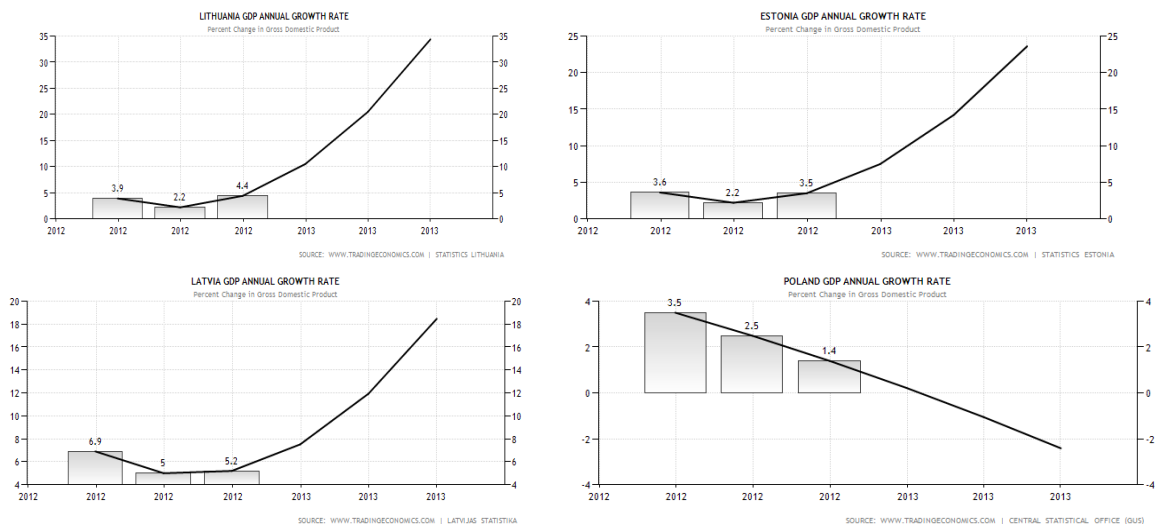
Ekonomikos ciklo nustatymas, ne tik padeda nustatyti investavimo laikotarpį, bet ir padeda išsirinkti konkrečias, patraukliausias investicijoms, ūkio šakas. Įmonės, kurios gamina kasdienio naudojimo prekes, ekonominių ciklų svyravimai veikia mažiau, ir atvirkščiai, įmonės gaminančios ilgesnio vartojimo prekes, yra daugiau pažeidžiamos. Tačiau šios įmonės ir daugiausiai laimi ekonomikos pakilime ir pike. Taigi tikinti ekonomikos nuosmukio, palankiau investuoti į kasdienio vartojimo prekes gaminančias įmones, o ekonominio nuosmukio metu, tikintis ekonomikos atsigavimo, palankiau investuoti į ilgesnio vartojimo prekes gaminančias įmones, tokiu būdu užsitikrinant didesnę investicijų grąžą.

Korotayev ir Tsirel (2010) teigimu, ekonominis ciklas dažniausiai matuojamas bendrojo vidaus produktu (toliau – BVP), kuris yra pats patikimiausias ekonomikos būsenos rodiklis. Svarbu pažymėti, kad daugiau atsižvelgiama ne į patį BVP, o į jo augimo tempus ekonominio ciklo pakilime. Lietuvos, Latvijos, Estijos ir Lenkijos BVP kaita 1994 – 2017 m. pagrindžia šiuos teiginius (žr. 3 pav.): 2007 m. BVP augimas šalyse pradėjo mažėti, o 2009 m. didžiojoje dalyje nagrinėjamų šalių tapo neigiamas. Lenkijos ekonomika – vienintelė iš visų ES šalių nepatyrė recesijos: taigi ir jos BVP pokytis nebuvo toks drastiškas. Nagrinėjamų šalių BVP rodikliai ir prognozės paremtos TVF Pasaulio ekonomikos ataskaitos (2012, p. 191, 194) duomenimis.



3 pav. **Realusis BVP, metinis pokytis, proc.**

Korotayev ir Tsirel (2010) teigimu BVP kritimas 6 mėnesius laikomas ekonomikos krizės pradžia, o priešingai, greitas BVP augimas laikomas ekonomikos bumo. Taigi nagrinėti vien metinius BVP duomenis yra netikslu. Sekančiame paveiksle (žr. 4 pav.) pateikiami 2012 m. ketvirtiniai BVP augimo rodikliai bei artimiausio laikotarpio prognozės. Apibendrinant pateiktas diagramas, matyti, kad Lietuvos ir Estijos BVP augimas 2012 m. buvo sparčiausias, o be to šioms šalims prognozuojamas ir didžiausias augimas ateityje. Prognozuojamas Latvijos BVP augimas, atsižvelgiant į esamus duomenis, nėra toks optimistinis, o Lenkijoje netgi prognozuojamas tolesnis jo kritimas net iki neigiamo lygmens.



Šaltinis: <http://www.tradingeconomics.com/poland/gdp-growth>

4 pav. **Lietuvos, Latvijos, Estijos ir Lenkijos BVP pokytis (proc.) 2012 m. ir artimiausios prognozės**

2012 m. metų trečiąją ketvirtį (palyginti su prieš tai buvusiu ketvirčiu) Estijos bendrasis vidaus produktas (BVP) išaugo 3,50 proc. Istoriškai susiklostė, kad nuo 1996 iki 2012 m. Estijos BVP metinis augimo tempas vidutiniškai buvo apie 5,09 proc. šis rodiklis visų laikų rekordą (13,10 proc.) pasiekė 1997 m. gruodžio mėn., o rekordiškai žemai (-14,3 proc.) krito 2009 m. birželio

mėn. Estija yra viena iš didžiausių BVP vienam gyventojui turinčių šalių Vidurio Europoje ir Baltijos regione. Tokius aukštus augimo tempus pastaraisiais metais lėmė tiesioginėms užsienio investicijoms, medienos, tekstilės, kompiuterių, elektronikos ir automobilių pramonė. Estijos ekonomiką taip pat sustiprino Rusijos naftos pramonė, kuri dažnai naudoja šalies uostus.

Per tą patį 2012 m. laikotarpį Latvijos bendrasis vidaus produktas (BVP) išaugo 5,30 proc. nuo 1996 iki 2012 m. Latvijos BVP metinis augimo tempas vidutiniškai buvo apie 4,7 proc. ir visų laikų rekordą (13,9 proc.) pasiekė 1996 kovo mėn., o rekordiškai žemai iki (-17,7 proc.) nukrito 2009 m. rugsėjo mėn. Latvija, kaip ir Estija, taip pat yra viena iš šalių Europoje, kurioje 2012 m. užfiksuotas didžiausias BVP augimo tempas, kurį daugiausia lėmė vartojimo ir kreditų plėtra. Pagrindinės pramonės šakos yra: sintetinių pluoštų, žemės ūkio technika, trąšos, radijo, elektronikos, farmacijos, perdirbtų maisto produktų, tekstilės ir medienos. Lengvosios pramonės atkūrimas ir Rygos kaip regioninio Baltijos jūros regiono finansų ir prekybos centro atsiradimas, kartu su naryste Europos Sąjungoje, gali būti svarbiausi veiksniai ateityje plečiantis šios šalies ekonomikai.

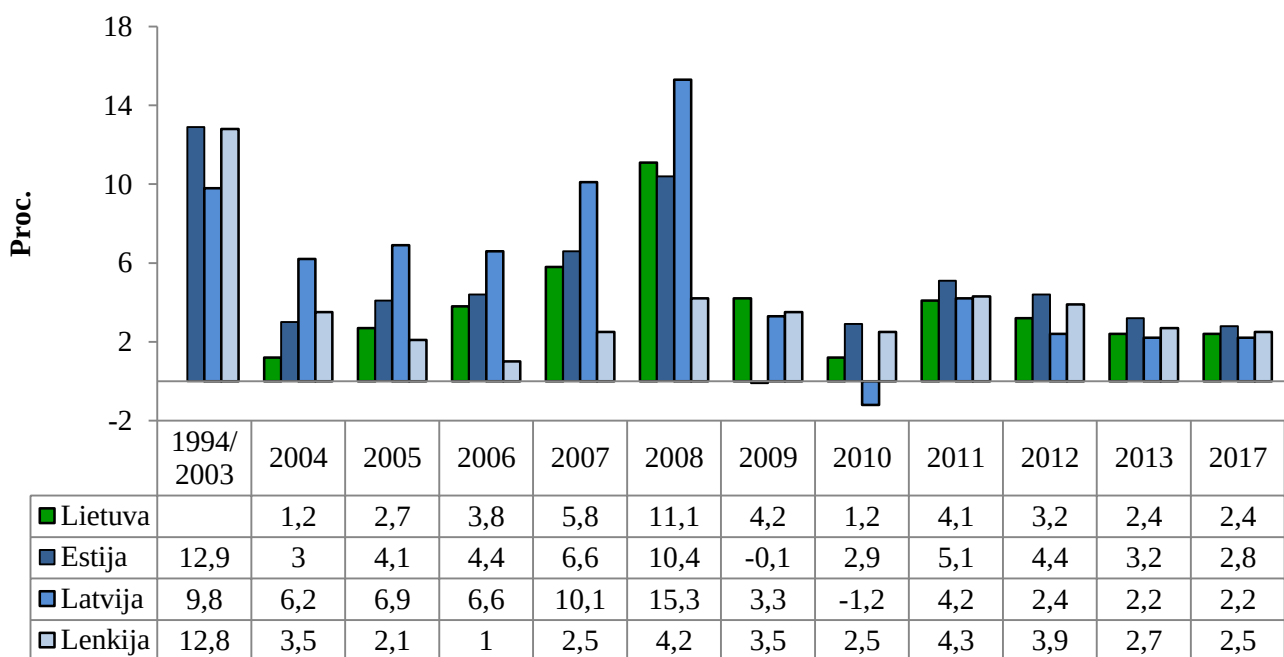
Per trečiąją 2012 m. ketvirtį Lietuvos bendrasis vidaus produktas (BVP) išaugo 4,40 proc. Nuo 1996 iki 2012 m. Lietuvos BVP metinis augimo tempas vidutiniškai siekė 4,6 proc., ir pasiekė visų laikų rekordą (11,6 proc.) 2003 gruodžio mėn., o rekordiškai žemai krito (-14,8 proc.) 2009 m. birželio mėn. Lietuva buvo viena iš sparčiausiai augančių Europos Sąjungos ekonomikų prieš pasaulinę finansų krizę. Lietuvos paslaugų sektorius sudaro didžiausią BVP dalį su sparčiausiai augančių informacinių ir ryšių technologijų. Be to, pastaraisiais metais Lietuva perėjo prie žiniomis grįstos ekonomikos: daug bendrovių gamina sudėtingus biotechnologijų produktus, pavyzdžiui, farmacinės medžiagas, molekulinės diagnostikos komponentus ir lazerinę įrangą.

