

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

**JUSTĖ DAUNORIENĖ**

**VERSLO VERTINIMO YPATUMAI  
AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ ATVEJU**  
Magistro baigiamasis darbas

**Vadovas  
Prof. habil. dr. A. V. Rutkauskas**

**VILNIUS, 2012**

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

**JUSTĖ DAUNORIENĖ**

**VERSLO VERTINIMO YPATUMAI**  
**AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ ATVEJU**

**Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas**  
**Studijų programa 621L10009**

**Vadovas**

**Prof. habil. dr. A. V. Rutkauskas**

**2012-12-21**

**Recenzentas**

**Atliko**

**Frmis0-01 gr. stud.**

**J. Daunorienė**

**2012-12-21**

**VILNIUS, 2012**

# TURINYS

ĮVADAS.....	7
1. VERSLO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI .....	9
1.1. Verslo vertinimo ir vertės koncepcija .....	9
1.2. Verslo vertinimo tikslai ir principai .....	15
1.3. Verslo vertinimo teisinis reguliavimas .....	19
1.4. Verslo vertinimo reikšmė šiuolaikinėje ekonomikoje .....	21
1.5. Verslo vertinimo metodai ir jų klasifikavimas.....	23
1.6. Verslo vertinimo problema .....	27
2. VERSLO VERTINIMO TYRIMO METODOLOGIJA .....	30
2.1. Naudojimo pajamų vertės grupės metodai ir jų taikymas.....	30
2.1.1. Diskontuotų pinigų srautų metodai .....	31
2.1.2. Pajamų kapitalizacijos metodas.....	38
2.2. Lyginamosios vertės grupės metodų esmė ir jų taikymas .....	40
3. PIENO PERDIRBIMO SEKTORIAUS APLINKOS ANALIZĖ .....	44
3.1. Lietuvos makroaplinkos analizė .....	44
3.2. Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus veiklos apžvalga.....	47
4. AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ VERSLO VERTINIMAS .....	51
4.1. Bendrovės veiklos charakteristika .....	51
4.2. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertinimas diskontuotų pinigų srautų metodu.....	53
4.2.1. Prognozuojami laisvieji pinigų srautai .....	53
4.2.2. Individualios diskonto normos ir papildomos rizikos nustatymas .....	59
4.2.3. Tęstinės vertės ir verslo vertės nustatymas.....	62
4.3. AB „Pieno žvaigždės“ vertinimas lyginamosios vertės metodu.....	63
4.3.1. AB „Pieno žvaigždės“ ir Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovės .....	63
4.3.2. AB „Pieno žvaigždės“ ir Europos šalių pieno perdirbimo sektoriaus bendrovės.....	71
IŠVADOS IR SIŪLYMAI .....	73
LITERATŪRA.....	75
ANOTACIJA .....	82
ANNOTATION .....	83
SANTRAUKA .....	84
SUMMARY .....	86
PRIEDAI .....	88

## PRIEDAI

1 priedas. Verslo vertinimo pagrindų įstatymo įgyvendinamųjų teisės aktų sistema.....	89
2 priedas. Įstatymiškai privalomi verslo vertinimo atvejai.....	90
3 priedas. Apžiūros akto forma.....	91
4 priedas. Verslo vertinimo priežiūros tarnybos funkcijų ir jų teisinio reglamentavimo struktūros schema.....	92
5 priedas. Verslo vertinimas pagal bendroves.....	93
6 priedas. Vertinimo metodų analizė pagal aspektus.....	94
7 priedas. Nuosavo kapitalo kaina, kapitalo įkainojimo modelis (CAPM).....	95
8 priedas. Pieno produktų eksportas 2008-2011 metais, mln. Lt.....	96
9 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ pardavimo pajamų dalis ir pokytis pagal segmentus.....	97
10 priedas. Vyriausybės obligacijos.....	98
11 priedas. Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių Levered ir Unlevered Beta.....	99
12 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ 2008-2016 metų balansas, mln. Lt.....	100
13 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ 2008-2016 metų pelno (nuostolio) ataskaita, mln. Lt.....	101
14 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ 2008-2016 metų pinigų srautų ataskaita, mln. Lt.....	102
15 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ ir Lietuvos pieno perdirbimo bendrovių pelningumo rodikliai, 2008-2011 metais .....	103
16 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ ir Lietuvos pieno perdirbimo bendrovių rinkos vertės rodikliai, 2008-2011 metais .....	104
17 priedas. Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių 2008-2011 metų veiklos pokytis.....	105
18 priedas. Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių 2008-2011 metų pelningumo rodikliai.....	106
19 priedas. Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių 2008-2011 metų rinkos vertės rodikliai.....	107
20 priedas. Prognozuojami AB „Pieno žvaigždės“ ir Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių rinkos vertės rodikliai.....	108
21 priedas. 2012 metų III ketv. Lietuvos bendrovių rinkos vertės rodikliai.....	109

## LENTELĖS

1 lentelė. Verslo vertimo būdai.....	11
2 lentelė. Vertinimo tikslai pagal subjektus.....	15
3 lentelė. Verslo vertinimo principai.....	18
4 lentelė. Verslo vertinimo teisinis reglamentavimas.....	20
5 lentelė. Vertinimo metodų grupės ir jų metodai.....	24
6 lentelė. Vertinimo metodų grupės.....	26
7 lentelė. Verslo vertinimas.....	33
8 lentelė. Akcininkų nuosavybės vertinimas.....	33
9 lentelė. Diskontuotų pinigų srautų metodo privalumai ir trūkumai.....	36
10 lentelė. Diskontuotų dividendų modelio stipriosios ir silpnosios pusės.....	38
11 lentelė. Kainos ir pardavimų metodo privalumai ir trūkumai.....	43
12 lentelė. Pagrindiniai socialinės raidos rodikliai, 2008-2011 metais.....	46
13 lentelė. Pagrindinių pieno produktų gamyba, 2008-2011 metais.....	48
14 lentelė. Pieno produktų suvartojimas ir lemiantys veiksniai, 2008 - 2011 metais.....	49
15 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ pagrindiniai akcininkai (turintys >5% bendrovės balsų).....	51
16 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ 2012-2016 metų prognozuojami pardavimai.....	54
17 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ 2012-2016 metų prognozuojami pardavimo savikaina ir kitos sąnaudos.....	56
18 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ 2012-2016 metų prognozuojamas IT nusidėvėjimas ir amortizacija.....	57
19 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ 2012-2016 metų prognozuojamos investicijos ir subsidijos.....	58
20 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ 2012-2016 metų prognozuojamos palūkanų sąnaudos ir apyvartinio kapitalo pokyčiai.....	58
21 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ 2012-2016 metų prognozuojami laisvieji pinigų srauta.....	59
22 lentelė. OMX Baltic Vilnius indekso vertė ir pokytis 2002-2012 metais.....	61
23 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė.....	62
24 lentelė. Bendrovių ROA, ROE ir ROIC, 2008-2011 metais.....	67
25 lentelė. Bendrovių rinkos vertės rodikliai, 2008-2011 metais.....	68
26 lentelė. Europos šalių bendrovių rinkos vertės rodikliai.....	71
27 lentelė. Europos šalių bedrovių prognozuojami rinkos vertės rodikliai.....	72
28 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė.....	72

## PAVEIKSLAI

1 pav. Verslo vertinimo sritis.....	10
2 pav. Verčių sąvokos pagal tikslus.....	12
3 pav. Verslo vertė.....	14
4 pav. Pirkėjo ir pardavėjo sandorio kaina.....	14
5 pav. Verslo vertės pagrindimo ir nustatymo sandai.....	17
6 pav. Verslo vertinimo metodų klasifikavimas pagal principus.....	26
7 pav. Vertinimo etapai vertinant lyginamosios vertės metodais.....	42
8 pav. BVP pokytis, infliacijos ir nedarbo lygis 2008-2012P metais.....	45
9 pav. Metinis paskolų ir indėlių pokytis, 2008-2012P metais.....	45
10 pav. Pieno produktų pardavimai ir dalis nuo maisto produktų gamybos, 2008-2011 metai.....	48
11 pav. Eksporto pajamos ir dalis nuo pieno produktų pardavimo 2008-2011 metais.....	50
12 pav. AB „Pieno žvaigždės“ akcijos kainos ir OMX Baltic Vilnius indekso pokyčių tarpusavio priklausomybė.....	60
13 pav. Bendrovių pardavimo pajamų kitimas, 2008-2011 metais.....	63
14 pav. Bendrovių pardavimo savikainos kitimas, 2008-2011 metais.....	64
15 pav. Bendrovių EBITDA kitimas, 2008-2011 metais.....	65
16 pav. Bendrovių grynojo pelno kitimas, 2008-2011 metais.....	65
17 pav. Bendrovių EBITDA maržos ir grynojo pelningumo kitimas, 2008-2011 metais.....	66
18 pav. Bendrovių verslo vertės (EV) kitimas, 2008-2011 metais.....	70
19 pav. Bendrovių akcijų kainos pokyčių kitimas, 2008-2011 metais.....	70

## IVADAS

**Tyrimo aktualumas.** Šiuo metu verslo vertinimo tema yra gana aktuali, nes verslo vertinimo nustatymo poreikis kyla sprendžiant daugybę su nuosavybe ir verslo plėtros strategija susijusių klausimų: kai verslas apmokestinamas, užstatomas, jungiamas ar skaidomas į dalis, priimant investicinius sprendimus, identifikuojant ekonominės vertės kūrimo ar mažinimo šaltinius, nustatant, kiek investuotas kapitalas uždirba, kokio dydžio akcijų emisiją gali išleisti ir kaip keičiasi verslo vertė, todėl vertinimo nustatymas turi svarbią ekonominę reikšmę įvairiems interesantams ir dažnai vykdomas įvairiose rinkos ekonomikos situacijose. Tokiu būdu verslo vertinimo aktualumą išryškina šiandieninė Lietuvos verslo praktika.

Verslo vertinimo teorija ir praktika yra tyrinėjamos ir tobulinamos daugelio mokslininkų, kaip Milleris ir Modiglianis (1961), E. F. Brigham (1983), T. Copelandas, T. Kolleris ir J. Murrinis (1990), J. P. Friedmanas ir Sh. P. Prattas (1989-1998) ir kt. Atlikti mokslininkų tyrimai, siekiantys rasti pažangiausią ir tinkamiausią verslo vertės skaičiavimo metodiką, taip pat kuriami verslo vertės skaičiavimo metodai ir tiriami veiksniai, kurie turi įtakos verslo vertei, nagrinėjamos verslo vertinimo problemos. Dar nėra nusistovėjusios verslo vertinimo tradicijos, kuri dažnai yra pasitelkiama kitų šalių patirtimi ir šią patirtį ne visais atvejais galima pritaikyti, nes vertinimo tinkamumas priklauso nuo galimybės gauti pakankamą kiekį patikimų rinkos duomenų ir kiekvienas verslo vertinimo atvejis yra unikalus ir turi tam tikrų ypatybių. Nustatant verslo vertę svarbu įvertinti neapibrėžtumą, kuris atspindėtų verslo veiklos riziką, todėl reikia tinkamai pasirinkti tokį verslo vertinimo metodą, kuriuo remiantis būtų galima nustatyti labiausiai tikėtiną verslo vertę.

Vertinant verslą neapsiribojama tik finansinių metodų taikymu, nes kiekvienas verslas egzistuoja tam tikroje makro, mikroaplinkoje, kurie daro nevienareikšmišką įtaką verslui bei jo plėtojimo rezultatams. Norint tiksliau įvertinti verslą, derėtų nuodugniai išanalizuoti finansinius ir nefinansinius verslo vertės komponentus, išorines verslo rizikas ir galimybes, vidines įmonės stiprybes ir apribojimus ir tik tada atlikti detalų verslo vertinimą. Teisingas metodas - projektuoti būsimus pinigų srautus ir diskontuoti planuojamą pinigų srautą į dabartinę vertę. Atliekant tyrimus, mokslininkai didelį dėmesį skiria diskontuotų pinigų srautų metodui. Siekiant didesnio tikslumo, rekomenduojama naudoti kelis vertinimo metodus ir tikrinti prielaidas, kuriomis atliktas verslo vertinimas.

**Tyrimo problema** - pateikiama nemažai išanalizuotų ir alternatyvių verslo vertės metodų, kuriuos reikia tikslingai pasirinkti vertinat verslą. Ar taikomi vertinimo metodai adekvatūs verslo vertei?

**Tyrimo objektas** – verslo vertinimo ypatumai AB „Pieno žvaigždės“ atveju.

**Tyrimo tikslas** - išanalizuoti ir palyginti Lietuvos pieno perdirbimo AB „Pieno žvaigždės“ atveju verslo vertinimo ypatumus, taikant diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodus.

**Tyrimo uždaviniai:**

1. Apžvelgti verslo vertinimo ir vertės teorinius aspektus.
2. Išnagrinėti verslo vertinimo reikšmę šiuolaikinėje ekonomikoje ir problemas.
3. Išanalizuoti pagrindinius verslo vertinimo metodus ir ypatumus.
4. Atlikti verslo vertinimą AB „Pieno žvaigždės“ atveju.
5. Palyginti diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodų taikymo galimybes AB „Pieno žvaigždės“ atveju.

**Tyrimo metodai:**

1. Sisteminė ir lyginamoji mokslinės literatūros analizė.
2. Teisės aktų analizė.
3. Statistinių duomenų kaupimas ir analizė.
4. Duomenų grupavimas ir faktorinė analizė.
5. Loginė verslo vertinimo praktikos analizė.

**Tyrimo hipotezė:**

**H<sub>1</sub>:** verslo vertė yra neadekvati vertinant verslą skirtingais metodais.

**Darbo struktūra.** Magistro baigiamasis darbas sudarytas iš keturių pagrindinių dalių. Pirmoje darbo dalyje „Verslo vertinimo teoriniai aspektai“, remiantis įvairiais moksliniais šaltiniais, išnagrinėta verslo vertinimo ir vertės koncepcija, tikslai, principai ir vertinimo reikšmė ekonomikoje, aptariamas teisinis reglamentavimas, apžvelgti vertinimo metodai ir išanalizuota vertinimo problema. Antroje darbo dalyje „Verslo vertinimo tyrimo metodologija“ išsamiai ištirta diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodų tyrimo praktika, taikymo ypatumai ir galimybės, išskiriant privalumus ir trūkumus. Trečioje darbo dalyje „Pieno perdirbimo sektoriaus aplinkos analizė“ apžvelgiama Lietuvos makroaplinka ir išanalizuota Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus veikla. Ketvirtoje darbo dalyje „AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertinimas“ atliekamas tyrimas: verslo vertinimas AB „Pieno žvaigždės“ atveju, taikant diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodus. Magistro baigiamajame darbe pateikiamos išvados ir pasiūlymai, naudota literatūra ir priedai.



## 1. VERSLO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI

Šiame skyriuje, remiantis įvairiais moksliniais šaltiniais, teoriniu aspektu pristatoma verslo vertinimo ir vertės koncepcija, apibūdinami pagrindiniai verslo vertinimo tikslai, principai ir ypatumai, aptariamas teisinis reglamentavimas, apžvelgiamos verslo vertinimo grupės bei nagrinėjami pagrindiniai verslo vertinimo metodai.

### 1.1. Verslo vertinimo ir vertės koncepcija

Dauguma autorių mokslinėje literatūroje įvairiai apibrėžia verslo vertinimo teorijas. Šiuolaikiniame perėjimo į rinką etape verslo vertinimas yra naujas dalykas. XIX a. Lietuvoje verslo vertinimas dar tik žengė pirmuosius žingsnius.

Verslo vertinimo teorijos - nagrinėjamos ir tobulinamos daugelio tyrinėtojų. Savo darbuose, nagrinėjančių atskirus verslo vertinimo bei valdymo teorijos ir metodologijos klausimus, kuriais buvo remtasi, galima pažymėti E. F. Brighamą<sup>1</sup> (1983), J. P. Friedmaną ir N. Ordway'į (1989), Sh. P. Prattą<sup>2</sup> (1989, 1998), R. Damarį (1993), F. K. Reilly'į ir K. C. Browną (1997).

Tik 1928 metais buvo svarstomos verslo vertinimo problemos, kurios tapo atskira šaka vertinimo klausimais. Šias problemas savo darbuose kruopščiai išanalizavo Sh. P. Prattas (1989), A. Griaznova, M. Fedotova (1998), S. Valdaicev (2001), G. Veie, U. Dering (1997), R. E. Kelli (1996) ir kt. Šių mokslininkų darbų rezultatas - diskontuotų pinigų srautų metodo taikymas yra tiksliausias verslo vertės nustatymo būdas.

Žymiausi verslo vertės teorijos kūrėjai ir propaguotojai yra M. Mileris ir F. Modiglianis<sup>3</sup> (1958), kurie vieni pirmųjų publikavo savo darbus verslo vertės supratimo klausimais. Milleris ir Modiglianis (1961) įrodė metodų lygiavertiškumą vertinant verslą ir jos akcijų kainą (Kleidon, 1983). T. Copelandas, T. Kolleris ir J. Murrinis (1990) savo darbuose sprendė bendrąsias verslo vertės supratimo problemas bei nagrinėjo vertės kūrimo ideologijos įtaką visai ekonomikai. B. Raynas (1998) analizavo verslo vertės kūrimo galimybes mikroekonomikos požiūriu.

Dažnai Vakarų mokslinėje literatūroje nurodomos dvi verslo vertinimo sampratos, kurios yra plačiai paplitusios. Pirmoji samprata apibūdina tai, kad verslo vertinimas yra įmonės, kurios turi juridinio asmens statusą, vertinimas. Pagal antrąją, verslo vertinimas yra suprantamas ne kaip pačios

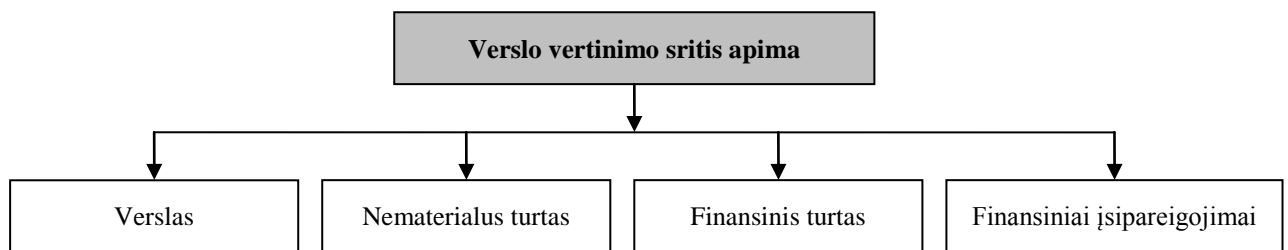
<sup>1</sup> **E. F. Brigham** - Floridos universiteto mokslinių tyrimų profesorius. Publikavo daug straipsnių ir vadovėlių apie kapitalą, kapitalo struktūrą ir ekonomiką. Jo mokslinė literatūra naudojama daugiau nei 1000 universitų Jungtinėse Valstijose ir buvo išversti į 11 kalbų visame pasaulyje.

<sup>2</sup> **Sh. P. Pratt** - Generalinis direktorius verslo vertinimo įmonės „Shannon Pratt Valuations“. „Shannon Pratt Valuations“ - gerai žinoma institucija verslo vertinimo srityje ir yra išleidę nemažai knygų, kuriuose yra daug sąvokų, kurios naudojamos visame pasaulyje šiuolaikiniame verslo vertinime.

<sup>3</sup> **F. Modigliani ir M. Miller** - 1985 m. ir 1990 m. A. Nobelio premijos laureatai. Jie kartu padėjo pamatus bendrajai finansų teorijai. Bendra Modigliani ir Milerio teorija - išklė sąlygas, pagal kurias bendrovės vertė, išteklių rinkoje, yra paveikta bendrovės dividendų elgsenos, ir būdus, kaip įmonės gali atlikti finansines operacijas su investicijomis.

įmonės, duodančios pajamas, vertinimas, bet kaip nuosavybės teisių, technologijų, materialinių bei nematerialinių aktyvų, kurie suteikia galimybę uždirbti pajamas, vertinimas. Antroji verslo vertinimo samprata yra daug plačiau paplitusi nei pirmoji.

Bet kokia diskusija apie verslo vertinimą prasideda nuo vieno pagrindinio klausimo: „Kas yra vertinimas?“. Lietuvos Respublikos (toliau - LR) Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (1999) teigiama, kad **verslo vertinimas (angl. Business Valuation)** - nešališkas verslo vertės apskaičiavimas, apimantis vertinamo verslo aprašymą, vertintojo nuomonę apie turto būklę, jo tinkamumą naudoti bei tikėtiną piniginę vertę rinkoje. Tačiau Tarptautiniuose vertinimo standartuose (2003), verslo vertinimo sąvoka nurodoma, kaip verslo ar jos versle turimų nuosavybės interesų vertės nustatymo ar išvados apie vertę pateikimo aktas arba procedūra (žr. 1 pav.).



1 pav. **Verslo vertinimo sritis**

**Šaltinis:** sudaryta pagal LR Turto ir verslo vertinimo metodika, 2012

Taigi, apibendrinus galima teigti, jog vertinimas naudojamas nustatant teisingą vertę, kuris gali būti parduotas rinkoje ir esant laisvai konkurencijai. Tik vertinant verslą, jo kaina yra nepastovi, nes priklauso nuo daugelio faktorių - finansinės verslo būklės, klientų mokumo, aktyvų, nematerialios kainos, verslo rezultatų ar rinkos. Vertinimas apima platų metodų rinkinį, tačiau priemonės ir metodai gali keistis tarp vertintojų, įmonių ir pramonės.

B. Galinienės (2004) teigimu, jog verslo vertinimas nėra tik galutinio rezultato parašymas, verslo vertintojo užduotis platesnė - pateikti kuo nuodugnesnę ir išsamesnę analizę, pagal kurią būtų galima prieiti analogišką išvadą apie verslo vertę.

Verslo vertinimas - integruota teorija, kuri surenka įvairias vertinimo sąvokas į teoriškai ir praktiškai nuoseklią visumą. Integruota verslo vertinimo teorija yra teorinė diskusija apie finansų ir vertinimo koncepcijas, kuri paaiškina realaus pasaulio rinkos dalyvių elgsenas finansų teorijos kontekste (Mercer, Harms, 2008).

K. G. Palepu<sup>4</sup>, P. M. Healy ir V. Bernard (2000) teigia, jog vertinimas yra procesas, kurio metu prognozės paverčiamos į apytikrą verslo vertės arba verslo dalies vertės apskaičiavimą. Taip pat

<sup>4</sup> **K. G. Palepu** - vienas iš gerai pasaulyje žinomų indų kilmės akademikų, Harvardo universiteto verslo mokyklos Ross Graham Walker verslo administravimo profesorius. Daugybės tyrimų ir mokslinių straipsnių autorius.

verslo vertinimas - apibrėžiamas kaip procesas, kurio metu pagal pasirinktą verslo vertinimo metodą nustatoma vertinamo objekto vertė.