Per 2012 m. trečiąją ketvirtį Lenkijos bendrasis vidaus produktas (BVP) išaugo 1,40 proc. Nuo 1995 iki 2012 m. Lenkijos BVP metinis augimo tempas vidutiniškai siekė 4,5 proc. Lenkijos BVP augimas visų laikų rekordą (8,1 proc.) pasiekė 1996 m. gruodžio mėn., o rekordiškai žemai (1,6 proc.) krito 2001 m. gruodį. Lenkija nuo 1990 m. vykdė ekonomikos liberalizavimo politiką ir todėl šiandien laikoma pereinamosios ekonomikos šalių sėkmės pavyzdžiu. 2008 – 2009 m. Lenkijai pavyko išlaikyti teigiamą BVP išaugimą dėl didėjančio privataus vartojimo, įmonių investicijų šuolio ir Europos Sąjungos fondų įplaukų. Nuo 2004 metų, narystė ES ir prieiga prie ES struktūrinių fondų suteikė didžiulį postūmį šalies ekonomikai. Tačiau šios šalies ateities perspektyvos nėra tokios optimistinės kaip kitų nagrinėjamų valstybių. Manoma, kad tai sąlygoja neaiškos ES paramos teikimo perspektyvos ir tai, kad Lenkija neturi tokių išskirtinių bruožų kaip minėta apžvelgiant Estijos, Latvijos ir Lietuvos ekonomikas.

Infliacija turi didelę įtaką investuotojų sprendimui, kurios šalies įmonės pasirinkti, nes infliacija mažina perkamąją galią, o tuo pačiu ir įmonių produkcijos paklausą, bei jų veiklos

pelningumą, kuris atitinkamai veikia akcijų paklausą ir kainas. Jeigu šalyje infliacija yra didelė, tuomet šalies įmonių eksportuojama produkcija, kitų šalių atžvilgiu, bus brangi ir nekonkurencinga, o importuojamos prekės atrodys sąlyginai pigios, kas dar labiau sumažins vidinę paklausą. Infliacijai išmatuoti naudojamas vartotojų kainų indeksas (VKI). Tai yra pagrindinis vartotojų infliacijos rodiklis, rodantis vartojimo prekių ir paslaugų, kurias įsigyja, už kurias sumoka ir kurias namų ūkiai naudoja tiesiogiai patenkinti vartojimo poreikius, vidutinį kainų lygio pokytį per tam tikrą laikotarpį. Vartotojų kainų indeksas neapima prekių ir paslaugų, skirtų gamybai, pelno gavimui, kapitalo formavimui.

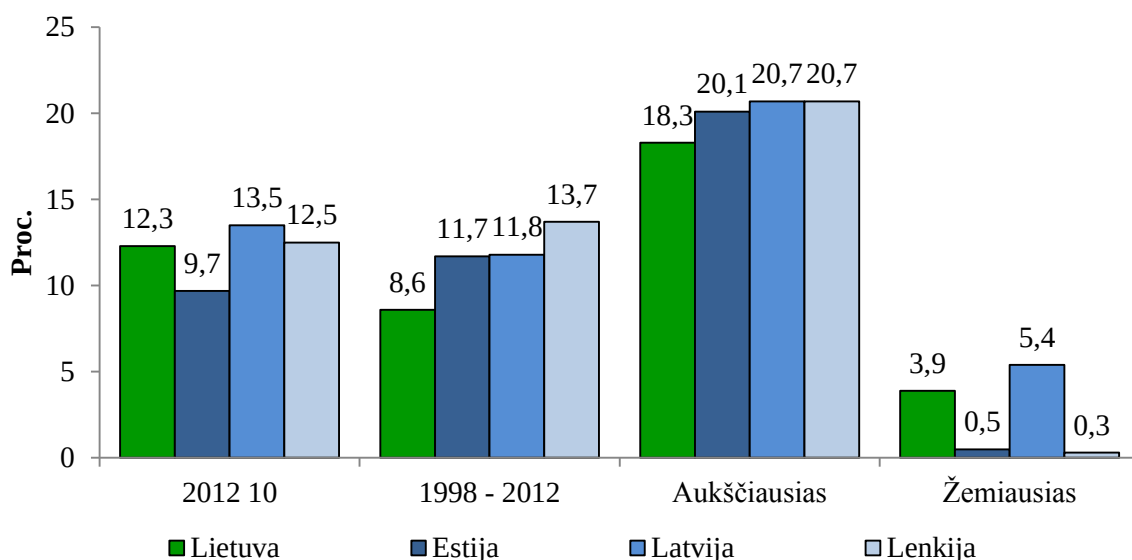
Globalios ekonomikos analizė atskleidė, kad pasaulio ekonomikos sulėtėjimas sumažino infliaciją (iki 1,5 proc.) daugelyje išsivysčiusių ekonomikų. Kylančios rinkos ir besiplėtojančios ekonomikos šalyse infliacijos lygis taip pat sumažėjo beveik 2 procentiniais punktais, iki šiek tiek mažiau nei 5,5 proc. Iš paveikslė pateiktos informacijos matyti, kad nagrinėjamose šalyse infliacija ekonominio nuosmukio metu taip pat reikšmingai sumažėjo (žr. 5 pav.). Tačiau priešingai nei daugelyje išsivysčiusios ekonomikos šalių, Estijoje, nors ši šalis taip pat priskiriama šiai grupei, infliacijos lygis 2012 m. prognozuojama sieks 4,4 proc., t. y. daugiau nei besivystančioms šalims priskiriamose Lietuvoje, Latvijoje ir Lenkijoje. Tačiau remiantis TVF prognozėmis 2013 m. infliacijos lygis visose keturiose nagrinėjamose šalyse turėtų susilyginti ir pasiekti 2 – 3 proc. lygį. Taigi vertinant iš infliacijos veiksnio perspektyvos, visos keturios šalys turi vienodą investicinį patrauklumą.



5 pav. Vartotojų kainų indeksas, proc.

Didelis užimtumas būtinas norint užtikrinti gerą nacionalinių įplaukų didėjimą ir ekonomikos plėtrą. Nedarbo lygis Lietuvoje 2012 m. trečiąjį ketvirtį sumažėjo iki 12,30 proc. Nedarbo lygis Istoriskai susiklostė, kad nuo 1998 iki 2012 m., Lietuvoje nedarbo lygis siekė 11,7 proc., o visų

laikų rekordą (18,3 proc.) pasiekė 2010 m. birželio mėn., ir rekordiškai žemai (3,9 proc.) buvo nukritęs 2007 m. rugsėjo mėn. Estijoje nedarbo lygis 2012 m. trečiąjį ketvirtį sumažėjo iki 9,70 proc. nuo 1989 m iki 2012 m., Estijoje nedarbo lygis vidutiniškai siekė 8,6 proc. Visų laikų rekordas (20,1 proc.) buvo pasiektas 2010 metų kovo mėn., o 1989 m. birželį jis buvo rekordiškai žemas (0,5 proc.). 2012 m. trečiąjį ketvirtį nedarbo lygis Latvijoje sumažėjo iki 13,50 proc. Nuo 2002 iki 2012 m. Latvijoje nedarbo lygis vidutiniškai siekė 11,8 proc. Aukščiausias (20,7 proc.) visų laikų nedarbas buvo 2010 m. kovo mėn. ir rekordiškai žemas (5,4 proc.) jis buvo 2007 m. gruodį. Vienintelėje Lenkijoje nedarbo lygis nagrinėjamu laikotarpiu padidėjo iki 12,50 proc. 2012 m. spalio mėn. ir prognozuojam, kad toliau augs. Nuo 1990 iki 2012 m. nedarbo lygis Lenkijoje vidutiniškai siekė 13,7 proc., aukščiausias (20,7 proc.) jis buvo 2003 m. vasario mėn. ir mažiausias (0,3 proc.) 1990 m. sausį (žr. 6 pav.).



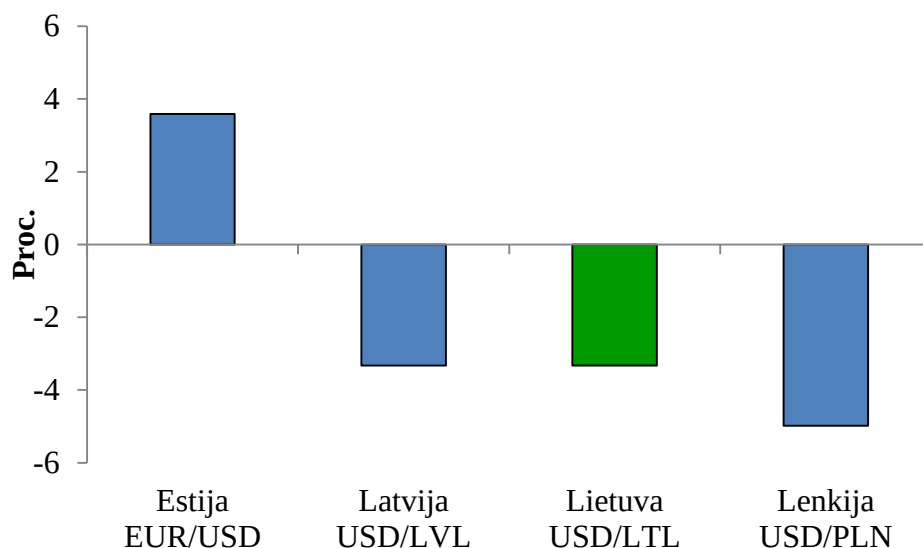
6 pav. Nedarbo lygis, proc.

Įvertinus užimtumo tendencijas visose 4 šalyse, galima teigti, kad palankiausiai vertinamos šalys yra Estija ir Lietuva, nes šių šalių nedarbo rodikliai šiuo metu yra žemiausi. Nors Lenkijos rodiklis taip pat labai artimas Lietuvos nedarbo rodikliui, tačiau svarbu atkreipti dėmesį, kad Lietuvoje tai yra mažėjantis rodiklis, o Lenkijoje augantis. Be to istoriniu požiūriu (1998 – 2012 m.) būtent Lietuvoje ir Estijoje nedarbo lygis išliko žemiausias, ir būtent šiose šalyse, aukščiausias kada nors pasiektas, nedarbo rodiklis buvo mažiausias nagrinėjamoje grupėje.

Analizuojant šalies ekonominę situaciją, taip pat svarbu įvertinti **valiutos kurso riziką**, nes valiutos devalvacijos atveju, valstybės viduje pagaminti eksportuojami produktai tampa pigesni kitose valstybėse, todėl jų paklausa išauga. Vertinant valiutos kurso riziką, nagrinėjamose šalyse, vienareikšmiškai galima teigti, kad Estija šiuo aspektu investuotojų vertinama palankiausiai, nepriklausomai nuo to, kad jos valiutos kursas dolerio atžvilgiu ir sustiprėjo, kas reiškia eksportuojamos produkcijos kainų augimą ir paklausos mažėjimą. Tačiau 2011 m. sausio 1 d.

Estijai įsivedus eurą, išaugo pasitikėjimas šia šalimi ir jos naudojama valiuta, kaip stabilia visos Europos valiuta. Euro valiutos keitimo kursas dolerio atžvilgiu pakilo 0,0456 arba 3,59 proc. per pastarąsias 30 dienų (žr. 7 pav.). Kitų trijų šalių situacija yra labai panaši, t. y. visų jų valiutos nagrinėjamu laikotarpiu dolerio atžvilgiu nuvertėjo, o tai užtikrina jų eksportuojamos produkcijos patrauklumo augimą:

- Dabartinis Lenkijos zloto valiutos kursas dolerio atžvilgiu nuvertėjo 0,1627 arba 4,98 proc. per pastarąsias 30 dienų.
- Dabartinis Latvijos lato valiutos kursas dolerio atžvilgiu nuvertėjo 0,0182 arba 3,33 proc. per pastarąsias 30 dienų.
- Dabartinis Lietuvos lito valiutos kursas dolerio atžvilgiu nuvertėjo 0,0903 arba 3,33 proc. per pastarąsias 30 dienų.

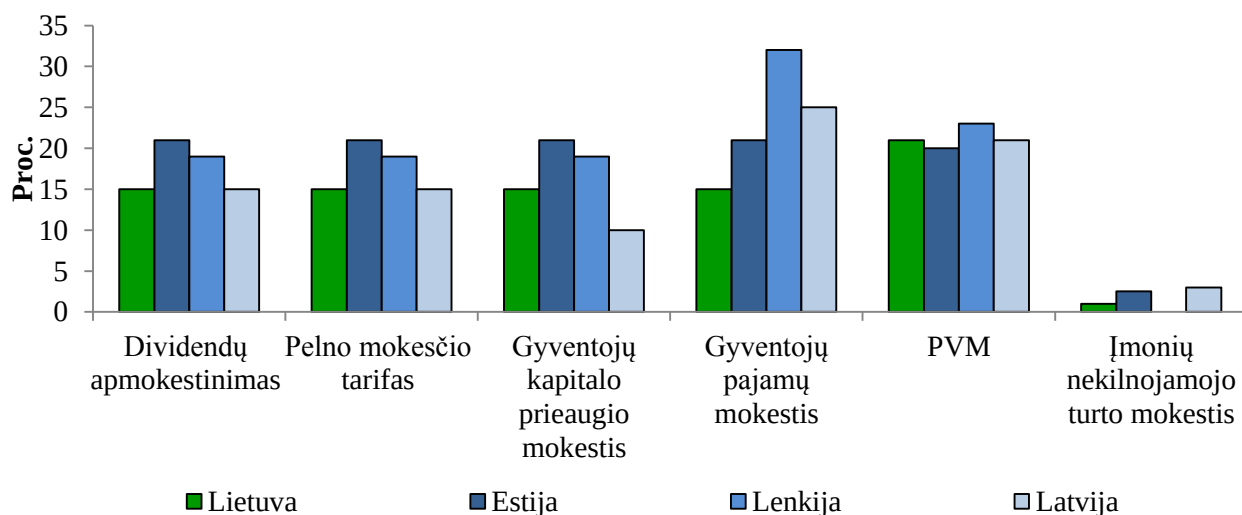


7 pav. Valiutos kurso pokytis (nuo 2013 m. kovo 1 d. iki 2013 m. balandžio 1d.) dolerio atžvilgiu

Kadangi pagrindinių ekonominių rodiklių analizė atskleidė, kad iš negrinėtų valstybių perspektyviausios investiciniu požiūriu yra Estija ir Lietuva, toliau bus nagrinėjami šių dviejų šalių infrastruktūros, politinės padėties ir kiti rodikliai.

Valstybės, kuriose **mokesčiai** yra mažesni yra labai patrauklios investuotojams, nes tokiu atveju šios šalies įmonės patiria mažesnius kaštus ir mažiau apmokestinamas pelnas, taigi įmonės dirba labai pelningai, nes mažiau reikia atiduoti valstybei. Tačiau svarbūs ne tik įmonių mokesčiai, bet ir gyventojams taikomi mokesčiai, kuo jie mažesni, tuo daugiau pinigų lieka išlaidoms, ir tai didina gyventojų perkamąją galią, skatina vartojimą, kas teigiamai veikia kompanijų pelningumą. Vertinant apibendrintus išsamios mokesčių politikos nagrinėjamose šalyse apžvalgos duomenis (žr. 3 priedą), matyti, kad bendruoju požiūriu mažiausi mokesčiai yra Lietuvoje ir Latvijoje, o didžiausi Estijoje (žr. 8 pav.).

Lietuvoje didžiausias pakeitimas mokesčių teisės aktų srityje buvo atliktas dėl gyventojų pajamų mokesčio tarifo, kuris sumažintas nuo 15 proc. iki 5 proc. pajamų savarankiškai dirbantiems asmenims. Ši norma taikoma pajamoms, kurios gaunamos iš gamybos, prekybos ir daugumos paslaugų teikimo. Latvija kaip ir kitos šalys nukentėjo nuo pasaulinės finansų krizės, todėl, buvo atlikti jos mokesčių įstatymų struktūriniai pokyčiai. Mažas pelno mokesčio tarifas (15 proc.) buvo išsaugotas, tačiau pajamos kurios anksčiau buvo atleistos nuo mokesčių (pavyzdžiui, dividendai ir palūkanų pajamos) buvo apmokestinti fizinių asmenų pajamų mokesčiu ir įvestas kapitalo prieaugio mokestis. Gyventojų pajamų mokesčio tarifas buvo padidintas, ir įvestas gyvenamosios paskirties nekilnojamojo turto mokestis. Estijos mokesčių sistema laikoma paprasta ir liberalia. Palyginti su daugeliu Europos šalių, pagrindinis skirtumas yra tas, kad turi tik vieną bendrą vienodo dydžio pajamų mokestį. Unikalus estų mokesčių sistemos privalumas yra tai, kad nėra nusidėvėjimo/amortizacijos taisyklės ir nuostolių perkėlimo ribos.