Taip pat svarbu pažymėti, kad verslo vertinimas iš dalies yra ir menas, ir mokslas, nes reikalauja nuovokumo ir prielaidų:

1. Verslo vertinimas gali būti vertinamas dėl skirtingų aplinkybių ir tikslų (pvz., sunkumus patirianti įmonė, mokestiniai tikslai, verslo susijungimai ir įsigijimai, finansinės atskaitomybės sudarymas). Tokie skirtumai gali privesti prie skirtingų vertinimo metodų taikymo arba skirtingų metodo rezultatų interpretacijų.

2. Visi vertinimo modeliai ir metodai turi tam tikrus apribojimus (pvz., sudėtingumo laipsnį, siekių tinkamumą, matematinę formą).

3. Dėl neišvengiamų nuovokumo ir besiskiriančių prielaidų modelio sudedamosios dalys gali labai skirtis.

Taip pat vertinimas gali būti apibūdinamas kaip sisteminis procesas, kurio metu nustatoma vertinamo objekto vertė, svarba, svoris, reikšmė ar kiti parametrai, lyginant su pasirinktu standartu ir taikant apibrėžtus vertinimo kriterijus ir metodiką (Navickas, Malakauskaitė, 2010). 1 lentelėje pateikiami naudojami verslo vertinimo būdai ir jų apibūdinimai (žr. 1 lent.).

**1 lentelė. Verslo vertimo būdai**

Verslo vertinimo būdai	Apibūdinimai
<b>Privalomasis verslo vertinimas</b>	Vertinimas, atliekamas LR teisės aktų nustatytais atvejais, veikiant valstybės ir visuomenės interesais.
<b>Masinis verslo vertinimas</b>	Vertinimo būdas, kai konkretaus verslo vertė nėra nustatoma, o surinktos informacijos apie vertinamąjį verslą analizės būdu nustatomos verčių ribos, apimančios vertinamojo verslo vertę. Duomenys renkami, analizuojami ir apskaičiavimai atliekami sisteminimo pagrindu.
<b>Individualusis verslo vertinimas</b>	Vertinimas pagal individualias jo savybes, tam tikrą dieną atitinkamu verslo vertinimo metodu, kurio taikymo procedūros ir tvarka nustatytos Turto ir verslo vertinimo standartuose. Vertinimas standartuose nurodytais metodais atsižvelgiant į individualias vertinamo objekto savybes.
<b>Verslo vertinimas vidaus reikmėms</b>	Vertinimas, LR ar kitoje valstybėje narėje įsteigto juridinio asmens ar kitos organizacijos arba jų filialo atliekamas savo nuožiūra, siekiant užtikrinti savo tiesioginių funkcijų vykdymą, išskyrus verslo vertinimą, kai sudaromos verslo vertinimo sutartys su užsakovais. Vertinimas, atliekamas juridinio asmens arba užsienio valstybės įmonės filialo nuožiūra, siekiant užtikrinti juridinio asmens arba užsienio valstybės įmonės filialo tiesioginių funkcijų vykdymą, išskyrus verslo vertinimą, kai sudaromos verslo vertinimo sutartys.
<b>Neprivalomasis verslo vertinimas</b>	Vertinimas, atliekamas užsakovo iniciatyva, jo ir verslo vertinimo įmonės susitarimu.

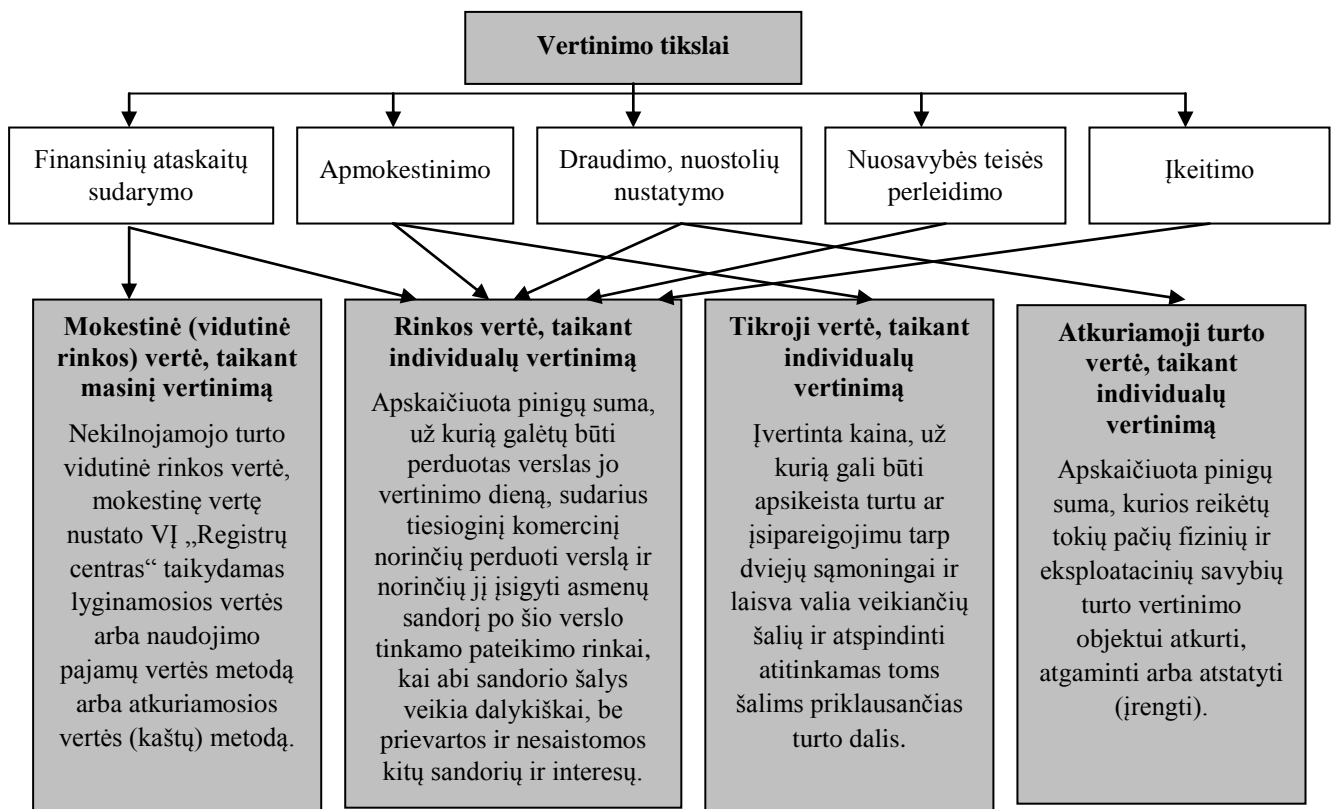
Šaltinis: sudaryta pagal LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymą, 1999

Masinis vertinimas nuo individualaus vertinimo skiriasi kiekybiniais požymiais: didesne vertinimo apimtimi, vertinimas specializuojamas pagal vertintojų personalą ir numatomas pervertinimo laiko ciklas. Taip pat masiniam vertinimui skaičiavimai yra daug paprastesni, o individualiame vertinime atliekama išsamesnė analizė. Be to, individualus verslo vertinimas - brangus, nes individualiai turi būti vertinami tik tie objektai, kurių masinio vertinimo metu rinkos vertė ženkliai nutolsta nuo tikrosios rinkos vertės arba, pagal apibendrintus duomenis, jų vertės negalima nustatyti.

Apibendrinant verslo vertinimo būdus galima teigti, kad masinis vertinimo sistemos kūrimas yra viena iš efektyvios vertinimo sistemos diegimo priemonių. Ši vertinimo sistema leidžia sumažinti verslo vertinimo administravimo kaštus bei suvienodinti vertinimo sistemą.

Vertės nustatymas kaip ekonominių sistemų klausimas yra vis aktualesnis, nes pasaulinė ekonomika juda globalizacijos ir laisvo kapitalo judėjimo link (Parland, Greal, Adair, 2000). Vertę reikia suvokti ne tik parduodant ar perkant verslą, bet ir įmonės vadovai turi išmanyti vertės kontrolę, nes tai pagrindas, užtikrinantis gerovę akcininkams.

Vertinimas gali būti pradėtas bet koku reikšmingu būdu, būtinai reikia nustatyti vertės apibrėžimą, kuris būtų tinkamas vertinimo tikslui, nes skirtingi vertės apibrėžimai gali būti taikomi skirtingiems tikslams (žr. 2 pav.). Taigi, šiuo atveju itin svarbią reikšmę turi verčių sąvokos, kurias įvairiai traktuojant galimi pakankamai skirtingi vertinimo rezultatai. Diskusijos dėl atitinkamų vertės apibrėžimų yra nuolat besivystantis procesas.



2 pav. Verčių sąvokos pagal tikslus

Šaltinis: sudaryta pagal LR Turto ir verslo vertinimo metodika, 2012

Vertė suvokiama kaip verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą vertinimo metodą. Vertė turi būti apibrėžiama palydinčiuoju, pažyminčiuoju pavadinimu. Vertinimo metodas lemia ir vertės pavadinimą - rinkos vertė, atkuriamoji vertė, naudojimo vertė, investicinė/investavimo vertė ir kt. Tačiau individualiu vertinimu ir masiniu vertinimu yra nustatoma rinkos vertė, kuri vėliau gali būti laikoma mokestine verte, įkeitimo verte ir pan.

Mokslinės publikacijos „Verslo vertės kintamųjų rizikingumas ir tarpusavio įtaka“ autoriai J. Žabtorius ir G. Garbanovas (2007), mano, jog verslo vertės nustatymas, atsižvelgiant į tai, kokia verslo vertė aktuali užsakovui ir kas, vertintojo požiūriu, geriausiai rodo verslo vertę atviroje rinkoje. Egzistuoja visuotinai pripažinta teorinė struktūra, sudaranti pagrindą verslo interesų vertinimo procesui. Teorijoje, interesų versle, vertė priklauso nuo būsimosios naudos, kuri atiteks tiems interesams bei būsimosios naudos vertę diskontuojant į dabartinę vertę, esant tam tikrai tinkamai diskonto normai. Taigi, teoriškai teisingas modelis yra projektuoti būsimąją naudą (pelną, pinigų srautus ar dividendus) ir diskontuoti planuojamą srautą į dabartinę vertę.

Nacionaliniuose vertinimo standartuose (2010), **verslo vertės (angl. Business Value)** (toliau - vertė) sąvoka apibrėžiama, kaip apskaičiuota bendra pinigų suma, nenumatant sumų nusidėvėjimui ir amortizacijai, už kurią galėtų būti iškeistas verslas vertinimo dieną, sudarius tiesioginį komercinį sandorį tarp pardavėjo ir pirkėjo po šio turto tinkamo pateikimo į rinką, jeigu abi sandorio šalys veiktų dalykiškai, be prievartos ir nevaržomos kitų sandorių ir interesų. Verslo vertė yra verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą verslo vertinimo metodą, kurio taikymo procedūros ir tvarka nustatytos Turto ir verslo vertinimo metodikoje.

Verslo vertė yra pagrindinis kriterijus, kuris yra susijęs su strateginiais verslo sprendimo priėmimais, įgyvendinat investicinius projektus, verslo reorganizavimo ir pardavimo sandoriais. Taip pat verslo vertė atspindi vykstančius pokyčius tiek įmonės vidinėje, tiek ir išorinėje aplinkoje. Vertė kinta keičiantis jai įtakos turintiems veiksniams, tampa aktuali verslo vertei įtakos turinčių veiksnių analizė, kuria remiantis būtų galima nustatyti galutinį verslo vertės dydį (Kazlauskienė, 2005).

Verslo vertė, tai verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą turto arba verslo vertinimo metodą, kurio taikymo procedūros ir tvarka nustatytos Turto ir verslo vertinimo metodikoje (Tarptautiniai vertinimo standartai, 2011).

Verslo vertė nustatoma remiantis rinkos ekonomikos logika ir kriterijais, rinkos ir ekonominių sąlygų tyrimų ir stebėjimų rezultatais, kadastrų ir registru bei rinkos sandorių duomenų bazių informacija. Kiekvienas verslas funkcionuoja tam tikroje makro- bei mikroaplinkoje, kuri daro nevienareikšmišką įtaką verslui bei jo plėtojimo rezultatams.

Vertės nustatymas, kai nėra konkurencingos rinkos su aiškia kaina. Net ir esant rinkai kaina nebūtinai lygi vertei (žr. 3 pav.).

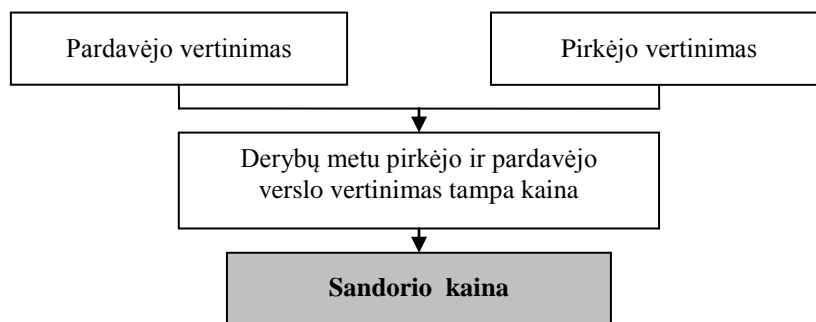
Investicinio portfelio valdymui	Verslo įsigijimui arba pardavimui	Verslo vertės maksimizavimui
Atrasti neįvertintų ir išvengti pervertintų investicijų	Abi pusės gali turėti skirtingus vertinimus, tačiau sandoriui būtinas sutarimas	Parinkti optimalią kapitalo ar verslo struktūrą. Imtis tik vertę didinančių projektų

### 3 pav. Verslo vertė

Šaltinis: Jonuška, 2012, p. 2

Profesoriaus J. P. Fernandez<sup>5</sup> (2005) nuomone, jog kiekvienam, kuris yra susijęs su įmonių finansų valdymo sfera, būtinai reikia suvokti verslo vertės nustatymo mechanizmus - ne tik dėl vertės vertinimo svarbos įsigijimuose ir susijungimuose, bet ir dėl to, kad verslo ir jo verslo vienetų vertingumo nustatymo procesas padeda nustatyti ekonominės vertės kūrimo ir suardymo šaltinius neperžengiant verslo ribų viduje.

Vertė neturėtų būti painiojama su kaina, kuri yra kiekybiškai suderinama tarp pardavėjo ir pirkėjo, atliekant verslo pardavimo sandorį. Teigiama, kad pagrindinis skirtumas tarp vertės ir kainos yra tas, kad vertė atspindi rinkos požiūrį į vertinamo objekto naudingumą, o kaina yra pinigų suma, kuri yra paprašyta, pasiūlyta ar sumokėta už verslą. Dažnai pirkėjas ir pardavėjas turi savo nuomonę apie konkretaus verslo vertę ir sandoris tarp jų įvyksta tik tada, kai jų vertinimas, dėl vertės objekto, persidengia (žr. 4 pav.).



### 4 pav. Pirkėjo ir pardavėjo sandorio kaina

Šaltinis: Europos verslo informacijos centras, 2010, p. 37

D. Laro, S. Pratt (2005) teigimu, verslas gali turėti skirtingas kainas skirtingiems pirkėjams, priklausomai nuo ekonomikos masto ir apimties, ar skirtingo suvokimo apie pramonės šaką ir verslą.

Apibendrinus verslo vertinimo ir vertės teoriją, galima teigti, jog verslo vertinimas yra objektyvus ir nešališkas kainos nustatymas, už kurią verslas gali būti parduotas rinkoje, esant laisvai

<sup>5</sup> **J. P. Fernández** - vienos geriausių pasaulyje Navaros universiteto IESE verslo mokyklos Finansų valdymo fakulteto profesorius, PricewaterhouseCoopers audito ir mokesčių konsultacijų bendrovių tinklo finansų reikalų tarybos pirmininkas. Plačiai cituojamas mokslo tyrimų darbų autorius, išleidęs daugybę solidžių straipsnių, studijų, techninių pastabų bei knygų.

konkurencijai. Verslo kaina yra nepastovi ir priklauso nuo daugelio faktorių - finansinės verslo būklės, klientų mokumo, aktyvų, nematerialios kainos, verslo rezultatų ir t.t. Gilesniam verslo vertinimo sampratos suvokimui būtina reikėtų panagrinėti verslo, kaip objekto, kuris yra vertinamas ir patį vertinimo procesą, jam būdingus elementus ir principus.

## 1.2. Verslo vertinimo tikslai ir principai

Verslo subjektai gali būti vertinami daugeliu atveju, todėl praktikoje pasitaiko įvairių sąvokų, apibūdinančių tam tikrą vertinimo aspektą ar tikslą.

**Vertinimo tikslas** - padėti priimti valdymo ar investavimo sprendimus, kurie yra susiję su įsigijimo, išpardavimo ar vidinių strateginių iniciatyvų įgyvendinimo klausimais (Trumpaitė, 2006). Tikslai yra detalizuojami pagal Europos vertinimo standartus teikiamą metodologiją ir Lietuvos teisės, ūkio bei vertinimo praktikoje susiklosčiusią tradiciją.

Mokslinėje literatūroje išskiriama nemažai verslo vertinimo tikslų. Tačiau G. Kancerevičius (2009) pateikia platesnį verslo vertinimo tikslų suskirstymą pagal vertinimo subjektus (žr. 2 lent.).

2 lentelė. Vertinimo tikslai pagal subjektus

Vertinimo subjektas	Vertinimo tikslai
1. Įmonė kaip juridinis asmuo	1.1. Ekonominio saugumo užtikrinimas 1.2. Verslo vystymosi planų rengimas 1.3. Akcijų emisija 1.4. Valdymo efektyvumo įvertinimas
2. Savininkas	2.1. Turto panaudojimo varianto radimas 2.2. Restruktūrizacija 2.3. Verslo ar jos dalies pardavimo kainos pagrindimas 2.4. Likvidavimo rezultatų nustatymas
3. Kredito įstaigos	3.1. Finansinės skolininko veiklos patikrinimas 3.2. Paskolos užstato vertės nustatymas
4. Draudimo kompanijos	4.1. Draudimo įmokos dydžių nustatymas 4.2. Draudimo išmokos dydžių nustatymas
5. VP biržos	5.1. Konjunktūros charakteristikų skaičiavimas 5.2. VP kainų pagrįstumo tikrinimas
6. Investuotojai	6.1. Investavimo į verslą pagrįstumas 6.2. Verslo vertės nustatymas norint ją įsigyti
7. Valstybinės institucijos	7.1. Pasiruošimas privatizacijai 7.2. Mokesčių bazės nustatymas 7.3. Bankroto procedūros vykdymas ir likvidacija 7.4. Vertinimas teismo tikslu

Šaltinis: Kancerevičius, 2009, p. 249

Išnagrinėjus mokslinę literatūrą apie verslo vertinimo tikslus, galima teigti, jog verslo vertinimo tikslas nulemia ne tik vertinimo pagrindą, bet ir kokį vertinimo metodą reikia pasirinkti, nes

skirtingoms kategorijoms yra tikslinga taikyti atitinkamus pripažintus vertinimo metodus.

Priklausomai nuo vertinimo tikslo, gali būti reikalinga kai kuri arba visa tokia medžiaga: nuosavybės valdymo trukmė - žemės registracijos dokumentai, kadastro išrašai ir t.t.; asociacijos, sąjungos steigimo dokumentai, akcininkų sąrašas, protokolų knygos ir t.t.; praėjusiųjų metų balansas, pelno (nuostolio) ataskaita (po atlikto audito, jeigu įmanoma); valdymo apskaita, biudžeto informacija, balansas, prognozės; detalizuotas pastovių ir kintamų kaštų sąrašas; nekilnojamojo turto ir vertybinių popierių apskaitos dokumentai; sutartys su klientais; ekologinis auditas; įsipareigojimų sąrašas; verslo pobūdis, istorija ir perspektyvos; praeitų laikotarpių finansinė informacija; buvę sandoriai liečiantys verslą, naudingus interesus versle; informacija apie vadovus ir personalą; detali informacija apie tiekėjus ir apie produkcijos pirkėjus; patentai, išradimai, know-how, prekiniai ženklai, pavadinimai ar firminiai ženklai, autorinės teisės, duomenų bazės ir t. t.; detalūs duomenys apie konkurentus; šakos informacija; darbo užmokesčio fondo prognozės; rinkos paklausa produkcijai; pagrindiniai šakos lyderių santykiai (proporcijos, koeficientai); būsimi konkurentai, klientų ir tiekėjų galia.

Norint suprasti vertinimo reikšmę, reikėtų išnagrinėti verslą, kaip objektą, kuris yra vertinamas, taip pat ir patį vertinimo procesą, ir jam būdingus elementus bei principus.

**Verslo vertinimo objektas** - verslas. Sąvoka „verslas“ apibrėžiamas įvairiai: šiuolaikinėje literatūroje galima rasti skirtingų ir netgi nepalyginamų apibrėžimų. Verslas gali būti apibūdinamas kaip socialiai apibrėžta subjekto veikla, skirta tam tikram produktui ar produktams sukurti ir realizuoti bei sudaryti galimybes šiam subjektui gauti ir turėti naudos atsižvelgiant į jo interesus, ir veiklos rezultatus (Melnikas, Chlivickas, Jakubavičius ir kt., 2008). Verslas - juridinio ar fizinio asmens, įmonės, neturinčios juridinio asmens teisių, veikla, kuriai naudojami ekonominiai ištekliai, kuria siekiama gauti pajamų bei pelno ir už kurią šis asmuo atsako savo turtu. **Verslo įmonė** - ūkinę veiklą vykdanči komercinė, gamybinė ar paslaugų įmonė. Atsižvelgiant į Lietuvoje susiklosčiusias tradicijas ir verslo vertinimo metodologinius reikalavimus būtų tikslingiausia orientuotis į LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme patvirtintą verslo sąvoką: Verslas - fizinio asmens, juridinio asmens ar kitos organizacijos arba jų filialų veikla, kuria siekiama gauti pajamų ir pelno, naudojant ekonominius išteklius. Versle svarbiausias faktorius yra pelnas, arba kitaip nauda, tad šis faktorius yra pagrindinis verslo vertinimo procese. Tačiau kiti aspektai nagrinėjami tik epizodiškai (Korsakas, 2002).

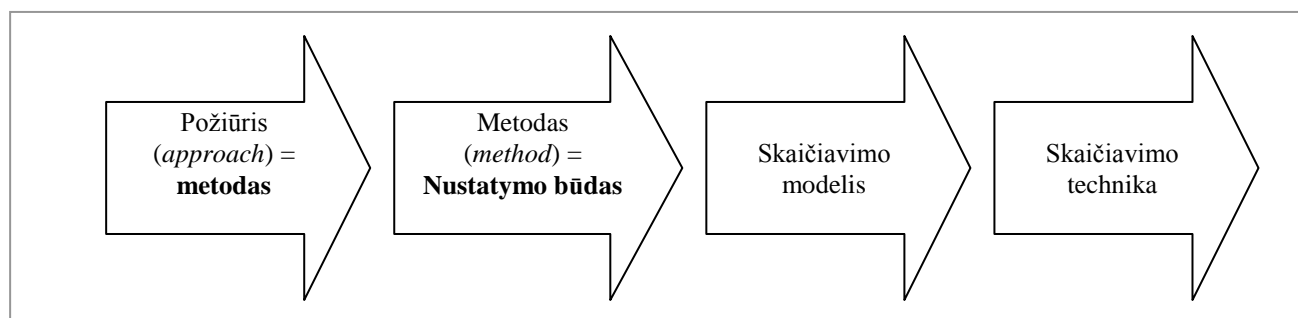
**Verslo vertinimo subjektas** - užsakovai (fiziniai, juridiniai asmenys) ir profesionalūs vertintojai (turintys reikiamų žinių, praktinę patirtį, verslo vertintojo kvalifikacijos pažymėjimus), taip pat Vyriausybės arba miestų valdybų įgaliotos institucijos. Verslo vertinimo subjektai gauna naudos kai pagrindinė informacija, prielaidos ir apribojimai yra atskleidžiami. Tuomet jie gali įvertinti rezultato patikimumo laipsnį ir priimti atinkamus, reikalingus sprendimus.