8 pav. Mokesčių politikos apžvalga

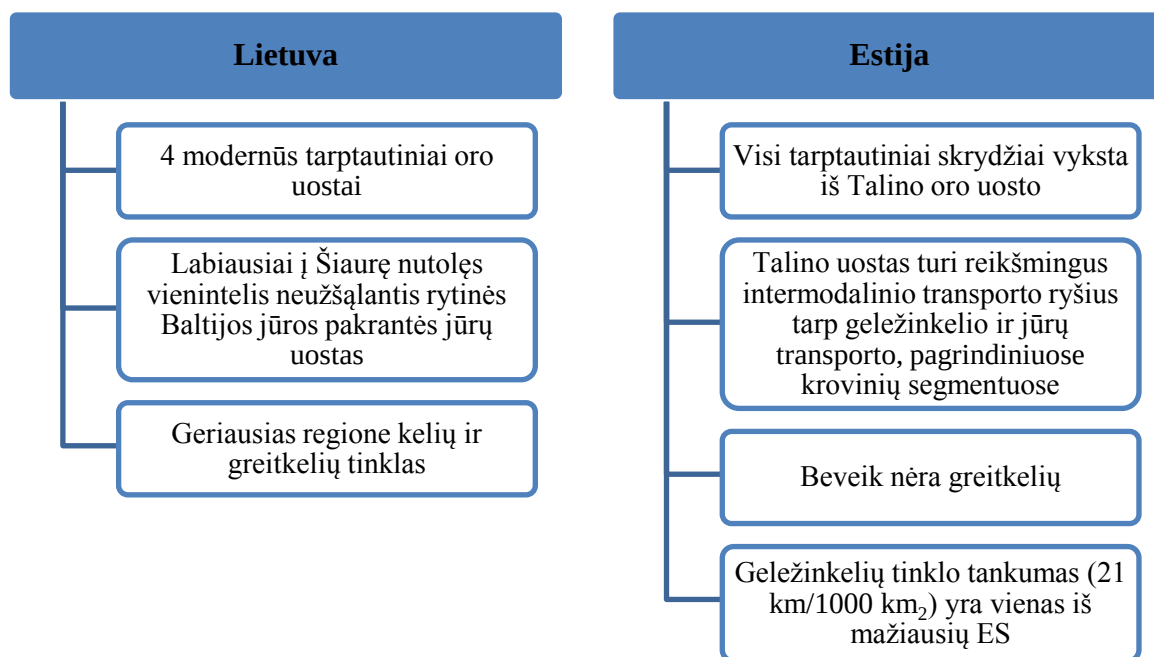
Stabili **politinė situacija** yra būtina subalansuotam ekonomikos augimui. Estijos vyriausybės prioritetai apima mokesčių mažinimą, verslo ir darbo reguliavimo sumažinimą ir išlaidų vaikų priežiūros ir švietimo paslaugoms padidinimą. Nuo ekonominės krizės pradžios 2007 m. Estijos vyriausybė vykdo rinkos reformas ir taiko mažų mokesčių modelį, kuris remia šalies augimą pastaraisiais metais. Estijos užsienio politika orientuota į Europą, visų pirma Skandinaviją ir Baltijos šalis, bet ir santykiai su JAV yra geri. Tačiau santykiai su Rusija yra sudėtingesni, nepaisant to, kad daugiau nei ketvirtadalis Estijos gyventojų priklauso Rusijos etninėms grupėms. Pastarųjų metų įvykiai - krizė Gruzijoje ir Ukrainos ginčas dėl dujų - sukėlė atnaujintą Rusijos baimę. Ekonominė ir politinė politika buvo orientuota į Vakarų Europą, nuo tada, kai Estija atgavo nepriklausomybę 1991 m. 2004 m. įstojimas į ES ir narystė NATO laikomi istoriniais lūžiais Estijoje. ES stojimo sutarties pasirašymas gali būti vertinamas kaip Estijoje veikiančios rinkos

ekonomikos patvirtinimas, teisinės atitikties su ES siekimas ir gebėjimas atlaikyti konkurencinį spaudimą ir rinkos jėgas Europos Sąjungoje. 2011 m. Estija tapo euro zonos nare.

Lietuvos geografinė padėtis lėmė ypač glaudžius ryšius su kitomis Baltijos valstybėmis, Skandinavija, taip pat Rytų ir Vakarų Europa. Rusija ir buvusios Sovietų Sąjungos respublikos taip pat vaidina svarbų vaidmenį. Tačiau, šalies santykiai su Rusija paskutiniu metu sumažėjo. Baimė dėl Rusijos invazijos labai padidėjo, dėl priklausomybės nuo Rusijos energetinių išteklių. Atsižvelgiant į 2007-2013 m. ES gaires, Lietuvoje dėmesys sutelktas į priemonių, skirtų skatinti inovacijas ir subalansuotą augimą, planavimą. Ypatingas dėmesys skiriamas, kad Europa ir jos regionai taptų patrauklesni investuotojams ir darbuotojams. Lietuva nustatė strateginius prioritetus remti ilgalaikį ekonomikos augimą, sukuriant daugiau ir geresnių darbo vietų ir skatinti socialinę sanglaudą. Šie tikslai bus įgyvendinami per tris veiklos programas: žmogiškųjų išteklių plėtros, ekonomikos augimo ir sanglaudos skatinimo. Santykiai su ES ne kartą buvo komplikuoti dėl Europos Sąjungos politikos Rusijos atžvilgiu.

Taigi tiek Estija, tiek ir Lietuva yra valdomos stabilių vyriausybių, kurios priima toliaregiškus ilgalaikę ekonomikos raidą užtikrinančius sprendimus. Šių valstybių ekonominė politika didžiausią prioritetą skiria ekonomikos skatinimui, jos liberalizavimui, sudaro palankias sąlygas verslui. Tikėtina, kad ir Latvijos bei Lenkijos politinė situacija ir ekonominė politika yra panašios būklės, tačiau, kadangi šių šalių nagrinėti atitinkami ekonominiai rodikliai atskleidė, kad jų ekonomikos šiuo metu nėra tokios patrauklios investiciniu požiūriu, šių šalių politinė situacija ir infrastruktūra nenagrinėjamos šio darbo apimtyje.

Infrastruktūra taip pat daro įtaką įmonių veiklos efektyvumui, nes pramonei, siekiant užtikrinti nepertraukiamą produkcijos gamybą, sandėliavimą, transportavimą ir pardavimą, reikalingi geri keliai, modernūs uostai, geležinkeliai, dideli oro uostai, elektros pajėgumai, vamzdynai, komunikacijos ir t. t. Neišvystyta infrastruktūra mažina kompanijos veiklos ir pelno efektyvumą. Tačiau, kadangi šis aspektas nėra toks reikšmingas, kaip šalies ekonominė ar politinė situacija, šiai sričiai skiriama mažiau dėmesio, tik įvardijant pagrindinius nagrinėjamų šalių išskirtinius bruožus (žr. 9 pav.).



9 pav. Lietuvos ir Estijos infrastruktūros bruožai

Europos Komisija įvertino Lietuvą kaip svarbų ES transporto centrą, nes du strateginiai tarptautinio susisiekimo maršrutai ir jų atšakos eina per Lietuvos teritoriją. Palyginti su kaimyniniais rytinės Baltijos jūrų uostais, Klaipėdos uostas turi plačiausią laivybos kelių tinklą, jungiantį jį su kitais jūrų uostais. Šalis priklauso žemyninio TRASECA geležinkelio tinklui, kuris leidžia lengvai pervežti krovinius iš Lietuvos į Azijos šalis, tarp jų – ir į Kiniją. Nepaisant to, kad Estijoje beveik nėra greitkelių, šalyje yra gerai išvystytas kelių tinklas, tačiau nors kelių tinklo ilgis ir jo pasiekiamumas yra tinkamas, kelių tinklo kokybė nėra gera. Estijos geležinkelių tinklo bendras ilgis yra 1026 km. Estijos geležinkelių tinklo tankumas (21 km/1000 km²) yra vienas iš mažiausių ES, o elektrifikavimas yra tik 14 proc. tinklo (Oficialūs Lietuvos interneto vartai). Apibendrinant infrastruktūros analizę, daroma išvada, kad bendruoju požiūriu Lietuvos infrastruktūra yra geriau išvystyta. Estijoje yra palyginti mažas greitkelių, bei retas geležinkelių tinklas. Esminis Estijos infrastruktūros privalumas yra didžiausias Baltijos jūros uostas Taline.