**Verslo vertinimo pagrindimas.** Vertinant būtina nurodyti vertinimo pagrindus ir naudotus vertės skaičiavimo metodus, kurie buvo taikomi skirtingoms, bet vienam portfeliui priklausančioms



grupėms. Taip pat turi būti akcentuojama, kuo remiantis buvo atliekamas vertinimas, greta pateikiamos ribojančios sąlygos ir taikyti apibrėžimai. Papildomai turėtų būti pristatoma vertinimo metodologija, pateikiami išsamesni skaičiavimai, vertintojo nuomonė apie rinkos jautrumą, rizikos laipsnį ar rinkos perspektyvinę analizę.

Turto ir verslo vertinimo metodikos darbo grupė (Čepulis, Kristinaitis, Chmieliauskas, Černius ir kt.) sutarė, dėl adaptuoto požiūrio metodo ir smulkesnių hierarchinių sandų (vertės nustatymo žingsnių) gradacijos, kuri pavaizduota 5 paveiksle.



5 pav. Verslo vertės pagrindimo ir nustatymo sandai

Šaltinis: Deveikis, 2012, p. 63

Pagal S. Deveikį (2012), toks hierarchinis pavadinimų arba metodikos žingsnių išdėstymas gali sukelti Europos vertinimo standartų, Tarptautinių vertinimo standartų ar kitų metodinių tekstų užsienio kalbomis ir jų vertimų suvokimo, ir tiesioginio taikymo verslo vertinimo ataskaitose problemų. Tai, ką angliškai kalbantis europietis ar Tarptautinių standartų (2011) skaitytojas vadina Valuation approaches, Cost approach, Income approach, Market approach, metodikos darbo grupė pasiryžo vadinti vertinimo metodais, t. y. išlaidų/sąnaudų/kaštų metodu, pajamų metodu, lyginamuoju metodu. Žemesnės hierarchijos sandai ar vertės nustatymo sandai turėtų būti vadinami skaičiavimo modeliais, technologijomis ar technikomis.

Verslo vertinimo procesas turėtų atskleisti galimybes tobulinti verslo valdymą, gerinti jos veiklos rezultatus. Dažnai netgi nesiekama nustatyti verslo vertės, kadangi retas verslas, ar jos veiklos sritis (dalis) yra parduodama. Atvirksčiai, įmonės savininkai ir vadovybė ieško būdų, kad verslas taptų konkurencingesnis, rezultatyvesnis, ir efektyvesnis. Tad daliniai verslo vertinimo tikslai yra iškeliami į pirmąją vietą.

Verslo vertinimo teorinė bazė yra laikoma tarpusavyje susijusių vertinimo principų sąranka, suformuluota remiantis daugiamete užsienio ekspertų - vertintojų patirtimi. Visuotinai taikoma teorinė verslo vertinimo struktūra pabrėžia verslo taikymo pelno dalies įvertinimo procesą (Patt, 1989).

XX a. IX dešimtmetyje buvo sukurti verslo vertinimo principai, kurie buvo išplėtoti ekonomikos rinkos. Kadangi verslo vertinimo poreikio ir galimybių teorijos pradžia yra klasikinės ir šiuolaikinės ekonomikos teorija, todėl verslo vertinimo principai iš esmės yra panašūs daugelyje šalių.

Galima išskirti tam tikrus pagrindinius principus ar veiksnius, kurie yra naudojami, vertinat verslą. Kiekvienu atveju skiriami pagrindiniai ir pagalbiniai verslo vertinimo principai, tačiau nebūtinai visi turi būti panaudoti (žr. 3 lent.).

**3 lentelė. Verslo vertinimo principai**

Grupės	Principai	Principo pritaikymas
I grupei priskiriami savininko požiūriu grindžiami principai	Naudingumo	Šios grupės svarbiausias principas. Verslas turi vertę, jei jis gali būti naudingas potencialiam savininkui, <i>nes kuo labiau verslas patenkina savininko interesus ir užtikrina pelną, tuo jis tampa vertingesnis</i> . Verslas gali būti naudinga tik tiek, kiek yra būtina realizuoti visuomenei naudingą funkciją.
	(Pa) keitimo	Taikomas, kai rinkoje egzistuoja analogiški objektai. Principas, <i>pagal kurį maksimali verslo vertė nustatoma kaip minimali vertė, už kurią gali būti nupirkta kitas verslas su ekvivalentiu naudingumu</i> .
II grupei priklauso principai, kurie susiję su objekto eksploatavimu	Įdėjimo	<i>Kiekvieno papildomo aktyvo įtraukimas į verslo sistemą yra ekonomiškai racionalus, jeigu verslo vertės padidėjimas yra didesnis nei šio aktyvo kaštai</i> .
	Ribinio produktyvumo	Taikomas iš ekonominės teorijos principas. <i>Gamybos veiksmų ribinio produktyvumo teorija padeda išsiaiškinti gamybos veiksmų paklausą. Kuo didesnis gamybos veiksmų produktyvumas ir aukštesnė galutinių prekių ir paslaugų vieneto kaina, tuo didesnė gamybos veiksmų paklausa</i> .
	Subalansavimo	<i>Subalansuotumo arba proporcingumo principas teigia, kad bet kuriai gamybai yra atitinkami optimalūs gamybos veiksmų deriniai, kuriems esant pasiekiamas maksimalus pelnas, tad ir maksimali verslo vertė</i> .
III grupė - rinkos aplinkos lemiami principai	Regresijos bei progresijos	Pagal šį principą verslas, <i>neatitinkanti rinkos reikalavimų technologijai, pelningumui, yra mažiau vertinga</i> . Su tuo susiję ir šis principas. Regresija pasireiškia, kai įmonė turi reikalingų savo veiklai aktyvų, kurie nedidina jos rinkos vertės. Progresija egzistuoja, kai dėl išorės sąlygų verslo vertė didesnė už aktyvus.
	Konkurencingumo principas	Šis principas svarbus, <i>nes konkurencijos lygis tiesiogiai proporcingas rizikai, bet atvirkščiai proporcingas pinigų srautams</i> , nuo kurių ir priklauso verslo vertė. Todėl nauji subjektai veržiasi įsitvirtinti ten, kur gaunami pertekliniai arba monopoliniai pelnai.
	Ekonominio skaidymo	Nuosavybės turtinių teisių ekonominio išskyrimo arba sujungimo principas teigia, jog <i>turtinės teisės reikia suskaidyti ir sujungti taip, kad padidėtų bendroji verslo vertė</i> .
IV grupė	<b>Geriausio ir efektyviausio panaudojimo</b>	<b>Svarbiausias principas iš visų, pagal kurį teisiškai leidžiama, fiziškai įmanoma veikia ir kuri duoda didžiausią verslo vertę. Tačiau tai pritaikoma tik atliekant restruktūrizavimą arba numatant, kad jis gali būti atliktas.</b> Tai pagrindinis vertinimo principas, nes nustato veiksmus, darančių įtaką verslo vertei.

Šaltinis: sudaryta pagal Galinienė, 2004

Pasak mokslininkų T. Copeland, T. Koller, J. Murrinn (1994), vertinimas atliekamas laikantis tam tikrų principų, kurie skirstomi į grupes. Vertinimo principai rodo rinkos ekonomikos subjektų elgesio pagrindinius dėsningumus ir tendencijas, tačiau realiai vertę gali lemti ir kiti veiksniai.

Kiekvieno vertinimo principo reikšmingumo laipsnis priklauso nuo konkrečios situacijos, susiklosčiusios verslo vertinimo metu.

Taikant skirtingus principus gaunami skirtingi vertinimo rezultatai. Todėl sąveikaujant pirkėjui ir pardavėjui išryškėja dideli vertės dydžių skirtumai (Brukštaitienė, Eiva, 1999).

LR Turto ir verslo pagrindų įstatyme (1999) pateikiami tokie verslo vertinimo principai:

1. Vertė nustatoma vadovaujantis rinkos ekonomikos logika bei kriterijais, rinkos ir ekonominių sąlygų tyrimų bei stebėjimų rezultatais.

2. Vertė nustatoma laikantis teisingumo, protingumo, sąžiningumo, sutarčių laisvės, nuosavybės neliečiamumo, vertinimo objektyvumo ir nepriklausomumo, teisinio apibrėžtumo ir neleistinumo piktnaudžiauti teise principų.

3. Vertė gali būti nustatoma pagal: pirkimo - pardavimo sandorius, turto sukūrimo (atkūrimo) sąnaudas, pajamas, gaunamas naudojant turtą.

Išanalizavus mokslinę literatūrą, susijusią su verslo vertinimo tikslais ir principais, galima teigti, jog daugelyje mokslinėje literatūroje minimų verslo principų esmė ta pati, skiriasi tik jų pavadinimai ir grupavimai: ekonominio padalijimo principas vadinamas nuosavybės turtinių teisių skaidymo ir sujungimo principu, riboto gamybos pajėgumo principas vadinamas didėjančio ar mažėjančio našumo principu ir pan. Įstatyme verslo vertinimo principai aptariami glausčiau nei mokslinėje literatūroje ir tai daroma pagrįstai, nes įstatymo patirtis yra ne teorinis verslo vertinimas, aspektų nagrinėjimas, o verslo vertinimo veiklos pagrindų reglamentas Lietuvoje.

Labai reikšminga, kad skirtingose šalyse, kur vyksta ganėtinai skirtingi ekonomikos, verslo valdymo bei ekonominių jų tarpusavio santykių pokyčiai, visur suprantama bendra verslo vertinimo principų svarba.

### 1.3. Verslo vertinimo teisinis reguliavimas

Pasiekta tarptautinė finansų integracija ir rinkos globalizavimas tapo pagrindine paskata įvesti Tarptautinius vertinimo standartus, o vėliau ir Europos vertinimo standartus. Visų **standartų rengimo tikslas** - vieninga ir universali verslo vertinimo metodologija, verslo globalizavimo ir Europos ekonominės erdvės integravimo sąlygomis. Nepaisant to, kad Europos vertinimo standartai - visuotinai pripažįstamas vertinimo veiklą reglamentuojantis dokumentas, visos šalys atskirai rengia ir Nacionalinius vertinimo standartus, juos adaptuoja atitinkamai šalyje veikiančiai teisei, norminei bazei, finansų ir verslo aplinkai. Kryptingo teisinio reguliavimo dalykai visada turi ir turės įtakos vertinimo veiklai, paslaugos kokybei, profesijos prestižui ir įvaizdžiui rinkos visuomenėje.

Atsižvelgiant į tai, kad verslo vertinimas turi tiesioginę įtaką finansų rinkai: bankams, draudimo bei investicijų kompanijoms - įstatymais siekiama užtikrinti tinkamą verslo vertintojų ir verslo vertinimo įmonių valstybinę priežiūrą, ir metodinį verslo vertinimo reguliavimą.

Lietuvos verslo vertinimo sistemos teisinės bazės analizė rodo, kad esminę įtaką jos teisiniam reglamentavimui turėjo LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo ir kitų teisės aktų rengimas bei tobulinimas. Tačiau už įstatymų leidybą atsakingos institucijos skiria nepakankamai dėmesio Lietuvos Turto ir verslo vertinimo įstatymų bazei atnaujinti, o priimant atitinkamus sprendimus ignoruojama patyrusių vertintojų nuomonė (Galiniene, Juškaitis, 2012). Verslo vertinimo pagrindų įstatymo įgyvendinamųjų teisės aktų sistema pateikiama 1 priede.

4 lentelėje nurodama Lietuvoje verslo vertinimą reglamentuojantys teisės aktai, kuriais vadovaujant yra atliekamas vertinimas. Plėtojantis verslo vertinimo sistemai keitėsi įstatymiškai apibrėžti privalomi vertinimo atvejai (žr. 2 priedą).

**4 lentelė. Verslo vertinimo teisinis reglamentavimas**

Teisės aktai		Turinys
Vertinimo teisinės bazės pagrindas - priimti pirmieji teisės aktai	LR Vyriausybės nutarimas Nr. 440 „Dėl turto vertės nustatymo“, 1995-03-28 <sup>6</sup>	Reglamentuojami vertės nustatymo metodai ir atvejai, išvardijami vertinimo metodai, vertintojo teisės ir pareigos, nurodami būtini vertinimo dokumentai.
	LR Vyriausybės nutarimas Nr. 244 „Dėl turto vertinimo metodikos“, 1996-02-14 <sup>7</sup>	Reglamentuojami vertintojų veiklos pagrindai, procedūriniai vertinimo proceso nurodymai, palyginamosios ir atstatomosios vertės, naudojamo pajamų vertės nustatymo metodai bei jų taikymo principai.
LR Vyriausybės nutarimas Nr. 1157 „Dėl turto vertintojų kvalifikacijos suteikimo tvarkos“, 1998-09-28 <sup>8</sup>		LR Vyriausybė įteisinanti keturis turto vertintojų kvalifikacijos lygius - vertintojas asistentas, vertintojas, vyresnysis vertintojas, vertintojas ekspertas ir naują kvalifikacijos suteikimo tvarką. Užtikrina turto vertintojų profesionalumą, kvalifikuotą veiklą.
LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, 1999-07-01		Reglamentuoja pagrindinius turto ir verslo vertinimo principus ir atvejus, vertės nustatymo būdus ir metodus bei jų pasirinkimo tvarką, turto vertinimo procedūras, turto vertintojų veiklos pagrindus, teises, pareigas ir atsakomybę. Įstatymas daug platesnis ir apima platesnį įstatyme pateiktų sąvokų ir apibrėžimų ratą.
Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai (NVS), 2004		Šiame dokumente apibendrinama aktualiusia metodinė šalies patirtis, sukaupta nuo 1994 - 1995 metų, kai buvo išleisti pirmieji Europos ir Tarptautinių vertinimo standartų vertimai į lietuvių kalbą.
Europos vertinimo standartai (EVS) <sup>9</sup> , 2003		Tarptautiniuose, europiniuose standartuose egzistuoja bendri verslo vertės nustatymo principai ir vertinimo metodika, kurių pradžios taškas yra vertinimą rinkos principu atskirti nuo ne rinkos vertės skaičiavimo metodų, pagrįstų subjektyviais kriterijais.
Tarptautiniais vertinimo standartai (TVS) <sup>10</sup> , 2003		
LR Finansų ministro įsakymas Nr. 1K-159, „Turto ir verslo vertinimo metodika“, 2012-05-01		Šiuo įsakymu patvirtinta metodika, kurioje reglamentuojama turto arba verslo vertinimo tikslai, tvarka, vertinimo metodai ir jų taikymas, verslo vertinimo metodai ir jų taikymas. Vertinimas skaidomas į tris sritis - nekilnojamojo ir kilnojamo turto vertinimas, verslo vertinimas.
LR Finansų ministro įsakymas Nr. 1K-160 „Dėl turto arba verslo vertintojų profesinės etikos kodekso patvirtinimo“, 2012-05-01		Turto arba verslo vertintojų profesinės etikos kodeksas nustato verslo vertintojų asistentų, vertintojų ir vertintojų ekspertų profesinio elgesio normas, kurias apima: vertintojo profesinės veiklos principus ir vertintojų tarpusavio santykių principą.

**Šaltinis:** parengta autorė

<sup>6</sup> **Neteko galios:** 1999 12 15 LR Vyriausybės nutarimu Nr. 1389, įsigaliojo 1999 m. gegužės 1 d.

<sup>7</sup> **Neteko galios:** 2012 04 18 LR Vyriausybės nutarimu Nr. 417, įsigaliojo 2012 m. gegužės 1 d.

<sup>8</sup> **Neteko galios:** 2012 04 18 LR Vyriausybės nutarimu Nr. 417, įsigaliojo 2012 m. gegužės 1 d.

<sup>9</sup> **Europos vertinimo standartai** - Europos vertintojų asociacijos grupės parengtas ir patvirtintas dokumentas, kuriuo nustatomi turto ir verslo vertinimo metodų reikalavimai.

<sup>10</sup> **Tarptautiniai vertinimo standartai** - Tarptautinės vertinimo standartų tarybos parengtas ir patvirtintas dokumentas, kuriuo nustatomi turto ir verslo vertinimo metodų reikalavimai.

S. Deveikio publikacijoje „Turto ir verslo vertinimo metodikos projektas - teoriniai ir praktiniai aspektai“ (2012) pabrėžiama, jog vertinimas teisės aktais reglamentuojamas nepakankamai išsamiai, todėl kad LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme yra nurodoma vertinimo metodai ir jų apibūdinimai, tačiau Nacionaliniuose ir Tarptautiniuose vertinimo standartuose ir Vyriausybės patvirtintoje Turto ir verslo vertinimo metodikoje, vertinimas apibūdinamas detaliau. Teigiama, jog vertinimo dalykai metodikoje (2012) atskleisti pakankamai išsamiau, lyginant su senąja LR Turto vertinimo metodika (1996) ir kitomis vertinimo sritimis. LR Turto ir verslo vertinimo metodikoje (2012) daugiausiai atsižvelgiama į verslo apžiūros akto (žr. 3 priedą) ir verslo egzistavimo nustatymo temas, procedūros aprašui nei metodinių dalykų išdėstymui ar reglamentavimui. Nustatyta, kad nuolatinis verslo vertinimo metodikų atnaujinimas vyksta tiek tarptautiniu, tiek nacionaliniu lygmeniu.

Lietuvoje pripažįstami ir taikomi tarptautiniu mastu įteisinti Turto ir verslo vertinimo metodai, standartai. Tačiau kriterijų ginčytinumas, pačių metodų taikymo pagrįstumas, jų suderinamumas, įvairesnių metodų taikymo galimybė ir išsamesnis požiūris į verslo specifiką bei poveikio aplinkai veiksnių įvertinimą yra aktualūs klausimai, siekiant plėtoti metodologinius ir organizacinius vertinimo pagrindus.

Išnagrinėjus teisės aktuose apibrėžtus verslo vertinimo atvejus, galima teigti, kad 4 lentelėje minėti LR Vyriausybės nutarimai ir įstatymas buvo reikšmingi pradiniui verslo vertinimo sistemos formavimosi etapui, tačiau juose buvo nepakankamai aiškiai apibrėžti vertinimo metodai, sąvokos ir kiti aspektai, kurie lėmė tolesnę sistemos plėtrą. Europos vertinimo standartai bei Tarptautiniai vertinimo standartai turi teigiamą įtaką verslo vertinimo sistemos formavimuisi Lietuvoje, skatina siekti kokybinių šios sistemos pokyčių. Verslo vertinimo priežiūros tarnybos funkcijų ir jų teisinio reglamentavimo struktūros schema pateikiama 4 priede.

#### **1.4. Verslo vertinimo reikšmė šiuolaikinėje ekonomikoje**

Šiuolaikinėje ekonomikoje verslas susiduria su daugybe problemų: didėja mokestinė našta, sumažėja klientų skaičius, sutrinka skolininkų mokėjimai, pradeda trūkti apyvartinių lėšų, iškykla daug sunkumų gražinant paskolas kredito įstaigoms, pabrangsta ir tampa sunkiai prieinamas pinigų skolinimas. Dėl šių ir kitų priežasčių verslo vertė ne tik smarkiai krito, bet ir nemažai verslo įmonių buvo priverstos nutraukti veiklą, reorganizuoti ar parduoti savo verslą. Tokiuose procesuose išryškėja verslo vertinimo reikšmės suvokimas ekonomikoje.

Harvardo universiteto Profesorius P. Fernandez (2007) įvardija įvairius atvejus, kada būtent verslo vertinimas tampa reikalingas ekonomikoje:

##### **1. Verslo vertinimas vykdant pirkimo ir pardavimo operacijas:**

- a) pirkėjui - vertinimas padės nustatyti aukščiausią kainą, kurią jis turėtų mokėti;

b) pardavėjui - vertinimas padės nustatyti žemiausią kainą, už kurią jis pasirengęs parduoti.

## **2. Vertinant listinguojamas bendroves:**

a) vertinimas naudojamas tam, kad būtų galima palyginti vertę, kuri įsigyjama su vertybinių popierių biržos akcijos kaina ir nuspręsti - parduoti, pirkti ar laikyti akcijas;

b) listinguojamų bendrovių vertinimas naudojamas tam, kad būtų galima apsispręsti dėl vertybinių popierių, į kuriuos turėtų koncentruotis vertybinių popierių portfelis, t.y. tokie vertybiniai popieriai, kurie atrodytų nepakankamai įvertinti rinkos;

c) listinguojamų bendrovių vertinimas naudojamas atliekant palyginimus tarp bendrovių.

## **3. Atliekant viešąjį vertybinių popierių platinimą:**

a) vertinimas naudojamas tam, kad pagrįstų viešai pasiūlytą akcijų kainą.

## **4. Paveldėjimo ir testamentų atvejais:**

a) vertinimas naudojamas

## **5. Kompensavimo sistemose, kurios pagrįstos vertės sukūrimu:**

a) verslo vieneto vertinimas yra esminis principas kiekybiškai nustatant vertės sukūrimą.

## **6. Vertės faktorių indenfikavimas:**

a) bendrovės ar verslo vieneto vertinimas yra esminis principas identifikuojant ir stratifikuojant (skaidant, sluoksniuojant) pagrindinius vertės faktorius.

## **7. Strateginiai sprendimai dėl ilgalaikio verslo gyvavimo:**

a) verslo vieneto vertinimas yra pirmasis žingsnis priimant sprendimą dėl verslo tęstinumo, pardavimo, sujungimo, vystymo ar kito verslo pirkimo.

## **8. Strateginis planavimas:**

a) bendrovės ar įvairių verslo vienetų vertinimas yra svarbiausias dalykas sprendžiant kokius produktus, verslo linijas, klientus paremti, vystyti ar atsikratyti.

b) vertinimas suteikia priemonę tam, kad išmatuoti galimų bendrovės kursų ir strategijų, susijusių su vertės kūrimu ir naikinimu, įtaką.

Verslo vertinimas naudojamas ne tik sprendžiant klausimus dėl verslo kainos, bet ir kaip švarus kriterijus, renkantis verslo plėtros strategiją. Kreditoriams gali prireikti atlikti verslo vertinimą tam, kad būtų galima pagrįsti paskolų dokumentų pasirašymą, tuo tarpu verslo savininkams vertinimas reikalingas mokesčių ir turto planavimo tikslais. Vertinant verslą gali būti suinteresuotos ir kitos šalys negu savininkai ar kreditoriai: valstybinės bei kontrolės institucijos, draudimo kompanijos, tiekėjai, investuotojai (Dzikevičius, Michnevič, Ževžikova, 2008).

I. Ratner<sup>11</sup>, G. T. Stein, J. C. Weitnauer (2009) pateikia keletą papildomų atvejų, kada verslo vertinimas yra reikalingas:

<sup>11</sup> **I. Ratner** - garsus investicijų patarėjas, kuris savo paslaugas teikia privatiems asmenims, fondams, turto valdytojams bei profesionaliems investuotojams. JAV investicinio Lehman Brothers banko vykdomojo direktorius. Šiuo metu specializuojasi turto valdymo srityje ir yra Barclay Wealth direktorius.

**1. Reorganizacijų (juridiniu asmenų jungimas arba skaidymas) ir rekapitalizacijų (kapitalo struktūros pokyčių) metu.** Verslo susijungimo metu svarbu nustatyti bei teisingai pagrįsti verslo vertę. Jei sujungiant verslą, susijungiama dvi ar daugiau įmonių arba įsigyjama kitos įmonės turtas ir įsipareigojimai, arba visos akcijos, vertė vertinama įsigijimo momentu. Įsigytas turtas ir įsipareigojimai vertinami rinkos verte (VĮ LR apskaitos institutas).

**2. Teismo bylinėjime, kuriame verslo ar tam tikros verslo dalies vertė yra ginčytina** (pirkimo-pardavimo, partnerystės konfliktai). Bet kuriame verslo vertinime, apimančiame bylinėjimąsi ar potencialų bylinėjimąsi, teismai privalo pasitikėti parodymais. Istoriniai faktai yra įtikinamesni parodymai, negu išankstinis kažkieno nuomonės, dėl to kas nutiks, projektavimas. Taigi, dėmesio centras daugumoje verslo vertinimų sandorių tikslais krypsta į būsimus projektavimus. Kuomet reikalingi teisiniai parodymai, dėmesys krypsta į praeities dokumentus, reguliuojamus bet kokių parodymu, kuris gali būti gerai sustiprintas apie numatomus būsimus pokyčius, kurie gali parodyti, kad praeities dokumentai yra netinkami suteikti pagrindą šiam vertinimui.

Apibendrinant verslo vertinimo reikšmę šiuolaikinėje ekonomikoje, galima teigti, jog verslo vertinimas reikalingas dėl daugybės skirtingų priežasčių (verslo pirkimo, pardavimo, sujungimo procesų analizės, priimant įvairius strateginius ir taktinius sprendimus, keičiant juridinį statusą, prašant finansavimo ir kt.) ir iš skirtingų verslo pasaulio perspektyvų, nes tai suteikia suinteresuotoms šalims, įskaitant teismus, vertingos informacijos apie reikalingą sprendimų priėmimo procesą, todėl ši veiklos sritis turėtų būti išsamiau ištyrinėta.

### **1.5. Verslo vertinimo metodai ir jų klasifikavimas**

Mokslinių publikacijų autoriai A. V. Rutkauskas (2006), A. Miečinskienė (2006), J. Žaptorius (2006), G. Garbanovas (2007) ir A. Džikevičius (2008) pateikė išvadą, kad nėra universalus verslo vertės apskaičiavimo metodo, nes kiekvienas atvejis yra unikalus ir turi tam tikrų ypatybių, kurioms įvertinti tinka tik specialūs modeliai. Siekiant rasti pažangiausią verslo vertės skaičiavimo metodiką, kuriami nauji verslo vertės skaičiavimo metodai, tiriami nauji veiksniai, turintys įtakos vertei.

Iki šiol nėra sukurto universalus verslo vertinimo modelio, kuris tiktų visam pasauliui ir sunku pasakyti, ar pavyks jį sukurti, nes kiekviena šalis skiriasi savo išsivystymo lygiu, tradicijomis ir specifiniais ypatumais. Todėl galima pabrėžti, jog ne visuomet yra įmanoma vienoje šalyje efektyvius metodus pritaikyti kitose šalyse ir tikėtis, jog rezultatai bus tokie pat efektyvūs bei teisingi.

Skirtingose šalyse naudojami verslo vertinimo metodai iš esmės tie patys, tačiau jų taikymui būdinga tam tikra specifika. Metodų tapatumas grindžiamas tuo, kad jie turi tą patį teorinį pagrindą. Verslo vertinimo teorija yra pagrįsta vertės teorija ir vertinimo modeliu, todėl paaiškina, kuris metodas

ar jų derinys yra tinkamiausias nustatyti verslo vertę esamomis aplinkybėmis (Kruschwitz, Loeffler, 2006).

R. Neufville<sup>12</sup> (2004) ir T. Rigby (2003) mano, jog verslo vertinimo metodų pasirinkimas priklauso tik nuo vertinimo tikslo. Vertinimo tikslai gali būti dviejų rūšių: pasirinkimo (variantų) - sprendimų analizės metodai ir sprendimų priėmimo - galimybių analizės metodai.

Šiandien yra naudojamas platus verslo vertinimo metodų spektras, kuris gali varijuoti nuo paprastos iki sudėtingos metodikos. Visus vertinimo metodus mokslininkai yra linkę grupuoti skirtingai, tačiau yra ir panašių grupavimo principų. Išanalizavus mokslinę literatūrą, galima išskirti tris pagrindines vertinimo metodų grupes bei jų metodus, kurie įgavo didžiausią specialistų pripažinimą (žr. 5 lent.).

**5 lentelė. Vertinimo metodų grupės ir jų metodai**

Metodų grupės	Metodai	Esmė
Naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizacijos, pinigų srautų diskonto) grupė <sup>13</sup>	Diskontuotų pinigų srautų	Metodo esmė - vertinamo verslo teikiamos naudos - laisvųjų būsimųjų pinigų srautų perskaičiavimas į verslo vertę.
	Pajamų kapitalizacijos	
	Perteklinio pelno	
	Atsipirkimo laiko	
Lyginamosios vertės (pardavimo kainos analogų) grupė <sup>14</sup>	Panašaus verslo sandorių kainos	Metodo esmė - verslo palyginimas su analogišku arba panašiu verslu, kurių sandorių kainos yra žinomos verslo vertintojui.
	Palyginamieji rodikliai : kainos ir pelno santykio, verslo vertės ir pardavimų santykio, akcijos kainos ir grynojo pelno santykio, verslo vertės ir EBITDA santykio ir kt.	
	Kapitalo rinkos	
	Kainos vienam akcininkui	
Lyginamojo metodo ir (arba) pajamų metodo, ir (arba) išlaidų (kaštų) metodo derinys - turto požiūrio metodų derinys	Koreguotas balansas	Metodų derinio esmė - verslo vertės nustatymas taikant įmonės turto, atmetus įsipareigojimus, rinkos vertę nustatančius metodus.
	Perteklinių pajamų	
	Likvidacinės vertės	
	Atstatymo (pakeitimo) vertės	
	Dabartinės vertės ir kt.	

Šaltinis: parengta autorės

Skirtingai vertei nustatyti taikomi skirtingi metodai. Taip pat taikomi ir įvairūs mišrūs bei specialūs metodai (pvz., susijungimo atveju gali būti taikomas ir multiplikacinis metodas). Vertinant

<sup>12</sup> R. de Neufville - inžinierius ir sistemų projektuotojas, žymiausių JAV ir vidurio Europos universitetų vizituojantis profesorius-tyrinėtojas.

<sup>13</sup> Nuo 2012 m. gegužės 1 d. įsigaliojo Turto ir verslo vertinimo metodikos nauja redakcija, kuriame naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizacijos arba pinigų srautų diskonto) grupė vartojama pajamų metodu.

<sup>14</sup> Nuo 2012 m. gegužės 1 d. įsigaliojo Turto ir verslo vertinimo metodikos nauja redakcija, kuriame lyginamosios vertės (pardavimo kainos analogų) grupė vartojama lyginamuoju metodu.



verslą praktikoje dažnai naudojama diskontuotų pinigų srautų, diskontuotų dividendų bei palyginamosios vertės metodai. Beveik visi metodai orientuojasi į ateities sprendimus ir remiasi laisvųjų pinigų srautu. Metodai, tokie kaip įsteigimo kaštų, spėjimo – dažniausiai sutinkami tik mokslinėje literatūroje.

Mokslininko P. Fernandez (2007) teigimu, vertinimo metodus galima suskirstyti į keletą grupių (žr. 6 lent.).

**6 lentelė. Vertinimo metodų grupės**

Balansas	Pelno (nuostolių) ataskaita	Diskontuoti pinigų srautai	Vertės sukūrimas
Balansinės vertės	Akcijos rinkos kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E)	Diskontuotų dividendų (DDM)	Ekonominė pridėtinė vertė (EVA)
Pakoreguotos balansinės vertės	Akcijos rinkos kainos ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą bei amortizaciją santykis (P/EBITDA)	Laisvasis pinigų srautas (FCF)	Ekonominis pelnas (EP)
Likvidacinės vertė	Pardavimai	Pinigų srautas nuosavam kapitalui (CCF)	Pinigų srautų pridėtinė vertė (CVA)
Esminės vertės	Suvestinės ir kitos suvestinės	Pakoreguota dabartinė vertė (APV)	Pinigų srautų grąža investicijoms (CFROI)

Šaltinis: adaptuota pagal Fernandez, 2007, p. 4

Profesorius atliko tyrimą, vertindamas tą patį verslą dešimčia skirtingų verslo vertinimo metodų, gavo tą pačią vertę, kas yra visai logiška visais metodais, darant tas pačias vertinimo prielaidas. Nors ir skirtingais metodais gaunama vienoda verslo vertė.

Dauguma metodų yra glaudžiai susiję tarpusavyje ir papildantys vieną kitą. Skirtingais vertinimo metodais gauti rezultatai yra lyginami tarpusavyje ir tik tuomet gaunamas galutinis įvertinimas. Vertinime galima išskirti grupę metodų ir santykinių vertės matų, kurie gali būti naudojami atskirai ar su lyginamaisiais metodais, nustatant verslo vertę.

D. Burkšaitienė (2001) išanalizavus verslo vertės nustatymo principus, interpretuoja, jog Lietuvos sąlygomis naudoti tikslingiausia ir tinkamiausia verslo vertinimo metodą, kuris jungia du verslo vertinimo modelių posistemius: diskontuotų pinigų srautų metodą ir ekonominio pelno metodą. Šis modelis suteikia daugiausia informacijos apie vertės kūrimo šaltinius ir vertės kūrimo galimybes. Norint šį modelį taikyti, reikia parengti detalią verslo plėtros prognozę ateinantiesiems 5-7 metams bei prognozuoti ilgalaikę tęstinę verslo vertę, t.y. atlikti daug detalesnę verslo analizę, palyginti su kitais verslo vertinimo metodais. Rukauskaitė (2012) pateikia vertinimo būdus pagal bendroves (žr. 5 priedą).

Tačiau I. A. Cooper ir K. G. Nyborg (2006) pateikia verslo vertinimui tik keturis metodus (Dastgir et al., 2010):

1. Valdomų laisvų grynujų pinigų srautų diskontavimas atsižvelgiant į vidutinius svertinius kapitalo kaštus.

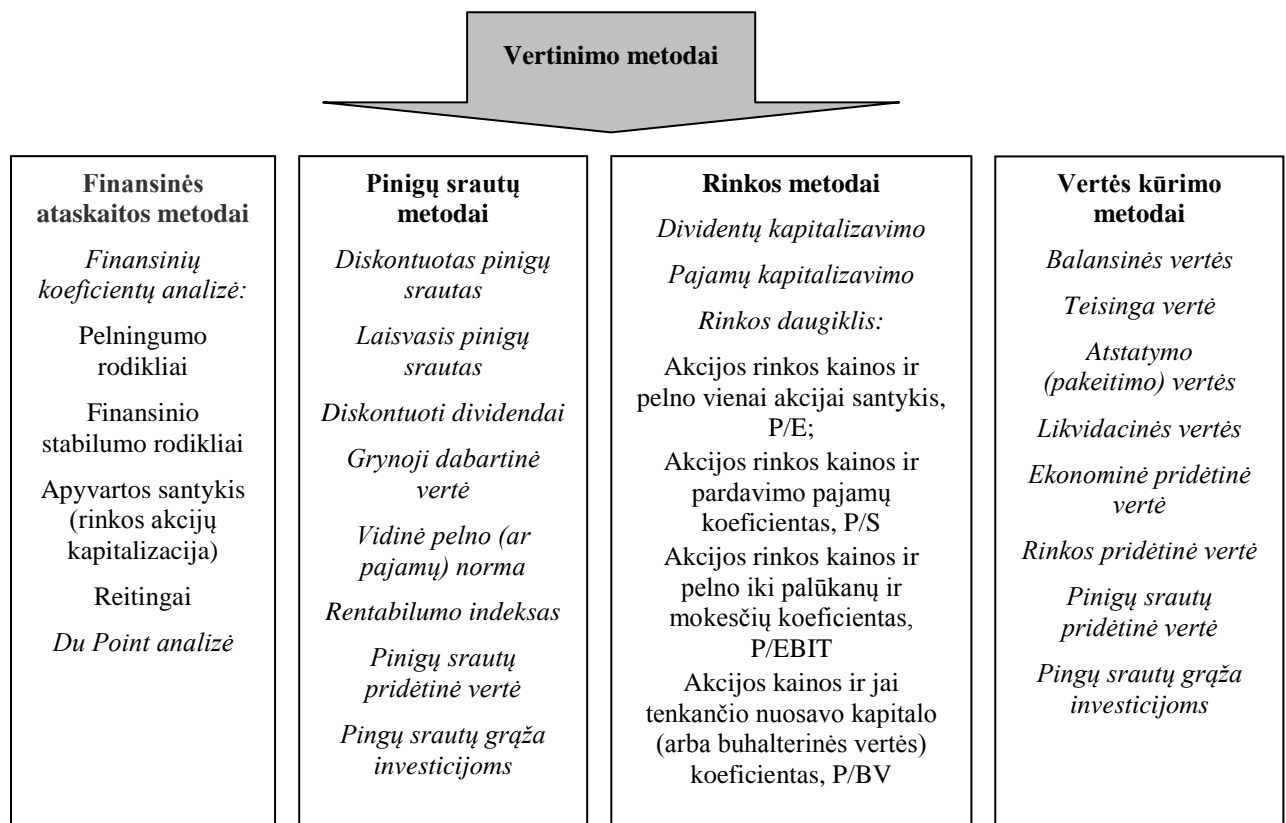
2. Laisvų grynujų pinigų srautų diskontavimas grindžiant nuosavo kapitalo kaštais.

3. Pakoreguota dabartinė vertė.

4. Kapitalo srautų diskontavimas atsižvelgiant į kapitalo kaštus.

L. Dagilienė ir kt. (2006) išskiria keturias vertinimo metodų grupes (žr. 6 pav.) ir vertinimo metodus suskirsto pagal tam tikrus aspektus (žr. 6 priedą).

6 paveiksle, nurodama pinigų srautų pridėtinė vertė ir pinigų srautų grąža investicijoms vertinimo metodai gali būti ir pinigų srautų ir vertės metodų grupėse, nes jie yra apskaičiuojami pagal pinigų srautus ir įvertinti išlaidų kapitalo.



6 pav. Verslo vertinimo metodų klasifikavimas pagal principus

Šaltinis: Dagilienė ir kt., 2006, p. 30

Mokslininkų H. Saring Oded ir S. Z. Benninga (1996) atlikta teorinės vertės veiksmų analizė parodo, jog grynoji dabartinė vertė (angl. Net Present Value) (toliau - NPV) gali geriausiai parodyti verslo vertę, kartu ir akcijų kainą, nes yra įvertinami kapitalo kaštai, laiko veiksnys ir pinigų srautai.

A. Džikevičius, E. Michnevič ir O. Ževžikova (2008) išnagrinėję stochastinį verslo vertinimo modelį, siūlo taikyti stochastinį verslo vertinimo modelį. Modelio pagrindas yra integruotas diskontuotų pinigų srautų ir Monte Karlo metodų taikymas. Monte Karlo metodo indėlis yra tai, jog

finansinių ataskaitų straipsnių prognozės nustatomos kaip atsitiktinių dydžių skirstiniai, nusakyti vidurkiais ir standartiniais nuokrypiais. Stochastinio modelio privalumas - vertė nustatoma atsižvelgiant į prognozuojamų rodiklių riziką, tačiau rizikingi kintamieji gali būti pasirinkti vertintojo nuožiūra. Taip pat šis modelis suteikia galimybę ne tik modeliuoti atskirus verslo vertei įtaką darančius veiksnius, bet ir atlikti modelio jautrumo analizę, nustatant veiksnius, darančius didžiausią įtaką apskaičiuotai verslo vertės pasiskirstymo funkcijai.

Nors iki šios dienos jau yra sukurta nemažai teorinių verslo vertinimo metodų ir modelių, juos praktiškai naudoti vis dar yra sudėtinga, todėl reikia juos toliau tirti ir analizuoti išsamiau (žr. 2 skyrių).

### 1.6. Verslo vertinimo problema

Verslo vertinimo problemas nagrinėjo daugelis užsienio mokslininkų, tokių kaip R. Kaplan ir D. P. Norton (1996), Ch. Adams, A. Neely (2000) ir Lietuvos mokslininkai: P. Chmieliauskas (1996), B. Galinienė (1996), A.V. Rutkauskas (1996), Z. Monkevičienė, V. Vaikšnoras (2003), A. Jurkštienė (2001) ir kt., nes dėl dažnai besikeičiančių pasaulinės konkurencijos sąlygų verslo vertinimas išlieka aktualia ekonomine problema.

Pasak V. Boguslausko ir D. Ulio (2000) viena iš verslo vertinimo problemų yra tai, kad išsivysčiusiose šalyse vertinimo procesas yra strateginių uždavinių sprendimo sudedamoji dalis, nes padeda iširti potencialias verslo galimybes ir kurti vertę ateityje. Besivystančių šalių įmonių vadovai priešinasi siūlymui vertės maksimizavimo uždavinį pripažinti pagrindiniu verslo tikslu. Tačiau tokiose šalyse vertinimo klausimas plačiau diskutuojamas, todėl yra puikios galimybės kurti ir bandyti naujus metodus, labiausiai atitinkančius specifines šalių sąlygas. Šie pagrindiniai verslo vertinimo filosofijų skirtumai tampa gana svarbia problema. Dėl pasaulio ekonomikos globalizacijos ir kapitalo mobilizacijos sparčiai didėja finansinių sandorių tarp išsivysčiusių ir besivystančių šalių, įmonių apimtys, todėl atsiranda būtinybė tinkamai parinkti vertinimo metodus.

A. Džikevičius, E. Michnevič ir O. Ževžikova (2008) išskiria kitą vertinimo problemą, kuri yra susijusi su tuo, kad verslo vertinimo rezultatas negali būti vienareikšmis. Nėra vieno vienintelio skaičiaus, kuris išreikštų verslo vertę. Vertinant verslą naudojamos įvairios informacijos, kuri dažnai būna neišsami ir ne visai patikima. Pats verslas egzistuoja aplinkoje, kuri nuolat kinta - kinta situacija valstybėje, šakoje, rinkoje, keičiasi ir pačios verslo galimybės, o ateities sąlygos niekada visiškai neatitinka ankstesnio laikotarpio sąlygų. Todėl geriausiu atveju egzistuoja galimos vertės skirstinys, o blogiausiu atveju – nustatyta vertė gali smarkiai svyruoti. Be to, vertinimo proceso nepatikimumas dažnai yra toks didelis, kad vertė gali būti ginčytina, net jei taikomas nesudėtingas vertinimo metodas, tačiau taikant įvairius metodus - gaunami skirtingi rezultatai.

Tačiau V. Liubertas (2000) išskiria keletą pagrindinių verslo vertinimo problemų:

1. Informacijos apie vertinamo verslo analogų pirkimo – pardavimo sandorių kainas rinkoje trūkumas. Kiekvieną verslą vertintojas dažnai naudojami jai prieinama duomenų bazė, todėl vertintojams reikėtų daugiau bendradarbiauti su valstybinėmis institucijoms ir notarų kontoromis.

2. Vertinant dažnai stokojama sisteminio požiūrio: nepilnai suvokiamas arba ignoruojamas socialinės, ekonominės, technologinės, architektūrinės ar kitos aplinkos ryšys.

3. Dažnai nesugebama suvokti potencialių vertinimo panaudojimo galimybių ir perspektyvų jį modernizavus, kadangi vertinimas nepakankamai siejamas su raidos galimybėmis.

4. Vertinant verslą nepakankamai apibrėžiama ir ištiriama rinkos kaita bei egzistuojančios rizikos įtaka vertei.

Pasak A. Paškevičiaus (2000) vertinimo problemas sudaro:

1. Lietuvos verslininkų yra silpnos žinios verslo vertinimo srityje. Dauguma verslininkų lengvai gali perleisti verslą arba jo dalį remdamiesi buhalterine verte, arba įvertinę įmonės nekilnojamą ir kilnojamą turtą.

2. Ignoruojamas verslo vertinimas arba atskiri jo metodai. Tam, kad būtų galima įgyvendinti suinteresuotų grupių tikslus.

Taip pat vertinime dažnai daromos klaidos - per daug optimistiškos įmonių pardavimų prognozės, neįvertinant to fakto, kad rinkoje gali sustiprėti konkurencija ir sumažėti pelno maržos. Nepakankamai įvertinamas investicijų poreikis, nes savininkai grindžia pardavimų prognozes, norėdami parduoti visą arba dalį savo firmos kitam asmeniui.

B. Galinienė ir L. Mašalaitytė (2007) analizuoja verslo vertinimo problemas, kurios susijusios su finansine analize. Problema - Lietuvos verslo vertintojai dažnai ignoruoja reikalavimus, nes apsiriboja kur kas kuklesne informacija apie vertinamo objektą bei pastangomis visapusiškai išanalizuoti verslo vertinimo aplinką. Dažnai susiduriama su išsamiu ir nuodugniu paklausos (pirkėjų, klientų) tyrimu, o informacija apie tiekėjus ir galimų pokyčių įtaka, šioje srityje, vertinant verslą ir jo perspektyvas, dažnai neanalizuojama. Neretai paviršutiniškai analizuojamas gamybos procesas ir jį lemiantys veiksniai bei galimi jų pokyčiai.