LIETUVOS, ESTIJOS, LENKIJOS IR LATVIJOS MOKESČIŲ SISTEMŲ ANALIZĖ

	Lietuva	Estija	Lenkija	Latvija
Įmonių apmokestinimas				
Dividendų apmokestinimas	Dividendai yra apmokestinami 15 proc. tarifu, išskyrus išimties atvejus, t. y. dividendai yra atleidžiami nuo pelno mokesčio, jei patronuojanti bendrovė turi ne mažiau kaip 10 proc. akcijų ne trumpiau kaip 12 mėnesių.	Paskirstymo mokestis taikomas dividendams. Nėra atskiro dividendų kaip pajamų šaltinio mokesčio.	Dividendai neapmokestinami, jei įvykdyti tam tikri reikalavimai. Jei išimtis netaikoma, dividendai apmokestinami.	Dividendai atleisti nuo mokesčio, jei jie gaunami iš vidaus ar EEE šalių dukterinių įmonių. Dividendams, gautiems iš trečiųjų šalių, taip pat netaikomas apmokestinimas, jei Latvijos gavėjas turi daugiau nei 25 proc. kapitalo ir balsavimo teisių, ir mokėtojas įsikūręs ne Juodojo sąrašo šalyje. Kitų dividendai yra apmokestinami 15 proc. tarifu.
Kapitalo prieaugis	Bendrovių kapitalo prieaugis apmokestinamas kaip bendrojo apmokestinamųjų pajamų tarifu 15 proc. .	Kapitalo prieaugis yra traktuojamas kaip įprastos įmonės pajamos, tačiau jos yra apmokestinamos tik paskirsčius pelną.	Kapitalo prieaugis yra apmokestinamas kaip įprastos pajamos taikant įprastą pelno mokesčio tarifą 19 proc. .	Kapitalo prieaugis apmokestinamas kaip bendros verslo pajamos ir apmokestinamas taikant įprastą įmonių pelno normą.
Nuostoliai	Veiklos nuostoliai gali būti perkeliama neribotą laiką, jei ūkio subjektas ir toliau vykdo veiklą.	Netaikoma	Nuostoliai - nuostoliai gali būti perkeliama 5 metus, bet tam tikrų metų atskaita negali viršyti 50 proc. patirtų nuostolių.	Nuostoliai, atsiradę 2008 m. ir vėliau, gali būti perkeliama neribotą laiką. Nuostoliai atsiradę ankstesniais metais, gali būti perkeliama metus.
	Nuostoliai, patirti dėl vertybinių popierių pardavimo gali būti perkeliama 5 metus ir gali būti išskaitomi iš vertybinių popierių pardavimo pajamų.			
Pelno mokesčio tarifas	Bendra norma yra 15 proc. . Mikroįmonėms gali būti suteikta teisė į 5 proc. lengvatinį tarifą.	21 proc. nuo bendros paskirstyto pelno sumos	Norma - 19 proc. .	Bendroji norma yra 15 proc. . Labai mažų įmonių norma yra 9 proc. metinės apyvartos.
Paskatos	Mokslinių tyrimų ir eksperimentinės plėtros išlaidos gali būti atimamos 3 kartus, apskaičiuojant pelno mokestį. Dėl investicijų išlaidų, patirtų nuo 2009 iki 2013 m., į didelius	Netaikoma	Išlaidos, patirtos įgyjant technologines žinias, tam tikrais atvejais gali sumažinti mokestinę bazę. Mažiesiems ir naujiems mokesčių mokėtojams gali būti taikomas iki 50.000 EUR nusidėvėjimo nurašymas.	Mokesčio sumažinami iki 80 proc. subjektams, esantiems tam tikroje ekonominėje zonoje ir laisvuose uostuose. Mokesčių nuolaidos suderintos su EB ir veiks iki 2017 m.

	technologinius patobulinimus, bendrovė gali sumažinti savo apmokestinamąjį pelną iki 50 proc. . Paskatos taip pat yra numatytos labai mažoms įmonėms ir laisvųjų ekonominių zonų įmonėms.			Ilgalaikių investicijų valstybės remiamose srityse mokesčio sumažinimas: 1) 25 proc. visų pradinų investicijų iki 35 mln. LVL. 2) 15 proc. sumos viršijančios 35 milijonų LVL.
Kapitalo mokestis	Netaikoma	Netaikoma	Kapitalo mokestis sudaro 0,5 proc. akcinio kapitalo nominaliosios vertės.	Netaikoma
Darbo užmokesčio fondo mokesčiai	Nėra	Nedarbo draudimo įmokos yra mokamos darbdavių ir darbuotojų nuo visų darbuotojų darbo pajamų. Darbdavio indėlis - 1,4 proc. .	Nėra	Įmonės privalo išskaičiuoti gyventojų pajamų mokestį (25 proc.) ir pervestisumą mokesčių institucijoms kiekvieną mėnesį.
Nekilnojamojo turto mokestis	Nekilnojamam turtui (su išimtimis) priklausančiam juridiniam asmeniui ilgiau nei mėnesį yra taikomos nekilnojamojo turto mokestis. Priklausomai nuo savivaldybės, mokesčio norma svyruoja nuo 0,3 proc. iki 1 proc. turto vertės.	Yra nustatytas metinis žemės mokestis remiantis nustatyta žemės verte ir mokamas žemės savininkų arba naudotojų pagal įkainius, nuo 0,1 proc. - 2,5 proc. .	Mokestis taikomas pagal vietos valdžios institucijų nustatytus įkainius, nekilnojamojo turto savininkams (žemė, pastatai ir statiniai).	Vietos institucijos imanekilnojamojo turto mokestį, kurio suma yra lygi 1,5 proc. nuokadastrinės žemės ir pastatų vertės. 3 proc. mokestis taikomas nenaudojamai žemės ūkio paskirties žemei.
Socialinė apsauga	Be to, kad iš darbuotojų atskaičiuojamos 3 proc. pensijų socialinio draudimo ir 6 proc. sveikatos draudimo įmokos, darbdavys turi prisidėti prie socialinio draudimo tarp 30,98 proc. ir 32,6 proc. darbuotojo bruto darbo užmokesčio, priklausomai nuo rizikos grupės.	Socialinio ir sveikatos draudimo norma darbdavio mokama pinigais ir natūra (papildomos lengvatos) yra 33 proc. darbuotojo atlyginimo.	Darbdaviai ir darbuotojai privalo mokėti socialinio draudimo įmokas, maždaug 30 proc. - 35 proc. darbuotojo darbo užmokesčio.	darbdaviai moka socialines draudimo įmokas, kurių bendroji norma 35,09 proc. darbuotojo atlyginimo (24,09 proc. darbdavio dalis ir 11 proc. nuo darbuotojo atlyginimo).
Žyminis mokestis	Nėra, nors notarai gali imti mokestį už tam tikrus sandorius.	Gali būti taikomas nereikšmingų sumų žyminis mokestis.	Žyminis mokestis yra mokamas, pavyzdžiui, pildant įgaliojimą ir kai institucijos (centrinės ar vietos), pavyzdžiui, prašo suteikti leidimą, irt. t. Taikomi tarifai arba fiksuoti dydžiai išdėstyti žyminio mokesčio įstatyme.	Žyminis mokestis yra taikomas juridinio asmens nekilnojamojo turto registravimui. Norma yra 2 proc. didesnei nei 30. 000 LVL pardavimo kainai arba kadastrinei vertei.
Perleidimo mokestis	Nėra	Nėra	1 proc. - 2 proc. tam tikroms sandorių rūšims (pvz., teisių, paskolos pardavimas,	Nėra

			mainai), kurioms paprastai nėra taikomas PVM. Kaip taisyklė, sandoriams atleistiems nuo PVM netaikomas perleidimo mokestis (išskyrus nekilnojamąjį turtą ir akcijas).	
Kiti mokesčiai	Darbdavys turi prisidėti 0,2 proc. nuo darbuotojų bruto darbo užmokesčio į Garantinį fondą	Akcizai apima kurą, automobilių pramonę, pakavimą, alkoholį, tabaką ir elektrą.	Kiti - Laivybos įmonės galimas rinkti mokėtojų mokestis, tam tikrų rūšių pajamoms.	Nėra
Baudos	Gali būti nustatytos sankcijos, kurių vertė lygi 10 proc. - 50 proc. mokestinės prievolės, priklausomai nuo pažeidimo tipo, mokesčių mokėtojo bendradarbiavimo sumokesčių institucijomis ir kitų aplinkybių.		Tam tikrais atvejais, juridiniams asmenims gali būti taikomos sankcijos už mokestinių reikalavimų nevykdymą.	Baudos gali būti imamos nuo 50 proc. - 300 proc. mokesčio sumos.
	Už pavėluotą mokesčių mokėjimą, taikomi 0,03 proc. delspinigiai už dieną.	Baudos taikomos pavėluotiems mokesčių mokėjimams - 0,06 proc. per dieną		Nustatyta 0,05 proc. už pavėluotus mokėjimus už kiekvieną pavėluotą dieną.
Asmenų apmokestinimas:				
Kapitalo prieaugis	Asmenys yra apmokestinami 15 proc. tarifu dėl disponavimo turtu, įskaitant pelną iš akcijų.	Kapitalo prieaugis yra traktuojamas kaip įprastos pajamos.	Pelnui, gautam iš nekilnojamojo turto pardavimo per 5 metus nuo jo įsigijimo yra taikomas 19 proc. mokestis.	10 proc. mokesčių tarifas yra taikomas dividendų, palūkanų mokėjimų ir pensijų ir gyvybės draudimo fondų pajamoms.
	Pelnas iš akcijų, kurios nuolat buvo laikomos ne mažiau kaip 366 dienas, atleidžiamas nuo mokesčio, atsižvelgiant į tam tikrus reikalavimus (įskaitant pardavėjo dalyvavimą per pastaruosius 3 metus ne daugiau kaip 10 proc. akcinio kapitalo).		Naudai, gautai iš akcijų pardavimo taikomas 19 proc. mokestis.	15 proc. yra apmokestinama nauda, gautai iš turto pardavimo (pvz., nekilnojamojo turto, akcijų, ir t. t.).
	Kapitalo pelnas pardavus nekilnojamąjį turtą, įgytą iki 2011 m. sausio 1 d. yra atleistas nuo mokesčių, jeigu turtas priklauso ne mažiau kaip 3 metus iki pardavimo (išskyrus nekilnojamąjį turtą, naudojamą			