Taip pat viena iš problemų yra ta, kad atliekant verslo vertinimus dažnai neįvertinama ir informacija apie personalą: jo sudėtį, kvalifikaciją, išsilavinimą, darbuotojų kaitą ir kt. tendencijas. Neatidžiai analizuojant šią informaciją, nustatyta verslo vertė gali nepakankamai tiksliai parodyti vieną iš svarbiausių nematerialaus turto sudedamųjų - žmogiškojo kapitalo vertę. Minėti veiksniai neabejotinai turi įtakos vertinamo verslo perspektyvoms. Mokslininkas P. Fernandez (2007) pateikia tokias dažniausiai daromas klaidas vertinant verslą:

1. Pasirenkama netinkama rizikinga pelno norma.
2. Neįtraukiama šalies rizika.

3. Naudojama diskonto norma yra mažesnė nei nerizikinga pelno norma.
4. Blogai apibrėžiami pinigų srautai.
5. Neįvertinami pinigų srautai, atsirandantis iš būsimų investicijų.
6. Daromos klaidos vertinant verslus, kurios pasižymi sezoniškumu.
7. Neprognozuojamos balanso sąskaitos, kurios daro įtaką pinigų srautams.
8. Pernelyg didelis optimizmas prognozuojant pinigų srautus.
9. Naudojami realūs pinigų srautai.
10. Nuosavo turto vertė bus pastovi per ateinančius penkerius metus.
11. Verslo vertė neatitinka laiko nuoseklumo.
12. Sumaišomos vertės ir kainos sąvokos.
13. Naudojama nominali diskonto norma.
14. Ekonominių sąlygų pokyčiai veikia jau pasirašytas sutartis.
15. Neatitikimai tarp diskonto normos ir prognozuojamos infliacijos.
16. Naudojamos skirtingos diskonto normos, diskontuojant skirtingų laikotarpių pinigų srautus.

A. Džikevičius, E. Michnevič, O. Ževžikova (2008) teigia, jog pagrindinis informacijos šaltinis ir pagrindas verslo vertinimui - finansinės apskaitos teikiama informacija. Apskaitos valdymo analizė, vertinant verslą Lietuvoje, dažnai apsiriboja nuoroda, kad vertinant naudojami audituoti arba neaudituoti finansinės apskaitos duomenys, tačiau apskaitos valdymas versle turi būti įvertintas ir į jį privalu atsižvelgti, nustatant verslo riziką ir galutinę verslo vertę.

Nuo 2002 metų buvo tęsiami Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo (1999) pakeitimo įstatymo projekto taisymai ir svarstymai, Turto vertinimo metodikos, postulatų ir teiginių neatitikimas kitiems teisės aktams (LR Civilinio Kodekso ir Civilinio proceso kodekso normoms).

Vertybinių popierių komisijos pirmininko pavaduotojas V. Cibas (2011) atkreipė dėmesį į esamą problemą: verslo vertinimą reglamentuojančių teisės aktų gausa, pasenusius nacionalinius teisės aktus ir reglamentavimo skirtumus. Tai trukdo objektyviai nustatyti vertę ir sudaro sąlygas piktnaudžiavimui - vertintojas gali rinktis užsakovui patogiausią reglamentavimą ir tokiu būdu gauti pageidaujamą rezultatą.

Apibendrinat Lietuvos ir užsienio mokslinę literatūrą, kuri susijusi su vertinimo problemomis, galima teigti, jog verslo vertinimas būna nepakankamai pagrįstas, nes yra surinktos informacijos trūkumas ir nepakankamas verslo vertinimo ataskaitos įforminamas dėl įvairių ribojamų nuostatų. Verslo vertinimas yra daugiasluoksnis ir įvairiapusis procesas, apimantis tiek patį verslą, tiek jo aplinkos analizę. Tie, kurie nėra susipažinę su verslo vertinimu, dažnai tebeklysta manydami, kad verslas turi vienareikšmišką ar faktinę vertę ir kad vertinimo proceso tikslas yra tą vertę surasti. Taip samprotaujant yra supaprastinama verslo vertinimo problema.

## 2. VERSLO VERTINIMO TYRIMO METODOLOGIJA

Šiame skyriuje, išnagrinėjus mokslinę literatūrą ir mokslininkų atliktus verslo vertinimo tyrimus, pateikiami plačiausiai naudojami ir patikimiausi verslo vertinimo metodai, jų taikymas ir kriterijai, išskiriant jų privalumus ir trūkumus.

### 2.1. Naudojimo pajamų vertės grupės metodai ir jų taikymas

**Naudojimo pajamų vertės grupės metodai** - dažniausi ir populiariausi metodai, kurie taikomi vertinant verslą kaip subjektą, kuris turi geras plėtros perspektyvas. Vienas iš didžiausių šių metodų privalumų yra tas, jog pabrėžia jų investicinį požiūrį į verslą ir gebėjimas įvertinti verslo ateities galimybes. Šie metodai remiasi tais pačiais principais, kurie taikomi ir kitiems vertinimo metodams. Taikant visus pajamų požiūriu grindžiamus metodus, turi būti vertinamas verslo augimas.

Verslo vertinimas, pagrįstas pajamų požiūriu, apima tokius vertinimo metodus, kaip diskontuotų pinigų srautų, pajamų kapitalizacijos, perteklinio pelno, atsipirkimo laiko, vidinės pelno normos ir kt. (žr. 6 lent.). Kai kurie autoriai šiai grupei priskiria ir pridėtinės ekonominės vertės (EVA) metodą, Edvardso-Belo-Olsono (EBO) metodą ir kt. (Ževžikova, Rutkauskas, 2008). Dažniausiai šios grupės verslo vertinimui naudojami diskontuotų pinigų srautų ir pajamų kapitalizacijos metodai. Tiek diskontavimo, tiek pajamų kapitalizacijos technika turi daugybę atmainų.

Naudojimo pajamų vertės grupės metodai taikomi vertinant šiuos objektus:

1. Verslus (išskyrus smulkias arba likviduojamas), planuojant investicijas, reorganizavimo ir kitais atvejais.
2. Kitą turtą, kaip verslo objektą, duodantį pelną, arba tikintis, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės jo vertę rinkoje.

Vertinimo praktikoje dažniausiai naudojami pinigų srautų diskonto ir pajamų kapitalizavimo skaičiavimo būdai. Verslo vertei nustatyti paprastai naudojami keli skirtingi skaičiavimo būdai. Gauti rezultatai lyginami tarpusavyje ir priimamas sprendimas dėl vertės. Kaip ir kiti vertinimo metodai, naudojimo pajamų vertės metodas gali būti patikimai naudojamas, turint pakankamai lyginamųjų duomenų. Esant šių duomenų trūkumui, metodą galima naudoti, atliekant bendrąją analizę.

Taikant naudojimo pajamų vertės metodus, į duomenis įtraukiami nuomos, pajamų, išlaidų, kapitalizacijos ir diskonto normų duomenys. (Čepulis ir kt., 2011).

Rinkos tyrimai daugeliu atvejų svarbūs, taikant naudojimo pajamų vertės metodą. Atliekami rinkos tyrimai suteikia tiek konkrečius duomenis, tiek kokybišką lyginamąją informaciją ir padeda įvertinti analizės rezultatų tinkamumą. Taigi, šis metodas turi ne tik kiekybinę ar matematinę išraišką, bet ir leidžia atlikti kokybinį vertinimą.

### 2.1.1. Diskontuotų pinigų srautų metodai

**Diskontuotų pinigų srautų metodas (angl. Discounted Cash Flow)** - verslo vertinimo metodas, kuriuo vertinama dabartinė bendrovės laisvų pinigų srautų vertė. Verslo vertė nustatoma, atsižvelgiant į bendrovės gebėjimą sukurti pinigų srautus ateityje, kurie diskontuojami į dabartinę vertę (Shiefner, Schmidt, 2003). Metodo pagrindą sudaro būsimų pinigų srautų dabartinės vertės diskontavimas.

Diskontuotų pinigų srautų skaičiavimai buvo naudojami tam tikra forma, nes pinigai pirmą kartą, senovėje, buvo paskolinti už palūkanas. Po 1929 m. fondų biržos kracho, diskontuoto pinigų srauto analizė įgijo populiarumą kaip vertinimo metodas.

Būsimų pinigų srautų vertinimo proceso koncepcijos pradininkas yra I. Fisher<sup>15</sup> (1930) knygoje „The Theory of Interest“ ir J. B. Williams<sup>16</sup> (1938) „The Theory of Investment Value“, o tolesni tyrimai šioje srityje buvo atlikti M. J. Gordon (1962)<sup>17</sup>. Williams teoriją galima nusakyti vienu sakiniu: „norėdami sužinoti, ko verti šiandien vienokie ar kitokie vertybiniai popieriai, apskaičiuokite, kiek pinigų jie pelnys per savo galiojimo laikotarpį ir tą sumą diskontuokite į dabartinę vertę“. Tai pagrindinė metodika, kurią taikė Buffettas vertindamas kompanijas.

Šis metodas naudojamas vertinant veikiančias ir artimiausioje ateityje veiksiančias bendroves, nes diskontuotų pinigų srautų metodu vertinama bendrovė yra kaip būsimų pinigų srautų šaltinis.

Diskontuotų pinigų metodas lengviausiai pritaikomas bendrovėm, kurių pinigų srautai yra teigiami ir gali būti patikimai prognozuojami ir kai yra pagrindas nustatyti diskonto normai. Metodas remiasi prielaida, kad investuotojas nemokės už verslą didesnės sumos nei dabartinė pinigų srautų, kuriuos generuoja verslas, vertė (Galinienė, 2004).

M. Hoesli et al. (2005) teigimu, diskontuotų pinigų srautų metodas pagrįstas fundamentaliomis charakteristikomis ir dėl to mažiau priklauso nuo rinkos lūkesčių ir nuomonių svyravimo. Jis labiau tinkamas, kai investuotojas nori įsigyti visą arba dalį verslo, nes priverčia išanalizuoti visą verslą, jo veiklos principus ir charakteristikas. Metodas atsižvelgia į pinigų laiko vertę ir turi unikalų rezultatą, nepriklausomai nuo investuotojų pasirenkamos rizikos.

Diskontuotų pinigų srautų metodas turi daug kintamųjų: keičiasi bazinės palūkanų normos, skolinto ir nuosavo kapitalo kaštai ir pan. Keičiantis kintamiesiems, keičiasi ir galutinė verslo vertė.

<sup>15</sup> **I. Fisheris - I. Fisheris** - vienas žymiausių XX a. ketvirtąjo dešimtmečio JAV ekonomistų, neoklasikinės ekonomikos krypties atstovas. *Pinigų teorijos* pradininkas. Daugybės mokslo darbų, nagrinėjančių statistikos teoriją bei *Fisherio formulės* autorius. 1918 buvo Amerikos ekonomikos asociacijos prezidentu, o 1931-1934 m. *Ekonominės draugijos* prezidentu.

<sup>16</sup> **J. B. Williams** - vienas iš pirmųjų ekonomistų, kuris peržiūrėjo akcijų kainas, kaip nustatyta „vidinę vertę“. Žinomas dėl savo 1938 m. išleisto veikalo - „Investicinės vertės teorija“. Veikalo pagrindu buvo jo disertacija, kuri buvo viena iš pirmųjų, aiškiai suformuluojančių vertinimą diskontuotų pinigų srautų teorijos ir vertinimą dividendų pagrindu.

<sup>17</sup> **M. J. Gordonas** - JAV ekonomistas, finansų profesoriaus Toronto universiteto Rotmano vadybos mokykloje. 1959 m. paskelbė, kad atrado metodą, kuriuo galima įvertinti acinį kapitalą, augančiųjų dividendų modelį.

Taigi, verslo vertę reikia nuolat perskaičiuoti ir tikslinti, nes gautas rezultatas niekada nėra galutinis.

Diskontuotų pinigų srautų metodas apskaičiuojamas pagal formulę (žr. (1) formulę):

$$\mathbf{DCF} = \frac{CF_1}{(1+DR)} + \frac{CF_2}{(1+DR)^2} + \frac{CF_3}{(1+DR)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+DR)^n}; \quad (1)$$

Čia: CF - būsimi pinigų srautai periodo metu;

DR - diskonto norma, atspindinti pinigų srautų rizikingumą;

n - prognozuojamas laikotarpis, metai.

Diskontuotų pinigų srautai, tenkantys bendrovei (angl. Free Cash Flow to Firm), apskaičiuojami pagal formulę (žr. (2) formulę ir 7 lent.):

$$\mathbf{DCF} = \frac{FCFF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n}; \quad (2)$$

Čia: FCFF - būsimi laisvi pinigų srautai bendrovei periodo metu (žr. (3) formulę);

WACC - svertinis kapitalo (nuosavo ir skolinto) sąnaudų vidurkis;

n - prognozuojamas laikotarpis, metai.

$\mathbf{FCFF} = \text{EBIT} (1 - \text{bendrovės mokesčių norma}) - (\text{kapitalinės išlaidos} - \text{nusidėvėjimas}) -$   
(apyvartinio kapitalo pokytis); (3)

**Svertinis kapitalo kaštų vidurkis (angl. Weighted Average Cost of Capital)** naudojamas įvertinti pinigų srautus iš viso investuoto kapitalo. Diskonto norma lygi nuosavo kapitalo pelningumo ir skolintų lėšų palūkanų normos svertiniam vidurkiui (žr. (4) formulę) (Copeland et al., 1994):

$$\mathbf{WACC} = W_{sk} * K_{sk} (1-T) + W_{pa} * K_{pa} + W_a * K_a; \quad (4)$$

Čia: T - pelno mokesčio dalis;

$K_{sk}$  - skolinto kapitalo kaina;

$K_{pa}$  - privilegijuotų akcijų sąnaudos;

$K_a$  - paprastųjų akcijų sąnaudos;

$W_{sk}$  - skolinto kapitalo dalis;

$W_{pa}$  - privilegijuotų akcijų dalis;

$W_a$  - paprastųjų akcijų dalis.



Svertinis kapitalo kaštų vidurkis atsižvelgia į kiekvieno kapitalo šaltinio rizikos dydį. Dėl rizikos, infliacijos, kapitalo institucijų pokyčių, diskonto normos dydis nėra pastovus ir gali kisti prognozuojamu periodu (Galinienė, 2004).

**7 lentelė. Verslo vertinimas**

Turtas		Įsipareigojimai	
Nagrinėjami pinigų srautai yra sugeneruoti turto, prieš bet kokius skolų mokėjimu, bet po reinvesticijų būsimo turto sukūrimui.	Turimas turtas	Akcijų nuosavybė	Diskonto norma proporcingai atspindi skolos ir nuosavo kapitalo sąnaudas
	Būsimas turtas	Skola	
Dabartinė vertė yra viso verslo vertė, atspindinti visų pretenzijų bendrovei vertę.			

Šaltinis: Verslo žinios, 2010, p. 5

Taigi, verslo vertė yra nustatoma diskontuojant laisvų pinigų srautus, tenkančius bendrovei, t.y. laisvas pinigų srautas, atskaičius veiklos sąnaudas, reinvesticijas ir mokesčius, bet prieš bet kokius mokėjimus skolintojams ar akcininkams, diskontuotas svertiniu kapitalo sąnaudų vidurkiu, kuris yra skirtingų verslo finansavimo sąnaudų, ir pasvertas pagal jų rinkos vertės proporcijas.

Diskontuotų pinigų srautai, tenkantys kapitalui (angl. Free Cash Flow to Equity), apskaičiuojami (žr. (5) formulę ir 8 lent.):

$$DCF = \frac{FCFE_1}{(1+k_e)} + \frac{FCFE_2}{(1+k_e)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+k_e)^3} + \dots + \frac{FCFE_n}{(1+k_e)^n}; \quad (5)$$

Čia: FCFE - būsimi laisvi pinigų srautai akcininkams periodo metu (žr. (6) formulę);

$k_e$  - nuosavo kapitalo sąnaudos;

$n$  - prognozuojamas laikotarpis, metai.

$$FCFE = \text{Grynas pelnas} - (1-\text{skola/kapitalas}) \times (\text{kapitalinės išlaidos} - \text{nusidėvėjimas}) - (1-\text{skola/kapitalas}) \times (\text{apyvartinio kapitalo pokytis}); \quad (6)$$

**8 lentelė. Akcininkų nuosavybės vertinimas**

Turtas		Įsipareigojimai	
Nagrinėjami pinigų srautai yra iš turimo turto po skolų mokėjimų ir po reinvesticijų, reikalingų būsimo turto kūrimui bei ateities augimui.	Turimas turtas	Akcijų nuosavybė	Diskonto norma atspindi tik finansavimo nuosavo kapitalu sąnaudas
	Būsimas turtas	Skola	
Dabartinė vertė yra viso verslo vertė, atspindinti visų pretenzijų įmonei vertę.			

Šaltinis: Verslo žinios, 2010, p. 6

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

Apibendrinus, galima teigti, jog yra du skirtingi būdai verslui vertinti:

1. Verslą vertinti akcininkų nuosavybę bendrovėje diskontuojant būsimus laisvus pinigų srautus akcininkams ir tęstinę akcininkų nuosavybės vertę naudojant nuosavo kapitalo sąnaudų diskonto normą;

2. Galima vertinti visą verslą diskontuojant būsimus laisvus pinigų srautus, tenkančius bendrovei, ir tęstinę verslo vertę naudojant viso kapitalo sąnaudų diskonto normą.

A. Dzikevičius ir kt. (2007) atsižvelgę į įvairių autorių siūlomus diskontuotų pinigų srautų metodo modelius, siūlo tokius verslo vertinimo pagrindinius etapus, kurie sudaro metodo pagrindą:

1. Praeities rezultatų analizė. Šiuo etapu nagrinėjamos bendrovės finansinės veiklos ataskaitos ir skaičiuojami finansinės veiklos rodikliai, investuotas kapitalas ir laisvas pinigų srautas. Didžiausias dėmesys turi būti skiriamas tokiems rodikliams, kaip pelno norma, investuoto kapitalo rentabilumas. Įvertinus vertę lemiančius veiksnius, analizuojami gauti rezultatai, tendencijos, lyginama su kitos šakos bendrovių rezultatais.

2. Ateities veiklos prognozavimas. Svarbiausia žinoti, kokius rezultatus bendrovė gali pasiekti ateityje, atsižvelgiant į pagrindinius vertės veiksnius: augimo tempą bei investicijų rentabilumą.

3. Diskonto normos nustatymas. Mokslinėje literatūroje teigiama, kad diskonto normos nustatymas yra vienas iš svarbiausių užduočių vertinant verslą. Šiuo metu dar nėra vieno požiūrio, kur rizika turėtų atsispindėti - diskonto normoje ar pinigų srautuose. JAV mokslininkai, tyrimo metu kuriame dalyvavo 2700 respondentų, nustatė, kad dažniausiai infliacija, politinė rizika ir valiutų kursų svyravimo rizika - įvertinama diskonto normoje, o mokesčių pokyčiai - pinigų srautuose (žr. 7 priedą) (Keck et al., 1998).

4. Verslo vertės apskaičiavimas (tęstinės ir vertės prognozuojamam periodui nustatymas). Nustatoma tęstinoji vertė, kuri yra pinigų srauto, kuris bus gautas po prognozuojamo periodo, vertė. Ši vertė diskontuojama taikant vidutinę svertinę kapitalo kainą (diskonto normą) ir gaunama dabartinė tęstinumo vertės reikšmė.

5. Rezultatų tikrinimas ir interpretavimas. Susumuojami diskontuoti prognozuojami pinigų srautai, diskontuota tęstinoji vertė ir įvertinami skaičiavimo rezultatai.

Tačiau metodikoje „Verslo pardavimas ir įsigijimas“ nurodoma, jog siekiant vertinti verslą diskontuotų pinigų srautų metodu, būtini tokie žingsniai:

1. Parengti laisvųjų pinigų srautų prognozes.
2. Įvertinti svertinius kapitalo kaštus.
3. Įvertinti tęstinę verslo vertę.
4. Apskaičiuoti prognozuojamų pinigų srautų dabartinę vertę.
5. Apskaičiuoti tęstinę verslo vertę.
6. Pridėti pinigų perteklių ir ne veiklos investicijas.
7. Atimti finansines skolas.
8. Apskaičiuoti nuosavo kapitalo vertę.

Pagal profesorių Asw. Damodaran<sup>18</sup> (2007) nepatartina taikyti šį metodą, jeigu bendrovės:

1. Patiria nuostolius ir turi neigiamus pinigų srautus, nes tokiu atveju dėl didelės bankroto galimybės, prognozuoti pinigų srautus labai sudėtinga.

2. Turi cikliškumą, nes bendrovių pelningumas ir pinigų srautai turi tendenciją kilti ekonominio pakilimo metu ir leisti ekonominio nuosmukio metu. Jeigu šiuo atveju taikomas šis metodas, prognozuojami pinigų srautai išsilygina ir neatspindi realios situacijos.

3. Turi nenaudoto turto, nes diskontuoti pinigų srautų metodas naudoja tik to turto vertę, kuris sukuria pinigų srautus. Tokiu atveju rezultatas neįskaičiuoja nenaudojamo turto vertės ir mažina verslo vertę.

4. Turi nenaudojamų patentų, nors jie ir turi vertę, nes šis metodas neįtraukia tokių patentų vertės, nes jie nekuria pinigų srautų ir verslo vertę sumažėja.

5. Yra restruktūrizavimo procese. Restruktūrizuojant verslą perkamas ir parduodamas turtas, keičiasi kapitalo struktūra bei dividendų politika. Todėl, dėl šių priežasčių, prognozuoti pinigų srautus sudėtinga, nes sunku įvertinti rizikos laisvą.

6. Yra uždaros ir nedidelės, nes susidurima su problema, kaip nustatyti diskonto normą. Diskonto normos skaičiavimas remiasi istorinėmis akcijų kainomis, o uždarosios akcinės bendrovės nėra listinguojamos, tai padaryti būtų sudėtinga.

7. Susijusioms su verslo pirkimais, nes pinigų srautams sunku įvertinti tokį efektą.

Mokslininkai J. Graham, C. Harvey ir P. A. Ryan (2002) metodą pripažinę kaip vieną svarbiausių, tačiau vadovai nenaudojantys šio metodo ir išvardino pagrindines priežastis, kurios yra susijusios su panaudojimo trūkumais:

1. Dabartinės vertės metodai suteikia nepatenkinamus rezultatus;
2. Verslo rizika ir neapibrėžtumas ilgesniame laikotarpyje mažino šių metodų svarbą;
3. Verslo ir ekonominiais duomenimis negalima pasitikėti;
4. Vadovai skeptiškai žiūrėjo į šių metodų praktinę naudą;

---

<sup>18</sup> **Asw. Damodaran** - Sterno verslo mokyklos, Niujorko universiteto profesorius. Įmonių finansų ir kapitalo vertinimo specialistas. Profesorius 2001 -2007 metais parašęs knygų apie įmonės vertinimą ir finansus bei investicijų valdymo klausimais.

5. Pagrindiniai trūkumai panaudojant šį metodą: būsimų pinigų srautų prognozavimas, būsimų išlaidų galimybių pripažinimas ir pripažinimas bei įvertinimas kitų nepelno rodiklių.

Vertinant verslą diskontuotų pinigų srautų metodu būtina įvertinti šio metodo privalumus ir trūkumus (žr. 9 lent.).

**9 lentelė. Diskontuotų pinigų srautų metodo privalumai ir trūkumai**

Privalumai	Trūkumai
Geba geriau nei kiti metodai parodyti realią rinkos vertę.	Daugeliui veikiančių bendrovių laukiamų piniginių įplaukų limituotas terminas gali būti atsitiktinis, nerealistinis.
Galimybė pritaikyti bet kuriai efektyviai veikiančiai, t. y. su teigiamais pinigų srautais, įmonei.	Nėra adekvačios vertinimo galimybės aktyvų, kurie nuolat negeneruoja pinigų srautų, bei nelauktų, bet vertingų dėl savo vertės didinimo potencialo, įplaukų artimiausioje ateityje.
Metodas tinka grįžusioms į rinką bendrovėms vertinti, kurių investicinės rizikos laipsnis santykinai aukštas.	Netinkamas toms bendrovėms, kurios sistemingai patiria nuostolių, vertinti dėl diskontavimo objekto nebuvimo.
Skaičiuojant įvertinamas laiko veiksnys, t. y. ateities lūkesčiai.	Didelė darbo apimtis gaunant prognostinius duomenis apie pinigų srautus.
Galimybė įvertinti rinkos situaciją nustatant atitinkamą diskonto normą.	Skaičiuojant neįvertinama ta pajamų sudedamoji dalis, kuri tiesiogiai susijusi su aktyvų verte.
Geba įvertinti atskirų elementų ekonominį senėjimą skaičiavimo metu.	Didėjant prognozuojamam periodui labai mažėja duomenų dėl ateities pinigų srautų patikimumas (nes neįmanoma patikimai prognozuoti infliacijos ir dėl pajamų iš gauto pinigų srauto reinvestavimo nustatymo sudėtingumo).
Leidžia įvertinti investicijų riziką diskonto normoje.	Dėl nepakankamo patikimumo šis metodas turėtų būti taikomas tik kartu su kitais metodais.

**Šaltinis:** Džikevičius ir kt., 2007, p. 231

C. S. Verginis ir J. S. Taylor (2004) teigimu, diskontuotų pinigų srautų metodas turi būti pagrindiniais vertinimo metodais, nes jie techniškai pranašesni už kitus metodus.

Ženevos universiteto, Ekonomikos ir socialinių mokslų profesorius Hoesli su kitais profesoriais (2005) moksliniuose darbuose teigia, jog diskontuotų pinigų srautų metodo pagrindiniai trūkumai – diskonto normos parinkimas, apskaičiuojant pinigų srautus neįvertinamas neapibrėžtumas. Jeigu pinigų srautai bus prognozuojami netiksliai, vertinimas taip pat bus labai netikslus. Metodo trūkumas - reikia daug duomenų ir informacijos, kurią gali būti sudėtinga gauti arba ji gali būti iškraipyta. Taip pat nėra garantijų, kad rinkos kaina pasieks apskaičiuotą tikrąją vertę.

Apibendrinus mokslinę literatūrą, galima teigti, jog diskontuotas pinigų srautas - žinomiausias ir plačiausiai naudojamas moksliniuose ir praktiniuose tyrimuose. Pažymima, kad šis vertinimo metodas yra labai lankstus, dėl ko atsirado nemažai rodiklių, kurie remiasi diskontuoto pinigų srauto pagrindu: dabartinė vertė (angl. Present Value, PV), grynoji dabartinė vertė (angl. Net

Present Value, NPV), vidinė grąžos norma (angl. Internal Rate of Return, IRR), dividendų diskontavimo modelis (angl. Dividend Discount Model, DDM) ir kiti. Atliekant verslo vertinimą galima vertinti verslą kaip nuolat veikiančią bendrovę arba, kaip tam tikrą turtą generuojantį pinigų srautus, taip pat verslą vertinti tik akcininkų nuosavybe. Yra ir ekvivalentiški būdai, kuriais galima atlikti diskontuotų pinigų srautų vertinimą: būsimų laisvų pinigų srautų metodas, t.y. laisvų pinigų srautų, tenkančių akcininkams ir laisvų pinigų srautų, tenkančių bendrovei modeliai, bei dividendų diskontavimo modelis. Diskontuotų pinigų srautų metodas reikalauja išsamių veiklos prognozių, taip pat šis metodas parodo verslo vertę, o ne kainą.

**Diskontuotų dividendų modelis (angl. Dividend Discount Model).** Jei norima vertinti bendrovės akcijų vertę, naudojant dividendus kaip pinigų srauto pagrindą, yra taikomas dividendų diskonto modelis. Diskontuotų dividendų modelis - specialus akcinio kapitalo vertės nustatymo atvejis. Pinigų srautai suprantami kaip dividendai, nes investuotojas, kuris įsigyja akcijų, gauna pajamas tik dividendų išraiška. Modelis konstatuoja, kad esama akcijos vertė yra lygi diskontuotiems būsimiems dividendams (Palepu et al., 2000).

Vienas iš pirmųjų ekonomistų Williams, būsimųjų dividendų srautų diskontavimui atsižvelgia į: dabartinius dividendus, investuotojo numatytą grąžos normą bei suprojektuotą dividendų augimo normą neribotam laikotarpiui (Gordon, 1959).

S. Harris et al. (2008) teigimu, modelio esmė yra dabartinės vertės taisyklė - bet kokio turto vertė yra ateities diskontuotų pinigų dabartinė vertė, diskontuojant juos pagal diskonto normą, atitinkančią pinigų srautų rizikos lygį. Jis sąlygojo pinigų srautų diskonto metodo atsiradimą, įvertino pinigų laiko efektą ir bendrovės gyvavimo ciklus.

D. Burkšaitienės (2007) manymu, dividendų diskontavimo modelio taikymo prielaida - paprastosios akcijos vertė yra dabartinė visų būsimųjų dividendų vertė. Tai būsimąjo dividendų srauto diskontavimas iki esamosios vertės. Nors šis modelis minimas įvairiuose finansų vadovėliuose, tačiau nenaudojamas praktiškai. Tai riboja pastovi ir auganti dividendų išmokų prielaida, kurios iš tiesų beveik nepasitaiko.

Diskontuotų dividendų modelis apskaičiuojamas pagal formulę (žr. (7) formulę):

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+k_e)^n}; \quad (7)$$

Čia:  $D_1$ ,  $D_2$  ir t.t. - kiekvienų būsimų ateities periodų pabaigoje planuojami dividendai;

$P_0$  - akcijos dabartinė vertė (kaina);

$P_n$  - akcijos pardavimo kaina;

$k_e$  - diskonto norma, arba akcinio kapitalo reikalaujamas pelningumas, pagal rizikos laipsnį.

Diskontuotų dividendų modelis yra labiau naudojamas, kai reikia greitos analizės ir nėra vidinių duomenų apie bendrovę. Daugiausiai naudojamas akcijų parinkimui į investicinį portfelį, kai reikia išanalizuoti daug bendrovių ieškant investicinių alternatyvų. Metodas siekia įvertinti realius išmokėjimus akcininkams. O diskontuoti pinigų srautų metodas labiau tinka, kai turima daug vidinės informacijos ir kai tiesiogiai bendradarbiaujama su bendrovės vadovybe, nes remiantis vidine bendrovės informacija galima įvertinti ir verslo galimybes (Kancerevičius, 2009).

Skaičiavimas gali būti sudėtingas, todėl pastaruoju metu dažniau remiamasi ne dividendų diskontavimu, o pinigų srautų diskonto metodu. Diskontuotų dividendų modelis turi stipriasias ir silpnasias puses (žr. 10 lent.).

**10 lentelė. Diskontuotų dividendų modelio stipriosios ir silpnosios pusės**

Stipriosios pusės	Silpnosios pusės
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Geriausiai tinka bendrovėms kurių augimo norma yra panaši ir turi išvystytą dividendų mokėjimo politiką.</li> <li>- Dividendų išmokėjimo lygis turėtų atlikti stabilaus augimo normas, nes dauguma stabiliai augančių bendrovių moka didelius dividendus.</li> <li>- Dividendai yra vienintelis piniginis investuotojų šaltinis.</li> <li>- Dividendų prognozei reikia mažiau prielaidų nei laisvų pinigų srautų prognozei sudaryti.</li> <li>- Vertinimas, paremtas dividendais, bus mažiau kintantis per laikotarpį nei paremtas pinigų srautais, nes dividendų lygį akcininkai siekia išlaikyti stabilų, nors pajamos/pelnas ir kinta.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sunku įvertinti bendroves, kurios moka mažiau dividendų nei leidžia jos galimybės ir pinigų srautai, akcijos.</li> <li>- Naudojant šį metodą, nuosavas kapitalas nesusiejamas su grynųjų pinigų balansu ir todėl neįvertinama viso verslo vertės, nes pinigų balansas gali būti didelis ir į augantis, o dividendų mokama mažai.</li> <li>- Diskonto norma nėra apibrėžta.</li> <li>- Ne visos kompanijos moka dividendus, todėl reikia nustatyti galima dividendų mokėjimo normas.</li> </ul>

Šaltinis: sudaryta pagal Gordon, 1959

Diskontuotų dividendų modelis ir diskontuoti pinigų srautų metodas duoda skirtingus rezultatus. Rezultatas sutaps tik tada, jeigu diskontuotų pinigų srautų metodas bus lygus dividendams arba didesnis už dividendus. Dažniausiai susiduriama, jog diskontuoti pinigų srautų metodu gaunama didesnė vertė nei diskontuotų dividendų modeliu. Jei taip yra, galima laikyti, jog skirtumas yra dividendų politikos kontrolės vertė. O jeigu vertė gaunama diskontuotų dividendų modeliu didesnė, kas būna gana retai, tai reiškia, kad tokie dividendai nebus įmanomi išlaikyti ilgesnį laiką.

### 2.1.2. Pajamų kapitalizacijos metodas

**Pajamų kapitalizacijos metodas (angl. Income Capitalization)** - sutrumpinta diskontuoto pelno metodo versija. Metodo pagalba, vertinant verslą, atsižvelgiama į dabartinę bendrovės ateities pajamų vertę, tik skirtingai nei diskontuotų pinigų srautų metode, šiame metode nėra apibrėžto vertinimo laikotarpio. Vertinimo metu daroma prielaida, jog bendrovė sugebės generuoti tam tikras pajamas neapibrėžtą laiką, pabrėžiant, kad pinigai, kurie bus gaunami neapibrėžtą laikotarpį, bus verti vis mažiau, t. y. kuo periodas ilgesnis, tuo tokių pajamų įtaka dabartinei verslo vertei bus mažesnė.

B. Galinienės (2004) teigimu, vertinant verslą reikia turėti duomenų apie būsimus pinigų srautus, kuriuos po to turėtų diskontuoti ir taip rasti jų dabartinę vertę. Tačiau to nereikia, kai tikimasi, jog bendrovės metiniai pinigų srautai ateityje turės daugiau ar mažiau stabilius prieaugio tempus. Tokiu atveju, vertinant verslą, reikalingas tikrai vienerių metų pinigų srautas ir atitinkama kapitalizacijos norma, kuri paprastai išvedama iš diskonto normos, išskaičiuojant laukiamus vidutinius metinius pinigų srautų prieaugio tempus. Kuo šie prieaugio tempai yra didesni, tuo kapitalizacijos norma mažesnė, o verslo vertė didesnė.

Taikant pajamų kapitalizavimo skaičiavimo būdą, svarbu tinkamai parinkti pajamų bazę, nes nuo jo skirsis kapitalizuota verslo vertė:

1. Laisvieji pinigų srautai;
2. Veiklos pajamos (grynosios pajamos);
3. Pelnas prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą bei amortizaciją;
4. Grynavasis pelnas ar ekonominis pelnas.

Pajamų kapitalizavimo metodo pagalba, verslo vertė gali būti nustatoma, naudojantis tokia formule (žr. (8) formulę):

$$NV = VP \times r; \quad (8)$$

Čia: NV - naudojimo vertė;

VP - veiklos pajamos per metus;

r - kapitalizacijos norma.

Vienas iš svarbiausių naudojimo pajamų vertės metodo elementų - kapitalizacijos norma.

Pagal P. Sh. Pratt (2008) kapitalizacijos norma yra bet koks daliklis (procentais), naudojamas pajamas paversti į dabartinę vertę. Kuo vertinamas verslas yra rizikingesnis, tuo didesnė turėtų būti ir kapitalizavimo norma. Kapitalizacijos normos nustatymas dažnai skaičiuojamas pagal formulę (žr. (9) formulę):

$$r = VP \times PV; \quad (9)$$

Čia: VP - veiklos pajamos per metus;

PV - palyginamoji vertė.

Kapitalizacijos norma gali būti ir tokie rodikliai:

1. Investuoto kapitalo grąžos rodiklis, kuris atspindi viso investuoto kapitalo į bendrovę grąžą, jis gali būti nuosavybės ir paskolų formos;
2. Nuosavybės grąžos rodiklis, kuris atspindi tik nuosavybės grąžą ir nevertina kitokiomis

formomis į bendrovę investuoto kapitalo;

3. Kapitalo kaštų rodiklis, kurio norma prilyginama minimaliam reikalaujamam kapitalo grąžos rodikliui, kuris parodo rodiklio dydį, norint padengti skolinto ir nuosavo kapitalo kaštus;

4. Sudėtinis rodiklių metodas – kapitalizavimo norma išskaidoma į sudėtinius komponentus:

- a) nerizikinga kapitalo grąžos norma;
- b) rizikos premija;
- c) likvidumo stokos premija.

Pajamų kapitalizavimo metodas yra naudojamas mažesnėse bendrovėse. Metodas labiausiai tinkamas tais atvejais, kai prognozuojama, jog verslas generuoja pakankamai stabilias pajamas. Todėl metodas verslo vertinimui naudojamas retai, dėl gana nepastovių pinigų srautų, būdingų daugeliui bendrovių.

Jeigu atliekant smulkių bendrovių vertinimą nėra patikimų finansinių prognozių, tuomet geriausia informacija apie verslo galimybes uždirbti yra istoriniai finansiniai duomenys. Vietoje prognozių ateičiai naudojamas pajamų, per istorinį laikotarpį, pagrindu nustatytas pajamų lygis. Verslo vertė nustatoma pagal formulę (žr. (10) formulę):

$$VV = VP \frac{VP}{r - g}; \quad (10)$$

Čia:  $VV$  - verslo vertė;

$VP$  - remiantis pajamomis per istorinį laikotarpį nustatytas pajamų lygis;

$r$  - kapitalizacijos norma;

$g$  - prognozuojamas ilgam laikui augimo tempas.

Apibendrinus, galima teigti, jog pajamų kapitalizacijos metodas dažniausiai taikomas, kai numanomi grynųjų būsimųjų pinigų srautai kinta tolydžiai. Taikant šį metodą, pajamų baze gali būti veiklos pajamos arba grynosios pajamos. Verslo vertė apskaičiuojama kapitalizuojant grynąsias koreguotas pajamas.

## 2.2. Lyginamosios vertės grupės metodų esmė ir jų taikymas

**Lyginamosios vertės grupės metodai** - dar viena dažnai naudojama pagrindinė vertinimo metodų grupė. Lyginamosios vertės arba pardavimo kainos analogų grupės metodų esmė yra ta, jog verslo vertę galima sužinoti lyginant vertinamos bendrovės veiklą su kitomis bendrovėmis ar investicijų į kitas bendroves vertę su planuojama sumokėti kaina už perkamą verslą. Šiuo atveju atsiranda prielaida, kad verslas yra vertas tiek, kiek už panašius verslus mokama rinkoje. Pagal Mard



(2011), vertinimo procesas turi apimti rinkos metodą. Akcijų rinkose taikomas, vadinamasis, rinkos daugiklių metodas, o privačiuose sandoriuose - panašių sandorių metodas. Verslo rinkos vertė nustatoma palyginus analogiškų objektų rinkos sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į nedidelius vertinimo objekto ir jo analogų skirtumus.

LR Vertybinių popierių komisija publikacijoje „Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės“ (2011) pateikia pagrindinius lyginamosios vertės taikymo principus:

1. Atrinkti kuo panašesnius palyginamuosius objektus, t.y. veikimas tame pačiame geografiniame segmente, veikla panašioje rinkoje ar šakoje, panašus verslo modelis ar analogiškų produktų siūlymas rinkai.

2. Atsižvelgti į laiko veiksnį. Atliekant vertinimą reikia vadovautis teisingos akcijų vertės nustatymo datos ar jai artimos datos duomenimis.

3. Svarbu įvertinti finansinius įsipareigojimus. Naudojant verslo vertės ir EBIT (EV/EBIT), verslo vertės ir EBITDA (EV/EBITDA) ir verslo vertės ir pardavimų santykio (EV/S) koeficientus, apskaičiuojama verslo vertė koreguojama atimant finansines skolas, o kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E), apskaičiuotos verslo vertės nereikia koreguoti finansinių skolų suma.

Pagal Galinienę (2004), verslo vertė yra paprasčiausia bendrovės pelno ar kito finansinio rodiklio ir kokio nors multiplikatoriaus sandauga (žr. (11) formulę):

$$\text{Verslo vertė} = \text{multiplikatorius} \times \text{finansinis rodiklis (bazė)}; \quad (11)$$

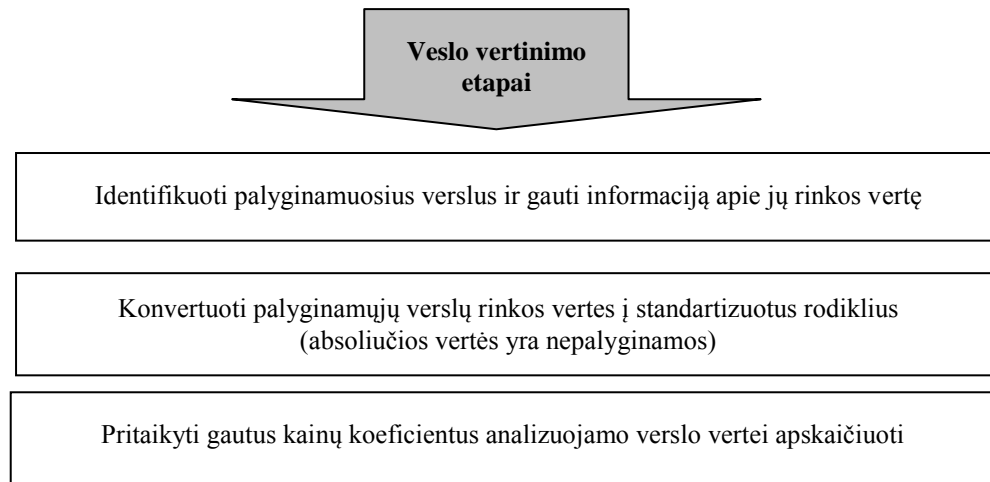
Multiplikatorius - tai koeficientas, rodantis analogiškos bendrovės rinkos kainos ir finansinės bazės santykį. Skaičiuojant multiplikatorių reikia turėti visų bendrovių analogų, akcijų vertes ir finansinę bazę, nustatytu periodu arba vertinimo metu.

Finansinė bazė - vertinamos bendrovės atitinkamas finansinis rodiklis, kuris apibūdina veiklos rezultatus: pelną, pinigų srautus, dividendus, pajamas ir kitus. Finansinė bazė skaičiuojama: per paskutinį atskaitomybės laikotarpį arba per paskutinius dvylika mėnesių, arba kaip kelių metų vidurkis.

J. D. Stowe, T. R. Robinson, J. E. Pinto ir D. McLeavey (2002) išskiria du lyginamosios vertės metodų naudojimo būdus. Pirmas būdas – lyginti bendrovės lyginamuosius rodiklius su šakos ar kitais bendrovės rodikliais, antras būdas - apskaičiuoti bendrovės verslo vertę. Lyginant su šakos arba kitų bendrovių rodikliais, nustatoma ar akcijos nėra pervertinamos, ar nepakankamai įvertinamos rinkoje. Dažnai tam naudojami rinkos daugiklių metodai. Pagrindinis tokio vertinimo bruožas - tam tikras pajamų dydis dauginimas iš daugiklio.

Lyginamosios vertės grupės metodų privalumai: paprastas, daug skaičiavimų ir prognozių nereikalaujantis ir nesudėtingas jų taikymas. Todėl šie privalumai nėra vienareikšmiai, o dalies jų negalima priskirti šiai metodų grupei, jei jie yra taikomi atsižvelgiant į visus vertinimo aspektus.

Vienas iš svarbiausių šiems metodams būdingų trūkumų - palyginamo objekto radimas. Palyginamas objektas apibrėžiamas kaip esantis tame pačiame sektoriuje ir turintis panašias augimo ir rizikos charakteristikas, kaip ir vertinamas. Šios visos sąlygos yra reikalingos, kad palyginimas būtų patikimas, tačiau realybėje tokias bendroves surasti labai sunku, o atskiruose sektoriuose net neįmanoma (Čepulis ir kt., 2011).



7 pav. **Vertinimo etapai vertinant lyginamosios vertės metodais**

Šaltinis: sudaryta pagal Stowe et al., 2006

Naudojami įvairaus sudėtingumo koeficientai, tačiau dažniausiai Lietuvoje verslo vertei nustatyti naudojami kainos ir pelno, kainos ir pardavimo, kainos ir EBITDA metodai.

**Kainos ir pelno metodas (angl. Price to Earnings Ratio)** remiasi kainos ir pelno koeficientu. Skaičiuojama kaip akcijos kaina, tenkanti 1 grynojo pelno litui. Kainos ir pelno metodas taikomas bene dažniausiai. Koeficientas aukščiausias būna sparčiai augančių bendrovių ir tų, kurios pasižymi mažu skolos ir nuosavybės santykio rodikliu. Naudojantis šiuo rodikliu, verslo vertė bus nustatoma taikant formulę (žr. (12) formulę):

$$V = \frac{P}{E} \times NP ; \quad (12)$$

Čia: P/E - kainos ir pelno akcijai santykis;

NP - ateities grynosios pajamos po mokesčių (grynasis pelnas).

Naudojama akcijos kaina dažniausiai yra tiesiog akcijos kaina rinkoje, tačiau kartais naudojama ir vidutinė akcijos metų kaina. Kainos ir pelno akcijai santykis didėja, kai didėja bendrovės augimo greitis, lyginant su rinka, o mažėja - kai verslo rizika didėja. Naudojant šį metodą skaičiuojama vertė, įsigyjamos nuosavybės, be kurios, įsigijami ir finansiniai įsipareigojimai. Kuo jų daugiau, tuo

verslas bus rizikingesnis, tuo bus mažesnė perkamos nuosavybės vertė, nes dideli finansiniai įsipareigojimai mažins kainos ir pelno santykį.

**Kainos ir pardavimų metodas (angl. Sales Multiples)** remiasi kainos ir pardavimų koeficientu. Pagrindinis kintamasis, nulemiantis šį koeficientą, yra pelno marža. Jos mažėjimas tiesiogiai sumažina koeficientą, be to, pelno maržos mažėjimas gali reikšti augimo mažėjimą.

Pagal J. D. Stowe at al. (2002), šis metodas buvo ilgai taikomas nedidelių ir uždarytų bendrovių vertei nustatyti, tačiau paskutiniu metu vis dažniau naudojamas listinguojamų bendrovių vertei nustatyti. Taip pat metodas dažniausiai taikomas vertinant naujai įsikūrusias bendroves, kurios nėra labai pelningos, ar patiria trumpalaikius nuostolius (Saročka, Juknevičiūtė, 2007). Kainos ir pardavimų metodas taip pat turi privalumų bei trūkumų (žr. 11 lent.).