	individualioje veikloje).			
Atskaitymai ir išmokos	Taikomas metinis 5640 Lt neapmokestinamasis pajamų dydis (NPD), jei metinės pajamos neviršija 9600 litų.	Pirmasis EUR1728 per metus yra neapmokestinamas. Atskaitymai apima būsto hipotekos palūkanas, mokymosi išlaidas (įskaitant išlaikytinius), dovanas pelno nesiekiančioms asociacijoms (iki 5 proc. apmokestinamųjų pajamų) ir savanoriško pensijų draudimo įmokas (iki 15 proc. nuo apmokestinamųjų pajamų).	Atskaitymai taikomi dovanojamoms lėšoms, neįgaliųjų patiriamoms išlaidoms ir, tam tikrais atvejais, techninių žinių išlaidoms. Asmeniniai atskaitymai taip pat galimi.	Suteikiami smulkūs atskaitymai ir išmokos.
	Individualią verslo veiklą vykdytis gyventojas gali atskaityti 30 proc. metinių pajamų nepateikiant išlaidų dokumentų.			
Mokesčių tarifas	Asmenų gautos pajamos paprastai yra apmokestinamos fizinių asmenų pajamų mokesčio standartiniu dydžiu 15 proc. .	Vienoda norma yra 21 proc. .	Progresinės normos nuo 18 proc. iki 32 proc. .	25 proc. darbo užmokesčio ir verslo pajamoms. 15 proc. kapitalo prieaugio pajamoms. 10 proc. kitoms pajamoms iš kapitalo.
	Dividendų pajamos yra apmokestinamos 20 proc. gyventojų pajamų mokesčio tarifu.			
	Pajamos iš individualios veiklos yra apmokestinamos 5 proc. tarifu.			
Pridėtinės vertės mokestis:				
Tarfas	Standartinis tarifas yra 21 proc., lengvatiniai tarifai 9 proc., 5 proc. ir 0 proc. .	Standartinis PVM tarifas yra 20 proc. . 9 proc. lengvatinis tarifas taikomas, knygoms, laikraščiams, vaistams ir būstui. Nulinis mokesčio tarifas taikomas eksportui, prekių tiekimui Bendrijos viduje, tam tikrų paslaugų pardavimui užsienio asmenims, prekėms	Standartinis PVM tarifas yra 23 proc. . Taikomi lengvatiniai tarifai 5 proc. ir 8 proc. tam tikroms prekėms ir paslaugoms, o kitoms prekėms ir paslaugoms gali būti taikomas nulinis tarifas, ar neapmokestinimas.	Standartinis tarifas yra 21 proc. (2012 m. liepos 1 d. sumažintas nuo 22 proc.). Lengvatinis PVM tarifas 12 proc., taikomas tam tikroms prekėms / paslaugoms. Kai kuriems elementams yra taikomas nulinis tarifas (pvz., finansų ir draudimo paslaugos).

		tiekiams laivuose ir orlaiviuose.		
Registracija	Registracija yra privaloma Lietuvos įmonėms, kurių metinė apyvarta viršija 155. 000 Lt, bet savanoriška registracijos taip pat yra įmanoma. Apyvartos riba netaikoma užsienio įmonėms	Registracija privaloma visiems asmenims, kurių apmokestinamas tiekimas (išskyrus importą) per kalendorinius metus viršija 16. 000 EUR. Už užsienio asmens, užsiimančio verslu Estijoje, registracijos pareiga atsiranda nuo pirmos dienos.	Registracijos riba yra PLN150. 000 apyvarta per metus. Nerezidentai turi užsiregistruoti nedelsiant.	Asmenys, kurių apmokestinamoji veikla (išskyrus importą) viršija 35. 000 LVL per 12 mėnesių laikotarpį. Užsienio asmuo turi registruotis iš karto.
Mokesčių teisės šaltiniai				
Teisės aktai	Mokesčių administravimo įstatymas, Pelno mokesčio įstatymas, Gyventojų pajamų mokesčio įstatymas, Sveikatos draudimo įstatymas, Įstatymas dėl socialinio draudimo įmokų, Pridėtinės vertės mokesčio įstatymas.	Mokesčių įstatymas	Pelno Mokesčio įstatymas, Gyventojų pajamų mokesčio įstatymas, Prekių ir paslaugų mokesčio įstatymas, Žyminio mokesčio įstatymas, Paveldėjimo ir dovanos mokesčio įstatymas, Perdavimo mokesčio įstatymas, Tonažomokesčio įstatymas ir vietos mokesčių įstatymai	Pelno mokesčio įstatymas, Gyventojų pajamų mokesčio įstatymas, Pridėtinės vertės mokesčio įstatymas; Ministrų kabineto nuostatai
Apmokestinimo išvengimo sutartys	47 mokesčių sutartys.	47 mokesčių sutartys.	Lenkija yra sudariusi apie 80 mokesčių sutarčių.	51 mokesčių sutartis
Mokesčių institucijos	Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos prie Finansų ministerijos, Lietuvos Respublikos Muitinės departamentas, Valstybinio socialinio draudimo fondo valdyba prie Socialinės apsaugos ir darbo ministerijos.	Mokesčių ir muitų valdyba, Finansų ministerija	Finansų ministerija, Mokesčių rūmų direktoriai, mokesčių biurų vadovai	Valstybinė pajamų tarnyba

EKONOMINĖS VEIKLOS RŪŠIŲ KLASIFIKATORIUS

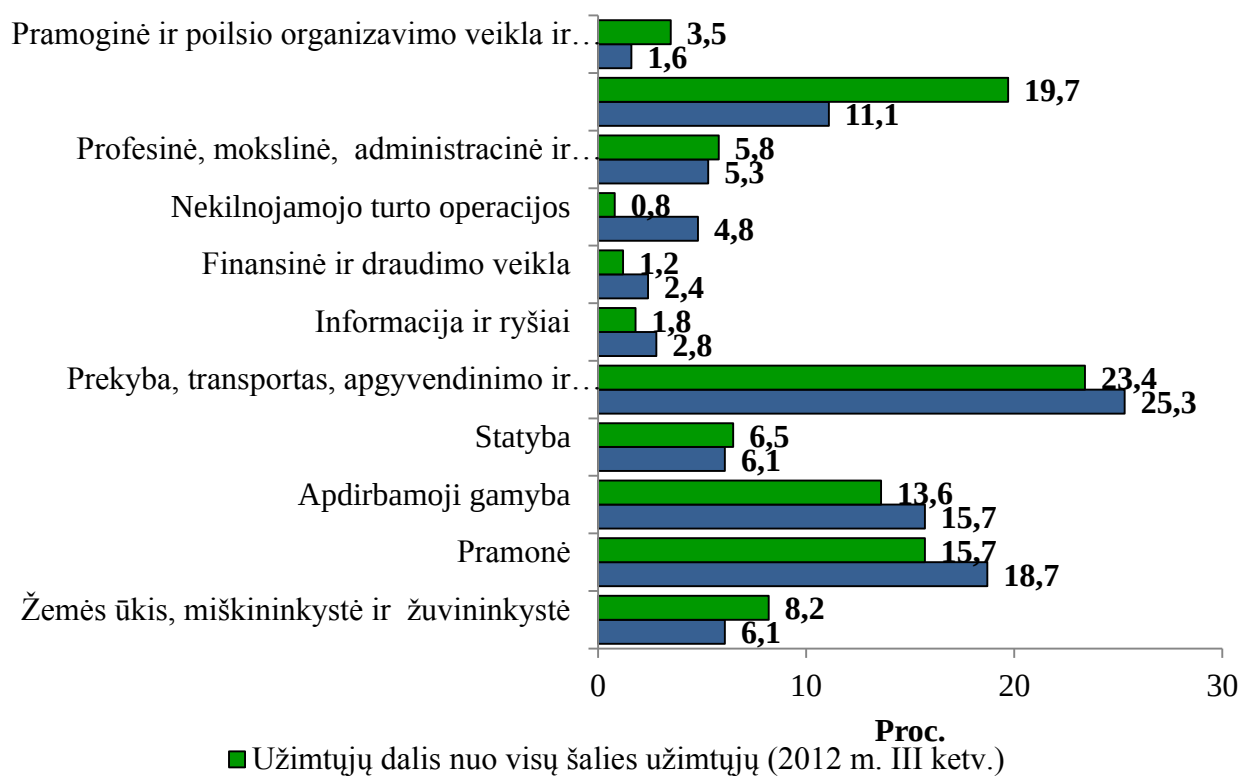
Sekcija	Pavadinimas
A	Žemės ūkis, miškininkystė ir žuvininkystė
B-D-E	Pramonė
C	Apdirbamoji gamyba
F	Statyba
G-H-I	Didmeninė ir mažmeninė prekyba; transportas; apgyvendinimo ir maitinimo paslaugų veikla
J	Informacija ir ryšiai
K	Finansinė ir draudimo veikla
L	Nekilnojamojo turto operacijos
M-N	Profesinė, mokslinė ir techninė veikla; administracinė ir aptarnavimo veikla
O-P-Q	Viešasis valdymas ir gynyba; švietimas; žmonių sveikatos priežiūra ir socialinis darbas
R -U	Meninė, pramoginė ir poilsio organizavimo veikla, namų ūkio reikmenų remontas ir kitos paslaugos