**11 lentelė. Kainos ir pardavimų metodo privalumai ir trūkumai**

Privalumai	Trūkumai
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Laikomas labiau patikimu nei kt. metodai, nes pateikiant pardavimų duomenis yra mažiau iškraipomi nei balansinės vertės ar akcijos pelningumo metodai.</li> <li>- Naudojamas brandžioms ir sezoniškumo įtaką turinčioms bendrovėms.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Esant pardavimų augimui, manoma, kad verslas veikia pelningai. Todėl šiuo metodu pelningumas yra neįvertinamas ir gauti rezultatai gali būti klaidingi, nes išaugę pardavimai nebūtinai padidina pelningumą.</li> </ul>

**Šaltinis:** sudaryta pagal Stowe et al., 2006

Kainos ir pardavimų koeficientas skaičiuojamas kaip verslo kaina, jau įvykusio ir žinomo sandorio kaina dalinama iš tos palyginamosios bendrovės pardavimų apimtys. Gautą koeficientą padauginus iš vertinamos bendrovės pardavimų apimtys, galima sužinoti apytikslių jos vertę. Metodo tikslumą riboja skirtingi vertinamų bendrovių pelningumai ir perspektyvos. Pardavimų koeficiento metodas apskaičiuojamas remiantis metinėmis pajamomis.

**Kainos ir EBITDA metodas** remiasi kainos ir EBITDA rodikliu. Šiuo atveju verslo vertė skaičiuojama kaip akcijos kaina, tenkanti 1 pelno prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą (EBITDA) litui. Šis metodas dažniausiai taikomas vertinant tradicinių pramonės šakų bendroves, kurios dažnai turi didelį kapitalo poreikį.

Šio metodo silpnoji pusė, tai jog reikia labai tiksliai pasirinkti rinkos daugiklį, t. y. pasirinkti palyginamąjį verslą kiek įmanoma panašesnį į tą, kuris yra vertinamas. Čia svarbu verslo geografija, pramonės šaka, išorinė aplinka ir kiti aspektai. Taip pat reikia atsižvelgti į tai, ar naujas savininkas turės verslo kontrolę, ar akcijos yra likvidžios (Saročka, Juknevičiūtė, 2007).

Apibendrinus galima teigti, jog taikant lyginamosios vertės metodą, naudojami ne mažiau kaip trys panašaus verslo pardavimo sandoriai, su kuriais lyginamas vertinamas verslas, ir ne mažiau kaip trys palyginamieji rodikliai. Lyginamosios vertės metodai - universaliausių ir plačiausiai taikomų vertinimo metodų, plačiai naudojamas greitai vertės nustatymui.

### 3. PIENO PERDIRBIMO SEKTORIAUS APLINKOS ANALIZĖ

Bendrovės „Pieno žvaigždės“ verslo vertinimas prasideda nuo Lietuvos makroaplinkos analizės ir pieno perdirbimo sektoriaus veiklos apžvalgos, nes kiekvienai bendrovei yra svarbu žinoti ir analizuoti bendras ekonomines problemas, besireiškiančias rinkos ekonomikos sąlygomis. Makroaplinkos visuma, kaip bendrojo vidaus produkto (toliau - BVP), nedarbo lygio, infliacijos ir finansinės paslaugos, eksporto ir importo faktiniai duomenys, turi įtakos tolimesniam bendrovės verslo vertinimui.

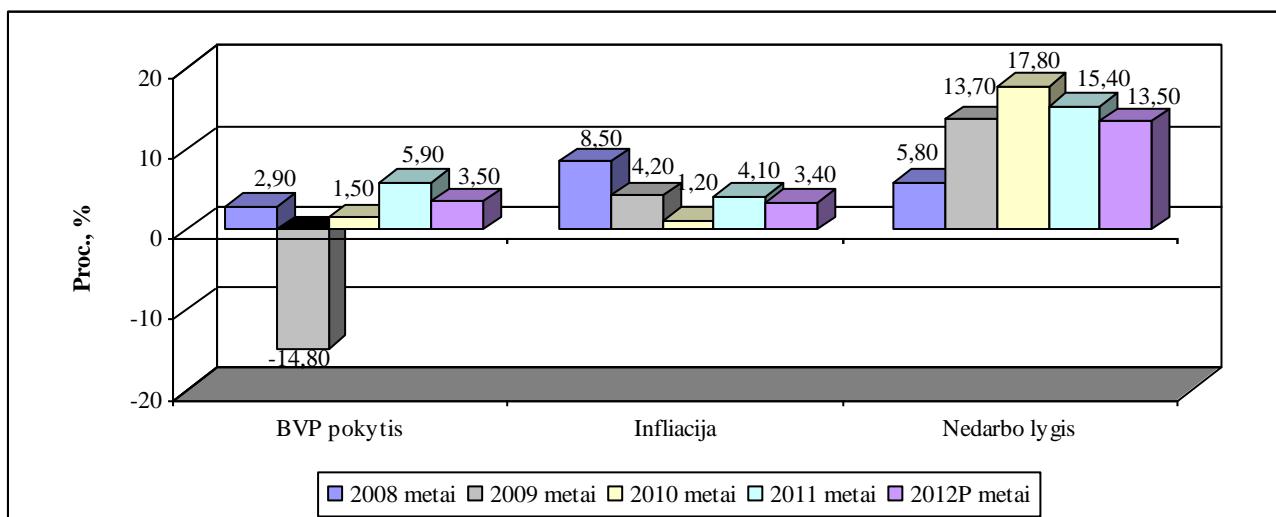
#### 3.1. Lietuvos makroaplinkos analizė

Makroaplinkos apžvalga leidžia įvertinti vertinamo verslo rinką, apžvelgiant pastarųjų metų Lietuvos ekonominę raidą. PEST (angl. Political, Economic, Social and Technological) analizė padeda leisti suprasti rinkos augimą ar kritimą, verslo poziciją ir potencialias, tiesiogines operacijas. Ši analizė apima keturis makroaplinkos elementų aspektus: politinį - teisinį, ekonominį, socialinį - kultūrinį ir technologinį.

**Politinė - teisinė aplinka.** Pieno perdirbimo sektorių veiklą tiesiogiai ir netiesiogiai veikia teisinė aplinka, t.y. LR įstatymai, LR Vyriausybės nutarimai ir kiti potvarkiai, kurie daugiausiai yra susiję su finansinės apskaitos ir mokesčių aspektais, muitų politika, kokybės ir higienos reikalavimais maisto gaminiams. Taip pat atsižvelgiama ir į miesto valdybos priimtus nutarimus, kurie reguliuoja licenzijų kainas ir kitus verslo vykdymo aspektus. Teisės aktai reguliuoja pieno perdirbimo sektoriaus bendras verslo veiklos sąlygas, mokesčius ir darbo santykius.

Maisto produktų gamybos ir prekybos srityje didžiausią svarbą turi Codex Alimentarius komisijos veikla, kurios pagrindinis tikslas - saugoti vartotojų sveikatą ir užtikrinti sąžiningą prekybą maisto produktais, teikti pagalbą rengiant maisto produktų standartus tiek vyriausybinėms, tiek nevyriausybinėms organizacijoms. Codex Alimentarius komisijos komitetas pienui ir pieno produktams (CCMMP) rengia pasaulinius standartus pienui ir pieno produktams, analizės metodų standartus. Lietuvoje yra įgyvendinta sūriams, iš dalies pieno riebalų gaminiams ir pieno konservams, komisijos bendrieji reikalavimai. Šios komisijos dokumentai ne tik svarbūs tarptautinėje prekyboje, bet ir įgyja vis didesnę svarbą Europos Sąjungos (toliau - ES) rinkoje, o tuo pačiu ir Lietuvoje (Paserpskienė, 2007).

**Ekonominė aplinka.** Analizuojant Lietuvos ekonominę padėtį, galima išskirti pokyčius, kurie turi įtakos pieno perdirbimo sektoriaus veiklai. Pieno perdirbimo rinka - jautri ekonomikos pokyčiams, todėl gerai atspindi realią šalies ekonomikos būklę ir jos plėtros tendencijas. Pieno perdirbimo bendrovės veikia bendra ekonominė padėtis: BVP pokytis, infliacija, palūkanų norma, nedarbo lygis šalyje ir kiti ekonominiai rodikliai (žr. 8 pav. ir 9 pav.).



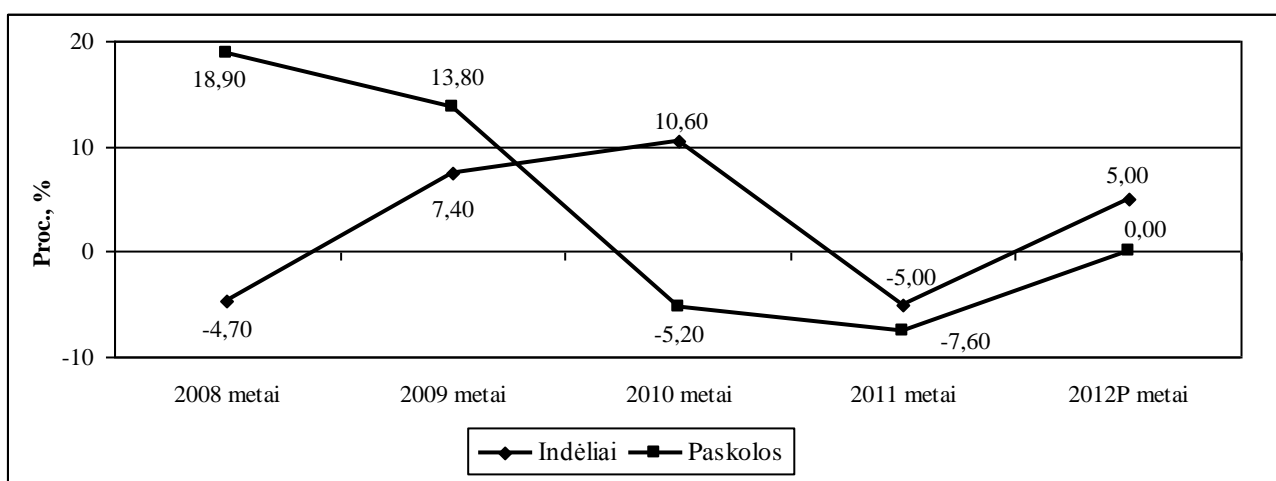
\* 2012 P - SEB banko prognozuojami rodikliai

### 8 pav. BVP pokytis, infliacijos ir nedarbo lygis 2008-2012P metais

Šaltinis: sudaryta pagal LR Statistikos departamentas ir Lietuvos bankas, 2012

Iš 8 paveikslą pateiktų duomenų matome, jog 2011 metais metinė infliacija sudarė 4,10 proc. Tam įtakos daugiausiai turėjo 5,50 proc. padidėjusios maisto produktų ir nealkoholinių gėrimų kainos, 9,40 proc. - būsto, vandens, elektros, dujų ir kito kuro grupės prekių, paslaugų ir 4,70 proc. - transporto prekių ir paslaugų padidėjusios kainos. 2012 metais prognozuojama, jog infliacija mažės, tam įtakos turės lėčiau kilusios maisto kainos. Žaliavinis pienas vidutiniškai sudaro 70,15 proc. pieno produktų savikainos, todėl išaugusios žaliavinio pieno kainos turi neigiamos įtakos pieno produktų savikainai.

2012 metais Lietuvos ekonomika auga lėčiau, todėl prognozuojamas metinis BVP pokytis sumažės iki 2,1 proc. Šalies ūkio raidą slopino mažesnė užsienio ir vidaus paklausos plėtra. Privatus vartojimas yra vienas pagrindinių BVP plėtros veiksnių, nors namų ūkių pajamos per 2012 metus paaugo 6,8 proc., tačiau pokyčio tempas lėtėjo. Namų ūkiai buvo atsargūs vertindami savo finansinės padėties perspektyvas, tai rodo mažmeninės prekybos veiklos rezultatai.



\* 2012 P - SEB banko prognozuojami rodikliai

### 9 pav. Metinis paskolų ir indėlių pokytis 2008-2012 metais

Šaltinis: sudaryta pagal LR Statistikos departamentas ir Lietuvos bankas, 2012

Neatsižvelgiant, jog 2008-2009 metais bankuose reikšmingai sumažėjo už indėlius mokamų palūkanų normos, 2010 metais bankuose laikomų indėlių apimtis sparčiai išaugo, t.y. 10,6 proc. arba 4,4 mlrd. Lt ir pasiekė 45,4 mlrd. Lt. Didžiausią įtaką metiniam indėlių augimui turėjo 2 mlrd. Lt išaugę privačių bendrovių indėliai. 2011 metais brangstantis skolinimasis tarpbankinėje rinkoje daro įtaką ir kylančioms indėlių palūkanų normoms ir didesniai indėlininkų aktyvumui.

2012 metais pagerėjusi namų ūkių finansinė situacija ir lūkesčiai lėmė atskirais mėnesiais didėjusį skolinimąsi iš bankų. Nors gyventojų finansinė padėtis pamažu gerėja, tačiau jie tebėra atsargūs ir neskuba vartojimo finansuoti skolintomis lėšomis.

**Socialiniai - kultūriniai veiksniai.** Gyventojų skaičius, pajamų augimas bei pieno produktų populiarumas - pagrindiniai veiksniai, turintys nemažai įtakos pieno produktų paklausai. Rinka keičiasi veikiamą vartotojų gyvenimo būdui ir jų poreikiams. 12 lentelėje pateikiami pagrindiniai socialinės raidos rodikliai ir jų pokyčiai per 2008-2011 metus.

**12 lentelė. Pagrindiniai socialinės raidos rodikliai 2008-2011 metais**

Rodikliai	2008 metai	2009 metai	Pokytis 2008-2009 metais, %	2010 metai	Pokytis 2009-2010 metais, %	2011 metai	Pokytis 2010-2011 metais, %
Gyventojų skaičius laikotarpio pab., tūkst.	3349,90	3329,00	-0,62	3052,60	-8,30	3007,70	-1,47
Vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis, Lt	2151,70	2056,00	-4,45	1988,10	-3,30	2045,90	2,91
Vidutinis mėnesinis neto darbo užmokestis, Lt	1650,90	1602,00	-2,96	1552,40	-3,10	1594,60	2,72

Šaltinis: sudaryta pagal LR Statistikos departamentas ir Lietuvos bankas, 2012

Pagal 12 lentelės pateiktus duomenis matyti, jog 2011 metais padidėjęs darbo užmokestis teigiamai paveikia ir vartotojų galimybes įsigyti pieno perdirbimo produkcijos, kas didina sektoriaus pajamas. Dėl mažėjančio gyventojų reprodukcijos lygio ir didėjančių emigracijos mastų, Lietuvoje mažėja gyventojų skaičius, prognozuojama, kad artimiausiais metais gyventojų skaičius ir toliau kasmet mažės po 0,30-0,45 proc.

Vienas iš socialinės aplinkos, kuris turi įtakos taip pat pieno perdirbimo bendrovių veiklai, tai visuomenės požiūris į ekologines problemas, kurios sparčiai keičiasi. Todėl didėjančios gamtosaugos normatyvų reikalavimai ir standartų užtikrinimas reikalauja iš pieno perdirbimo verslo atstovų kruopštaus technologijų parinkimo, o tai susiję ir su didesnėmis gamybos išlaidomis. Tad sugebėjimas prisitaikyti prie naujų rinkos reikalavimų lems pieno perdirbimo sektoriaus padėtį rinkoje.

**Technologiniai veiksniai.** Informacinės ir komunikacinės technologijos atlieka svarbų vaidmenį, plėtojant vartotojų aptarnavimą, rinkodarą, naujų rinkų paiešką, galimas nišas rinkoje, konkurenciją ir kitas informacijos sklaidas. Siekiant pagaminti kokybiškus produktus už prieinamą

kainą, pieno perdirbimo sektoriuje taikomi šiuolaikinio mokslo pasiekimai ir pažangios technologijos, kurios derina tradicinius įgūdžius, technines žinias ir sugebėjimą parduoti pagamintą produkciją. Pieno perdirbimo plėtrai ir maisto produktų gamybai naują impulsą suteikia informacinės technologijos, nes palengvina gamybos ir pardavimo procesus. Technologijų taikymas šiame sektoriuje leidžia mažinti produkcijos savikainą, didinti jos konkurencingumą, tausoti išteklius ir kurti įdomesnę reklamą.

Atlikus makroaplinkos analizę, galima teigti, jog AB „Pieno žvaigždės“ veiklos tęstinumui makroaplinkos sąlygos yra palankios. Tačiau vertinamos bendrovės veiklos rezultatams įtakos turi makroaplinkos procesai, kaip infliacijos svyravimai, ekonomikos pakilimas ar nuosmukis, žaliavų kainos, darbuotojų atlyginimai, produkto pakaitalų kainos ir sezoniškumas. Tik išlieka tam tikra rizika dėl darbo jėgos apsirūpinimo.

### 3.2. Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus veiklos apžvalga

Akcinės bendrovės „Pieno žvaigždės“ pagrindinė veikla - pieno perdirbimas ir pieno produktų gamyba, todėl yra svarbu atskleisti šio sektoriaus būklę rinkoje bei vystymosi perspektyvas. Pieno perdirbimo sektorius svarbus Lietuvos pramonei, nes pagamina beveik penktadalį visos žemės ūkio produkcijos, sukuria didelę dalį pridėtinės vertės ir dirba apie 10000 žmonių. Maisto pramonėje šis sektorius sudaro apie 28,00-30,00 proc. pagaminamos produkcijos vertės. Lietuvos pieno perdirbimo bendrovės yra įgyvendinę ES maisto ir gamybos sanitarijos bei higienos reikalavimus.

**Pieno produktų gamyba.** Lietuvos pieno perdirbimo sektoriuje dominuoja trys pagrindinės pieno perdirbimo bendrovių grupės ir tuo pačiu pagrindinės eksportuotojos: AB „Rokiškio sūris“, AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Žemaitijos pienas“. Šios bendrovės perdirba apie 90,12 proc. viso superkamo pieno, 2011 metais gavo apie 63,15 proc. visų pieno perdirbimo sektoriaus pardavimo pajamų. Kitos pieno perdirbimo bendrovės ir filialai yra mažesni ir didžiąją savo produkcijos dalį taip pat eksportuoja. 2008-2011 metų laikotarpiu pieno perdirbimo bendrovių skaičius buvo nuo 33 iki 31.

Daugiausiai pieno produktų buvo pagaminta 2008 metais, kai pasaulinė pieno produktų paklausa buvo didžiausia, o vidaus rinka dar nepasiekė ekonominės krizės. 2011 metais, palyginti su 2008 metais, 13,73 proc. padidėjo tik varškės gamyba. Daugelio pieno produkto gamyba dar nepasiekė 2008 metų gamybos apimčių, kai buvo pakilimo laikotarpis (žr. 13 lent.).

13 lentelė. Pagrindinių pieno produktų gamyba 2008-2011 metais

Produktai	2008 metai	2009 metai	Pokytis 2008-2009 metais, %	2010 metai	Pokytis 2009-2010 metais, %	2011 metai	Pokytis 2010-2011 metais, %
Geriamasis pienas, tūkt. t	105,00	99,50	-5,24	94,00	-5,53	102,60	9,15
Nelydyti sūriai, tūkt. t	56,30	37,60	-33,21	43,90	16,76	46,80	6,61

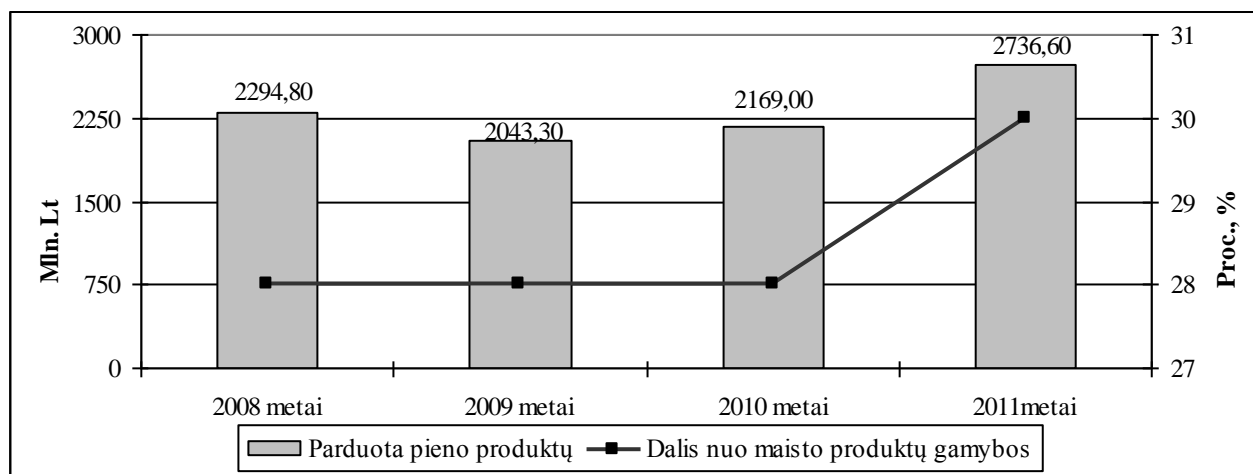
13 lentelės tęsinys kitame puslapyje

Produktai	2008 metai	2009 metai	Pokytis 2008-2009 metais, %	2010 metai	Pokytis 2009-2010 metais, %	2011 metai	Pokytis 2010-2011 metais, %
Sausi pieno ir išrūgų pr., tūkt. t	40,00	41,40	3,50	36,60	-11,59	39,20	7,10
Rūgpienis, kefyras, tūkst. t	35,90	34,80	-3,06	35,70	2,59	33,90	-5,04
Grietinė ir jo mišiniai, tūkt. t	27,90	28,60	2,51	27,80	-2,80	28,30	1,80
Varškė, tūkt.	23,30	23,50	0,86	24,40	3,83	26,50	8,61
Švieži sūriai, tūkt. t	30,70	34,80	13,36	24,00	-31,03	24,80	3,33
Pieno koncernai, tūkt. t	29,80	21,00	-29,53	25,00	19,05	21,50	-14,00
Valgomieji ledai, mln. l	25,10	21,10	-15,94	24,50	16,11	18,10	-26,12
Jogurtas, tūkt. t	15,30	14,40	-5,88	14,40	0,00	14,60	1,39
Sviestas ir kiti pieno riebalai, tūkt. t	9,00	12,00	33,33	8,50	-29,17	8,70	2,35
<b>Iš viso:</b>	<b>398,30</b>	<b>368,70</b>	<b>-7,43</b>	<b>358,80</b>	<b>-2,69</b>	<b>365,00</b>	<b>1,73</b>

Šaltinis: sudaryta pagal LR Statistikos departamentas, 2012

Išanalizavus 13 lentelę, galima pastebėti, jog 2011 metais palyginus su 2010 metais, daugiausiai padidėjo geriamojo pieno - 9,15 proc., varškės - 8,61 proc. ir sauso pieno ir bei išrūgų produktų - 7,10 proc. gamyba, 2011 metais daugiausiai sumažėjo valgomųjų ledų gamyba - 26,12 proc.

2009 metais sumažėjusi pasaulinė pieno produktų paklausa lėmė pardavimo sumažėjimą, bet 2010-2011 metais padidėjo pieno produktų paklausa, dėl ekonomikos atsigavimo (žr. 10 pav.).