Šaltinis: sudaryta pagal Statistikos departamentas prie Lietuvos Respublikos Vyriausybės, 2012

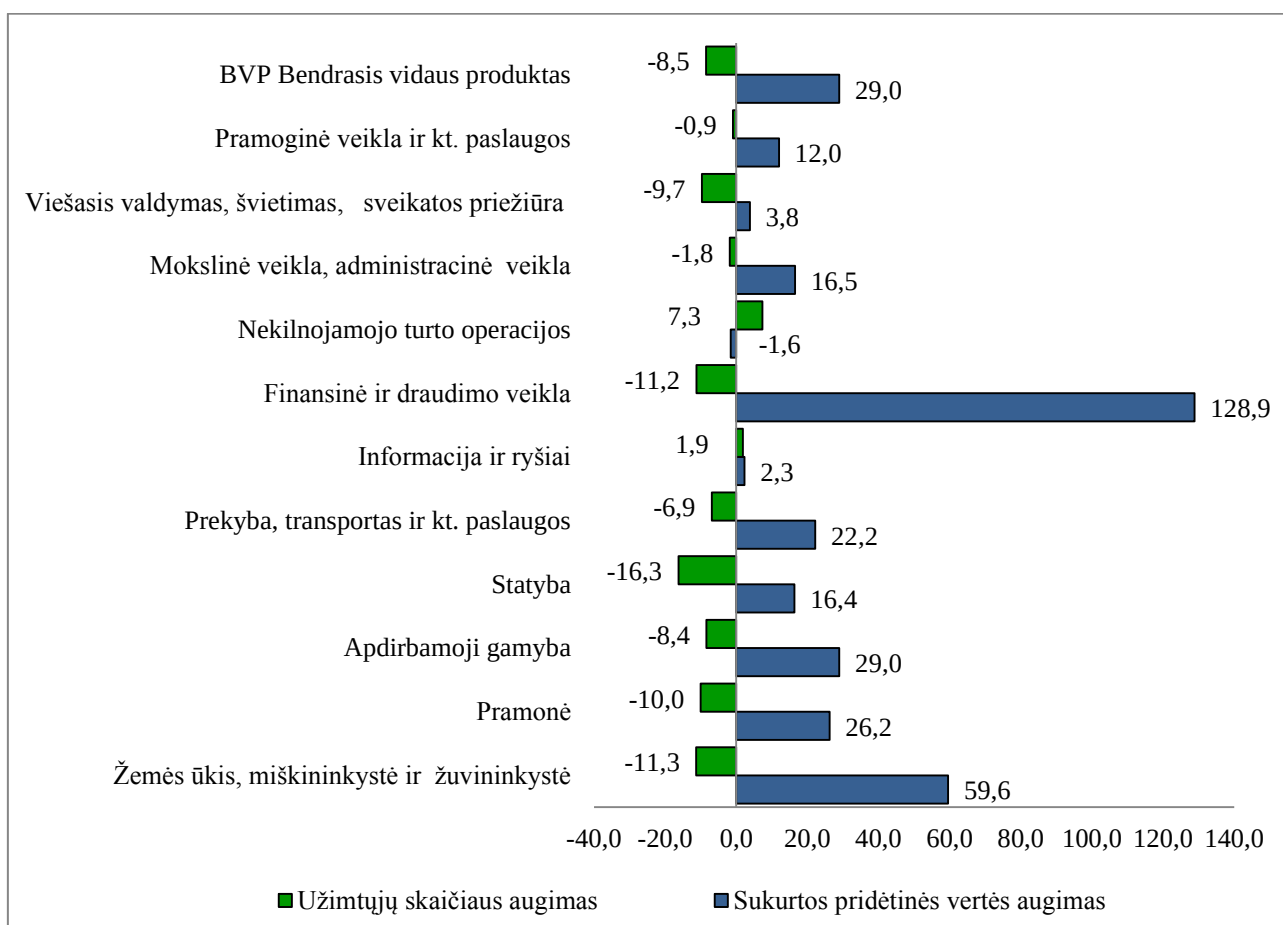
EKONOMIKOS SEKTORIŲ ANALIZĖS RODIKLIAI

Sekcija	Pavadinimas	Sukurtos pridėtinės vertės dalis nuo šalies BVP (2012 m. III ketv.)	Užimtųjų dalis nuo visų šalies užimtųjų (2012 m. III ketv.)	Sukurtos pridėtinės vertės augimas (2009-2012 m.)	Užimtųjų skaičiaus augimas(2009- 2012 m.)
A	Žemės ūkis, miškininkystė ir žuvininkystė	6,1	8,2	59,6	-11,3
B-D-E	Pramonė	18,7	15,7	26,2	-10,0
C	Apdirbamoji gamyba	15,7	13,6	29,0	-8,4
F	Statyba	6,1	6,5	16,4	-16,3
G-H-I	Didmeninė ir mažmeninė prekyba; transportas; apgyvendinimo ir maitinimo paslaugų veikla	25,3	23,4	22,2	-6,9
J	Informacija ir ryšiai	2,8	1,8	2,3	1,9
K	Finansinė ir draudimo veikla	2,4	1,2	128,9	-11,2
L	Nekilnojamojo turto operacijos	4,8	0,8	-1,6	7,3
M-N	Profesinė, mokslinė ir techninė veikla; administracinė ir aptarnavimo veikla	5,3	5,8	16,5	-1,8
O-P-Q	Viešasis valdymas ir gynyba; švietimas; žmonių sveikatos priežiūra ir socialinis darbas	11,1	19,7	3,8	-9,7
R -U	Meninė, pramoginė ir poilsio organizavimo veikla, namų ūkio reikmenų remontas ir kitos paslaugos	1,6	3,5	12,0	-0,9
	BVP Bendrasis vidaus produktas	100,0	100	29,0	-8,5

EKONOMIKOS SEKTORIAUS DYDŽIO KRITERIJAI



EKONOMIKOS SEKTORIŲ RAIDOS ETAPO KRITERIJAI



STATYBOS, ELEKTROS, DUJŲ IR VANDENS TIEKIMO, DIDMENINĖS IR MAŽMENINĖS PREKYBOS EKONOMIKOS SEKTORIŲ TRUMPA
APŽVALGA

I. STATYBOS SEKTORIUS

Nors statybos sektoriaus situacija, remiantis atlikta analize, šiuo metu vertinama neperspektyviai – sukurta pridėtinė vertė 2012 m. III ketv. Statistikos departamento duomenimis sudarė 6,1 proc. šalies BVP, tuo pačiu tai nėra labai sparčiai augantis sektorius, o užimtųjų skaičiaus mažėjimas yra vienas iš didžiausių.

Sprendžiant pagal reikšmingą išduotų statybos leidimų skaičių mažėjimą - informacinės sistemos (IS) „Infostatyba“ duomenimis 2011 m. išduoti 16791 statybos leidimai, o 2012 m. tik 8491, ir nedidėjančios paklausos lygį, artimiausioje ateityje neprognozuojamas šio sektoriaus augimas. Lietuvos statybininkų asociacijos prezidento A. Šeštakausko teigimu, 2011 m. statybos darbų apimtys buvo pradėję augti, nes gerėjantys šalies makroekonominiai rodikliai, gyventojų lūkesčiai bei kreditavimo sąlygos teigiamai veikė visą NT sektorių – didėjo paklausa, buvo pradedami nauji arba užbaigiami anksčiau sustabdyti projektai, augo statybų apimtys. Tačiau statybų sektoriaus rezultatai antrąjį 2012 metų ketvirtį vėl sumažėjo. Tokiems statybų sektoriaus rezultatams daug įtakos turi prastėjantys negyvenamųjų pastatų statybos augimo rodikliai, kurių dinamiką lemia įmonių investicijos, mažos gyvenamųjų pastatų statybos apimtys, kurias lemia vis dar sunkiai prieinamos paskolos ir nepasitikėjimas vyriausybės vykdoma politika. Gyvenamųjų namų statybos augimą riboja ir vis dar gana aukštas nedarbas, nemažėjanti emigracija ir menko darbo užmokesčio kilimas, bei niekaip neįsibėgėjantis renovacijos procesas. Statybų sektorius šalies ekonomikai yra itin svarbus dėl užimtumo dinamikos.

II. ELEKTROS, DUJŲ IR VANDENS TIEKIMO SEKTORIUS

Elektros, dujų ir vandens tiekimo sektorius apibendrintai vadinamas energetikos sektoriumi. Elektros, dujų ir vandens tiekimo sektorius priklauso ekonomikos pramonės sektoriui, kuris sudaro reikšmingą šalies ekonomikos dalį (pridėtinės vertės dalis BVP - 18,7 proc. ir kuriam prognozuojamas vienas iš didžiausių metinis sukurto pridėtinės vertės augimas: 2009 – 2012 m. laikotarpiu pramonės sektorius išaugo 26,2 proc. Šis sektorius iš kitų išsiskiria tuo, kad tai vienas iš svarbiausių valstybės strateginių sektorių, o sektoriaus svarba šalies ekonomikai ir kiti veiksniai sąlygoja tai, kad sektoriaus įmonės veikia monopolijos arba oligopolijos sąlygomis bei yra stipriai reguliuojamos. Taigi sektoriaus plėtros perspektyvos labai priklauso nuo išorinių veiksnių (valstybės politikos, Lietuvos ir Rusijos santykių ir pan.). 2009 - 2012 m. šis sektorius augo beveik vienodai su šalies ūkio augimu, o kadangi šalies ūkiu prognozuojamas augimas, tikėtina, kad ir šis sektorius toliau augs. Sektoriaus plėtrą labiausiai veikia šalies ekonominė situacija: kylant ekonomikai, kartu auga ir energetinių išteklių paklausa. Sektoriaus plėtrą ateityje taip pat stipriai įtakos ES investicinė politika.

Nors energetikos sektoriaus perspektyvos vertinamos palankiai, investavimas į komunalinių paslaugų įmones daugumai vis dar neatrodo labai patrauklus. Tačiau Teale (2010) teigimu, komunalinės įmonės žmonėms teikia pačias būtiniausias paslaugas, tokias kaip elektros energijos, dujų, vandens tiekimas, t. y., paslaugas, bet kurių šiuolaikinė visuomenė negalėtų funkcionuoti, be to jos yra natūraliosios monopolijos ir todėl turi stabilias pajamas, nepriklausomai nuo to, ar šalių ekonomikos yra stiprios, ar silpnos. Dėl šių priežasčių investicijos į komunalinių įmonių akcijas yra mažiau rizikingos.

III. DIDMENINĖS IR MAŽMENINĖS PREKYBOS SEKTORIUS

Didmeninės ir mažmeninės prekybos sektorius apima įvairių prekių didmeninę ir mažmeninę prekybą. Tai didžiausias Lietuvos ekonomikos sektorius, kuriame 2012 m. III ketv. sukurta 25,3 proc. šalies ūkio pridėtinės vertės. 2009 - 2012 m. sektoriaus sukurta pridėtinė vertė išaugo 22,2

proc. Vienas iš svarbiausių sektoriaus plėtrą lemiančių veiksnių yra stabilus šalies ekonomikos augimas, nes ekonomikos plėtros tempo sulėtėjimas neigiamai veikia paklausą, o tai stabdo prekybos sektoriaus augimą. Atsižvelgiant į Lietuvos ekonomikos plėtros prognozes ir investicijų apimtį didmeninės ir mažmeninės prekybos sektorių, galima teigti, kad Lietuvos prekybos sektorius ir toliau plėsis.

EMINENTO DARBUOTOJO PRANEŠIMAS APIE SAVO SĄSKAITA SUDARYTUS SANDORIUS DĖL EMITENTO VERTYBINIŲ POPIERIŲ

EMITENTO DARBUOTOJO PRANEŠIMAS APIE SAVO SĄSKAITA SUDARYTUS SANDORIUS DĖL EMITENTO VERTYBINIŲ POPIERIŲ

Vilnius, 2012 m. lapkričio 12 d.

Audrius Maminskas, Popieriaus departamento technikos direktorius
(pranešėjo vardas, pavardė, asmens kodas, pareigos)

AB „Grigiškės“, 110012450, Vilniaus g. 10, Grigiškės
(emitento pavadinimas, įmonės kodas, buveinės adresas)

VP pavadinimas, rūšis, klasė	VP skaičius	VP kaina (vieneto)	VP įgijimas ar perleidimas	Sandorio rūšis (pirkimas, mainai ir kt.)	Sandorio sudarymo data	Sandorio vieta (CR, TS, užbiržinis)	Atsiskaitymo forma	Asmens kategorija
AB „Grigiškės“ PVA	52.533 vnt.	0,541 EUR	įgijimas	Pirkimas	2012 11 12	TS	P pinigais	1.4

Emitento darbuotojas

Audrius Maminskas
(vardas, pavardė)

[Signature]
(parašas)

AB „GRIGIŠKĖS“ KOEFICIENTO BETA NUSTATYMAS EXCEL SKAIČIUOKLĖS DUOMENŲ APDOROJIMO ĮRANKIU DATA

ANALYSIS – REGRESSION

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,024055
R Square	0,000579
Adjusted R Square	-8,1E-05
Standard Error	3,043197
Observations	1516

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	8,118177	8,118177	0,876594	0,349286
Residual	1514	14021,22	9,261045		
Total	1515	14029,34			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95 proc.</i>	<i>Upper 95 proc.</i>	<i>Lower 95,0 proc.</i>	<i>Upper 95,0 proc.</i>
Intercept	0,033369	0,079296	0,420814	0,67395	-0,12217	0,18891	-0,12217	0,18891
X Variable 1	0,004394	0,004693	0,936266	0,349286	-0,00481	0,0136	-0,00481	0,0136

DISKONTUOTŲ PINIGŲ SRAUTŲ MODELIO EXCELL PROGRAMOJE FORMULĖS

	C	D	E	F	G	H
1						
2				Augimo norma		0,083
3				Diskonto norma		=Skolinto kapitalo dalis*2,6+Nuosavo kapitalo dalis*8
4				Amžinojo augimo norma:		0,04
5				Akcijų emisija:		60000000
6						
7	Metai	Metai	Dabartinė grynujų pinigų srautų vertė		Dabartinė skolos lygio vertė	
8	2008	1	= 'Pinigu srtautai'!\$B\$12	=E8/((1+\$H\$3)^D8)	= 'Pinigu srtautai'!\$B\$13	=G8/((1+\$H\$3)^D8)
9	2009	2	= 'Pinigu srtautai'!\$C\$12	=E9/((1+\$H\$3)^D9)	= 'Pinigu srtautai'!\$C\$13	=G9/((1+\$H\$3)^D9)
10	2010	3	= 'Pinigu srtautai'!\$D\$12	=E10/((1+\$H\$3)^D10)	= 'Pinigu srtautai'!\$D\$13	=G10/((1+\$H\$3)^D10)
11	2011	4	= 'Pinigu srtautai'!\$E\$12	=E11/((1+\$H\$3)^D11)	= 'Pinigu srtautai'!\$E\$13	=G11/((1+\$H\$3)^D11)
12	2012	5	= 'Pinigu srtautai'!\$F\$12	=E12/((1+\$H\$3)^D12)	= 'Pinigu srtautai'!\$F\$13	=G12/((1+\$H\$3)^D12)
13						
14						2012 12
15			Skolos lygis			=SUM(H8:H12)
16			Likvidacinių metų vertė			=(E12*H4)+F12
17			Dabartinė 2008 - 2012 m. grynujų pinigų srautų vertė			=SUM(F8:F12)
18			Likvidacinė vertė			=((H\$16)/(\$H\$3-\$H\$4))/(1+\$H\$3)^D12
19			Dabartinė verslo vertė			=H17+H18
20			Akcijų emisija			=H5
21			Akcijos vertė 2013 m. sausio mėn.			=(H19-H15)/H20
22						

AB „GRIGIŠKĖS“ IR PRAMONĖS ŠAKOS ĮMONIŲ AKCIJŲ SANTYKINIAI RINKOS RODIKLIAI

	Trumpinys																								
	GRG1L					Pramonės šaka (ICB klasifikacija)					LME1R					SMA1R					TMA1R				
	2012	2011	2010	2009	2008	2012	2011	2010	2009	2008	2012	2011	2010	2009	2008	2012	2011	2010	2009	2008	2012	2011	2010	2009	2008
Akcijos kaina	1,9	1,84	1,82	1,99	1,59						1,57	1,48	1,2	1,23	1,01	8	5	4,7	5	8,9	0,64	0,45	0,6	0,51	1,15
EPS: Pelnas akcijai	0,15	0,33	0,31	0,3	0,31	0,9	0,18	-0,10	-0,59	-0,06	-0,4	0,14	-0,4	-0,9	-1	3,07	0,43	-0,04	-0,65	0,97	0,06	0	0,13	-0,2	-0,2
P/E: Kainos pelno rodiklis	12,62	5,55	5,94	6,63	5,22	4,3	7,503	1,6	0	3,07	0	10,9	0	0	0	2,6	11,7	0	0	9,21	10,3	0	4,8	0	0
P/S: Kainos pardavimų rodiklis	0,39	0,38	0,37	0,39	0,31	0,13	0,11	0,14	0,16	0,25	0,08	0,11	0,1	0,11	0,1	0,11	0,08	0,09	0,2	0,28	0,2	0,14	0,23	0,16	0,38
BV: Akcijos buhalterinė vertė	1,77	1,76	1,69	1,65	1,73	6,02	4,96	5,01	4,84	4,52	4,59	5,11	5,27	5,21	5,23	12,7	9,1	9,06	8,71	7,61	0,72	0,66	0,69	0,61	0,73
P/BV: Kainos BV santykis	1,07	1,05	1,07	1,21	0,92	0,62	0,51	0,54	0,55	0,98	0,34	0,29	0,23	0,24	0,19	0,63	0,55	0,52	0,57	1,17	0,89	0,68	0,87	0,84	1,58