10 pav. Pieno produktų pardavimai ir dalis nuo maisto produktų gamybos 2008-2011 metais

Šaltinis: sudaryta pagal LR Valstybinė maisto ir veterinarijos tarnyba ir Statistikos departamentas, 2012

Apibendrinus 10 paveikslo duomenis, galima teigti, jog 2010 metais, palyginus su 2009 metais, parduotų pieno produktų skaičius padidėjo tik 6,16 proc. 2011 metais, palyginus su 2010 metais, pieno produktų pardavimai padidėjo 26,17 proc. 2010-2011 metais pieno produktų pardavimai sudarė nuo 28 proc. iki 30 proc. visų maisto produktų gamybos.



**Pieno produktų vidaus rinka.** 2009 metais dėl ekonominės krizės pieno produktų kainos sumažėjo ir padidėjo gyventojų, turinčių darbą, perkamoji galia: palyginti su 2008 metais, išaugo galimybė nusipirkti 7-54 proc. daugiau pieno produktų (žr. 14 lent.).

**14 lentelė. Pieno produktų suvartojimas ir jį lemiančių veiksniai 2008-2011 metais**

Produktai	2008 metai	2009 metai	Pokytis 2008-2009 metais, %	2010 metai	Pokytis 2009-2010 metais, %	2011 metai	Pokytis 2010-2011 metais, %
<b>Pieno ir jo produktų suvartojimas, skaičiuojant vienam gyventojui</b>							
Pienas ir jo produktai, perskaičiuojant į pieną, kg	268	289	7,84	262	-9,34	271	3,44
Sūris ir varškė, kg	14,30	13,60	-4,90	14,10	3,68	14,80	4,96
Sviestas, kg	1,30	2,20	69,23	1,90	-13,64	2,00	5,26
Rauginto pieno produktai, kg	25,50	20,70	-18,82	23,50	13,53	24,30	3,40
Geriamasis pienas, kg	39,10	30,20	-22,76	30,70	1,66	30,80	0,33
<b>Vidutinio mėnesinio neto darbo užmokesčio perkamoji galia</b>							
Sviestas, kg	87	93	6,90	78	-16,13	81	3,85
Grietinė, 20-30 proc. riebumo, kg	206	317	53,88	276	-12,93	253	-8,33
Varškė, 5-9 proc. riebumo, kg	131	153	16,79	148	-3,27	130	-12,16
Pienas, 2,5 proc. riebumo, l	703	778	10,67	773	-0,64	658	-14,88

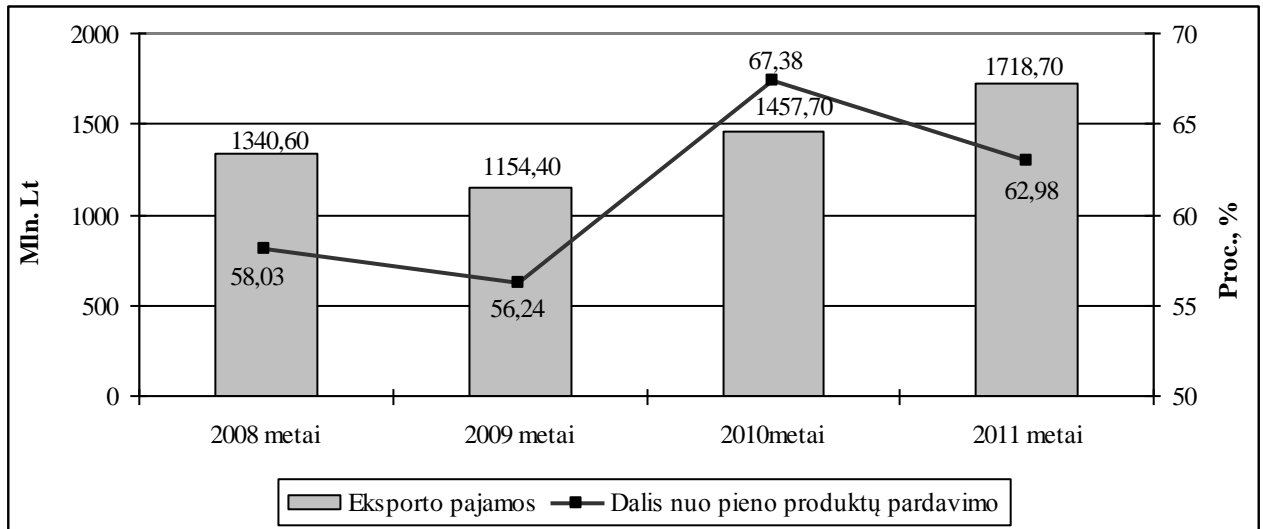
**Šaltinis:** sudaryta pagal LR Statistikos departamentas, 2012

2010 metais padidėjus nedarbo lygiui kai kurių pieno produktų suvartota mažiau (sviesto, grietinės ir varškės). 2010-2011 metais, palyginus su 2009 metais, darbo užmokesčiui nekylant, o pieno produktų kainoms išaugus, dėl padidėjusios pasaulinės paklausos, dirbančiųjų gyventojų perkamoji galia smuko, bendras pieno ir jo produktų, perskaičiuotų į pieną, suvartojimas sumažėjo. Daugelis pieno produktų buvo suvartojama beveik tiek pat, kiek ir 2009 metais, o kai kurių net ir daugiau.

**Pieno produktų importas ir eksportas.** 2011 metais eksportas 2,8 karto viršijo importą. Tačiau pagal Statistikos departamento pateiktus duomenis, 2010-2011 metais pieno produktų importo augimo tempai didėjo - daugiausiai buvo importuojama iš kaimyninės Lenkijos. 2011 metais, palyginus su 2010 metais, importas padidėjo 36,12 proc., o eksportas - 17,90 proc., o 2010 metais, palyginus su 2009 metais, importas padidėjo 70,06 proc., o eksportas - 26,27 proc. (žr. 11 pav).

2011 metais pieno produktų eksportuota už 1718,70 mln. Lt. Eksportas sparčiausiai augo 2010 metais, palyginus su 2009 metais, ir tai sudarė 303,30 mln. Lt daugiau. Tam didžiausios įtakos turėjo pasaulinės paklausos augimas. Apie pusę viso eksporto sudarė sūris ir varškė (žr. 8 priedą). 2008 metais sūrio ir varškės lyginamasis svoris buvo 58,08 proc. eksporto., 2009 metais - 56,18 proc. 2011 metais pieno produktų eksporto dar 18,11 proc. sudarė nekoncentruota grietinė, 9,17 proc. - pieno

milteliai. 2011 metais, palyginti su 2008 metais, augo beveik visų pieno produktų eksportas, labiausiai - jogurto (6,0 karto). Sumažėjo tik kazeino, sviesto ir nenugriebto pieno miltelių eksportas.



11 pav. Eksporto pajamos ir dalis nuo pieno produktų pardavimo 2008-2011 metais

Šaltinis: sudaryta pagal LR Valstybinę maisto ir veterinarijos tarnybą ir Statistikos departamentą, 2012

Didžioji dalis vidaus rinkoje parduotų pieno produktų pagaminta Lietuvoje. Tačiau kaip jau ir minėjome, kad importo dalis turi tendenciją didėti, 2011 metais importiniai pieno produktai sudarė 18,01 proc. (279,84 mln. Lt), nors 2009 metais buvo nukritę iki 14,48 proc. Pieno produktų importo struktūroje vyrauja sūriai, fermentuoti ir rauginti pieno produktai, ledai. Bendra pieno produktų rinkos kaina sudarė 1,73 mlrd. Lt, įskaitant ir produktus su augaliniais riebalais.

Pagrindinės pieno produktų eksporto šalys: ES valstybės ir Rusija. 2011 metais daugiausiai pieno produktų išvežta į ES šalis - 63,02 proc. viso eksporto, į Rusiją - 30,15 proc. Eksporto dalis į Rusiją yra ganėtinai didelė, nes joje yra galimybė lietuviškus sūrius parduoti su savo prekės ženklu ir gauti aukštesnę kainą nei parduodant ES šalyse kaip pramoninius sūrius. 2011 metais sūriai sudarė didžiąją dalį į Rusiją eksportuotų pieno produktų (88,05 proc.).

Eksportuotų pieno produktų kainų kitimo tendencijos, analizuojamu laikotarpiu, buvo panašios kaip ir vidaus rinkoje. 2010 metais pieno produktų eksporto kainos kilo sparčiai: 2010 metų gruodžio mėnesį, palyginti su 2009 metais tuo pačiu mėnesiu, padidėjo 26,15 proc., 2011 metais gruodžio mėnesį, palyginti su ankstesniu laikotarpiu, nekito.

Apibendrinus Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus analizę, galima teigti, jog per 2011 metus pieno perdirbimo bendrovės pardavė produkcijos už 2,74 mlrd. Lt, pardavimai vidaus rinkoje sudarė 47,40 proc. visų pardavimų. Pajamų iš pardavimų vidaus rinkoje padidėjimą lėmė išaugęs pieno produktų pardavimas bei padidėjusios produkcijos kainos. 2011 metais parduotos produkcijos kainos buvo apie 11,25 proc. didesnės negu 2010 metais. 2011 metais iš Lietuvos eksportuota pieno produktų buvo 26,27 proc. daugiau negu 2010 metais, o produktų eksporto kainos - 2,71 proc. didesnės.

## 4. AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ VERSLO VERTINIMAS

Tyrimo metu verslo vertė nustatoma mokslininkų siūlomais verslo vertinimo metodais: diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės. Atliekant vertinimą diskontuotų pinigų srautų metodu remtasi PEST analize, pieno perdirbimo sektoriaus veiklos apžvalga, bendrovės 2008-2011 metų istoriniais duomenimis, investicijų ir skolinimosi politika bei prognozuojamais 2012-2016 metų veiklos finansiniais rezultatais. Lyginamosios vertės metodu verslo vertė nustatoma lyginant Lietuvos ir Europos šalių pieno perdirbimo sektoriaus rinkos vertės rodiklius. Verslo vertei nustatyti tikslingiausia naudoti kelis skirtingus verslo vertinimo metodus.

### 4.1. Bendrovės veiklos charakteristika

AB „Pieno žvaigždės“ įkurta 1998 m. gruodžio 23 d. susijungus Lietuvoje savarankiškai veikusioms pieno perdirbimo bendrovėms AB „Mažeikių pieninė“ bei AB „Pasvalio sūrinė“. Vėliau buvo prijungta AB „Kauno pienas“ ir 2004 metais AB „Panevėžio pienas“. Tokia struktūra leidžia specializuoti gamybą atskiruose filialuose, pasiekiant aukščiausią efektyvumo lygmenį.

AB „Pieno žvaigždės“ - didžiausia Lietuvos pieno perdirbimo bendrovė, kuri šiuo metu gamina daugiau nei 500 pavadinimų produktų. Bendrovės produkcija skirta ne tik vietinei rinkai, bet ir eksportuojama į Rusiją, Europos Sąjungos, NVS ir Baltijos šalis. Fermentiniai sūriai, išrūgų miltai ir švieži pieno produktai - pagrindiniai bendrovės eksporto rinkoms gaminami produktai, užsitarnavę pripažinimą nepriekaištingos kokybės dėka. Jiems suteikti tarptautiniai produkto kokybės sertifikatai.

Nuo 2002-01-02 d. bendrovės akcijos įtrauktos į Vilniaus vertybinių popierių biržos Oficialųjį prekybos sąrašą. Įstatinis kapitalas sudaro 54 205 031 Lt, kuris padalytas į 54 205 031 vienetą po 1,00 Lt nominaliosios vertės paprastųjų vardinių akcijų. 2012-07-31 d. bendrovėje buvo 3 625 akcininkai. 15 lentelėje pateikiami pagrindiniai akcininkai, kurie turi nuosavybės teisę.

15 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ pagrindiniai akcininkai (turintys >5% bendrovės balsų)

Akcininkai	Paprastųjų vardinių akcijų skaičius vnt.	Įstatinio kapitalo dalis, proc.	Turima balsų dalis
Skandinaviska Enskilda Banken AB	7 380 090	13,61	14,87
UAB "Agrolitas Imeks Lesma"	6 778 360	12,51	13,66
ŽŪKB "Smilgelė"	6 238 405	11,51	12,57
Swedfund International	4 700 000	8,67	9,47
Kvaraciejus Julius	7 596 507	14,01	15,30/32,79
Kvaraciejienė Regina	2 152 359	3,97	4,34/32,79
Klovas Voldemaras	28 42 567	5,24	5,73/32,79
Klovienė Danutė	1 091 691	2,01	2,20/32,79
Smagin Aleksandr	2 547 123	4,70	5,13/32,79
Gžegož Rogoža	46 150	0,09	0,09/32,79

Šaltinis: sudaryta pagal VI mėn. Tarpinis pranešimas ir tarpininė finansinė atskaitomybė, 2012

Bendrovės pagrindinė žaliava - pienas, kurio pardavimo perdirbimui kiekis Europos Sąjungos pieno gamintojams yra apribotas nacionalinėmis pieno kvotomis.

AB „Pieno žvaigždės“ strategija - nuolatinis pozicijų stiprinimas pieno perdirbimo srityje, išlaikant glaudų ryšį su vartotojais bei numatant paklausos tendencijas. Šiuolaikiška perdirbimo įranga, griežtai kontroliuojama kokybė, inovatyvi marketingo strategija bei profesionali vadovų komanda užtikrina efektyvų bei pelningą vystymąsi konkurencinėje aplinkoje.

AB „Pieno žvaigždės“ – viena iš didžiausių Baltijos šalyse pieno perdirbimo bendrovių. Norėdama sėkmingai įgyvendinti investicinius projektus ir pritraukti investicijoms reikalingų lėšų, pasirinko Vakarų šalyse populiarių bendrovių finansavimo šaltinį - obligacijas. Bendrovės obligacijos yra patraukli investicija, suteikianti galimybę investuotojams reikšmingai prisidėti prie veiklos plėtros:

1. Žinomas prekės vardas ir turimos rinkos pozicijos šalyje. AB „Pieno žvaigždės“ - viena žinomiausių šalies pieno perdirbimo bendrovių, pagal pajamas užimanti beveik 30 proc. šalies pieno rinkos. Vartotojai gerai žino bendrovės gaminamos produkcijos prekės ženklus ir vertina gaminių kokybę.

2. Palanki aplinka eksportui. Bendrovės eksporto mastas pastaraisiais metais didėjo, taip pat didėjo eksporto dalis pajamų struktūroje. Eksporto augimą lemia palankios prekybos galimybės Europos Sąjungos šalyse ir eksporto subsidijos už produkciją, parduodamą trečiosiose šalyse. Bendrovė turi sertifikatus, reikalingus produkcijai eksportuoti.

3. Kotiravimas Vilniaus VP biržoje. AB „Pieno žvaigždės“ akcijos yra kotiruojamos Vilniaus vertybinių popierių biržos Oficialiajame sąrašė, todėl informacija apie bendrovės ankstesnę veiklą, finansinę būklę ir esminius įvykius emitento veikloje yra viešai prieinama.

4. Veiklos ir rinkų diversifikavimas. Bendrovė gamina įvairius produktus ir juos parduoda skirtingose šalyse. Nepriklausomumas nuo vienos rinkos ir gaminamos produkcijos įvairovė užtikrina nuolatinės pajamas ir sumažina pajamų svyravimo riziką.

Konkurencija pieno perdirbimo sektoriuje vis aštrėja, o ją dar sustiprinti gali kooperatyvo „Pienas LT“ statoma pieno perdirbimo gamykla, taip pat Rusijos fizinių asmenų įsigijimai Latvijoje. Pagrindiniai AB „Pieno žvaigždės“ konkurentai vidaus rinkoje - AB „Rokiškio sūris“, AB „Žemaitijos pienas“, AB „Vilkyškių pieninė“ ir AB „Kelmės pieninė“. Eksporto rinkose pagrindinės konkurentės yra didelės ir vidutinės, Europos ir Rusijos, pieno perdirbimo bendrovės (Milkiland NV, Albalact S.A., Bongrain SA, Dairy Crest Group, Central Del Latte Di Tori ir kt.).

Pieno perdirbimo verslas rizikingas dėl galimų pokyčių žaliavos ir produktų rinkose, konkurencijos, taip pat galimų teisinių, politinių, technologinių bei socialinių pokyčių, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusių veikla. Bendrovė daugiausiai produkcijos eksportuoja į Rusiją, kuriai būdingas teisės aktų nestabilumas, keičiami reikalavimai, taikomi produkcijos importavimo suvaržymą, galintys apsunkinti produkcijos pardavimą Rusijoje.

## 4.2. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertinimas diskontuotų pinigų srautų metodu

**Vertės tipo, vertinimo metodų pasirinkimas ir pagrindimas.** Vertinimas atliekamas remiantis LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymu, Turto ir verslo vertinimo metodika, Tarptautiniais ir Europos vertinimo standartais, Nacionaliniais turto ir verslo vertinimo standartais, LR akcinių bendrovių įstatymu ir kitais norminiais, ir metodiniais aktais.

Pagal Europos vertinimo standartus bei Turto ir verslo metodiką, jeigu vertinant remiamasi rinkos duomenimis, verslo įvertinimo rezultatas yra verslo rinkos vertė.

Verslo vertė nustatoma, taikant diskontuotų pinigų srautų metodą - pagrindinis verslo vertės apskaičiavimo metodas, kuriuo vertinama dabartinė bendrovės laisvų pinigų srautų vertė. Verslo vertė nustatoma tam tikrais etapais: prognozuojami bendrovės laisvieji pinigų srautai, nustatoma diskonto norma, sužinoma tęstinė verslo vertė, diskontuojami pinigų srautai ir randama galutinė bendrovės verslo vertė.

### 4.2.1. Prognozuojami laisvieji pinigų srautai

**Prognozuojami laisvieji pinigų srautai, tenkantys bendrovei (FCFF).** Laisvųjų pinigų srautų prognozavimas - sudėtingas diskontuotų pinigų srautų metodo pagrindas, kuris apima bendrovės pagrindinės veiklos pinigų srauto ir investicinės veiklos pinigų srauto sumą. Prognozuojant laisvuosius pinigų srautus remtasi faktiniais bendrovės veiklos duomenimis, finansine analize ir veiklos perspektyvomis.

**Prognozuojamų laisvųjų pinigų srautų pagrindimas.** Vertinama bendrovė turi turėti veiklos planą, kuriame atspindėtų būsimi pinigų srautai. Veiklos planas prognozuojamas penkerių metų laikotarpiui - nuo 2012 iki 2016 metų. Prognozuoti ilgesniam nei penkerių metų laikotarpiui yra sunku, nes pastebimas ekonomikos neapibrėžtumai ir įvairūs mokesčių sistemos pasikeitimai, todėl tokios prognozės gali būti nepatikimos. Prognozuojamas bendrovės veiklos planas remiasi: pardavimo ir savikainos, ilgalaikio turto nusidėvėjimo ir amortizacijos, palūkanų sąnaudų, investicijų į ilgalaikį turtą ir apyvartinio kapitalo pokyčio prognozėmis.

Prognozuojant 2012-2016 metų bendrovės „Pieno žvaigždės“ pardavimus (žr. 16 lent.), atsižvelgiama į istorinius 2008-2011 metų pardavimo duomenis, į makroaplinkos rodiklius. Prognozė remiasi tokiomis prielaidomis:

1. Pardavimų kaina bei pardavimų apimtys prognozuojamos pagal tris produktų rūšis: fermentinius sūrius, šviežią ir kitą produkciją, nes šios rūšys išskiriamos dėl skirtingos vidutinės produkcijos pardavimo kainos. Gaminami fermentiniai sūriai sudaro apie 30,00 proc. produkcijos, šviežia produkcija - 50,00 proc. ir kita produkcija - 20 proc. visos bendrovės produkcijos.

2. 2008 metais AB „Pieno žvaigždės“ pardavimo pajamos išliko tokios pat kaip ir 2007 metais, nežymus augimas siekia 0,44 proc. Tačiau 2009 metais, lyginant su 2008 metais, pardavimo pajamos sumažėjo 6,58 proc., t.y. nuo 666,289 mln. Lt iki 622,447 mln. Lt. Reikšmingą įtaką bendrovės rezultatams turėjo mažesnė, nei prieš metus, produkcijos kaina, smukęs vidaus ir eksporto rinkos vartojimas. Pardavimai eksporto rinkose sudarė pusę visų pajamų ir siekė 71,520 mln. Lt (žr. 9 priedą). 2011 metais pardavimo pajamos išaugo iki 13,01 proc., palyginus su ankstesniu laikotarpiu, reikšmingą įtaką bendrovės pardavimų rezultatams turėjo eksporto rinkose augę pardavimai (ypač pirmąjį ketvirtį). Palyginus su 2010 metais, pardavimų apimtys eksporto rinkose padidėjo 17,01 proc., o pajamos siekė 281,700 mln. Lt, palyginti su 2010 metais 224,300 mln. Lt, sudarė 53,7 proc. visų pajamų. Per 2008-2011 metus bendrovės „Pieno žvaigždės“ pajamos vidutiniškai padidėjo 1,67 proc.

**16 lentelė. 2012-2016 metų AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojami pardavimai**

Pajamos / Metai	Faktiniai duomenys				Prognozė				
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2015 metai	2016 metai
<b>Pajamos, mln. Lt</b>	666,289	622,447	620,255	700,924	753,493	816,033	889,476	978,423	1.081,158
<i>Pokytis, proc.</i>	<i>0,44</i>	<i>-6,58</i>	<i>-0,36</i>	<i>13,01</i>	<i>7,00</i>	<i>8,30</i>	<i>9,00</i>	<i>10,00</i>	<i>10,50</i>
<b>Kitos veiklos pajamos, mln. Lt</b>	7,027	0,677	1,411	1,688	2,144	2,337	2,991	3,410	4,092
<i>Pokytis, proc.</i>	<i>510,51</i>	<i>-90,37</i>	<i>108,42</i>	<i>19,63</i>	<i>27,00</i>	<i>9,00</i>	<i>28,00</i>	<i>14,00</i>	<i>20,00</i>
<b>Finansinės veiklos pajamos, mln. Lt</b>	0,506	0,725	0,215	0,368	0,493	0,572	0,726	0,908	1,362
<i>Pokytis, proc.</i>	<i>69,15</i>	<i>43,28</i>	<i>-70,34</i>	<i>71,16</i>	<i>34,00</i>	<i>16,00</i>	<i>27,00</i>	<i>25,00</i>	<i>50,00</i>
<b>Iš viso pajamų, mln. Lt</b>	<b>673,822</b>	<b>623,869</b>	<b>621,881</b>	<b>702,980</b>	<b>756,130</b>	<b>818,942</b>	<b>893,194</b>	<b>982,742</b>	<b>1.086,612</b>
<i>Pokytis, proc.</i>	<i>1,37</i>	<i>-7,41</i>	<i>-0,32</i>	<i>13,04</i>	<i>7,56</i>	<i>8,31</i>	<i>9,07</i>	<i>10,03</i>	<i>10,57</i>

Šaltinis: sudaryta autorės

3. Prognozuojama, kad per ateinančius penkerius metus bendrovės pajamos iš pagrindinės veiklos augs vidutiniškai po 9,06 proc. per metus, dėl didesnio gamybos ir pardavimo masto ne tik Lietuvoje, bet ir eksporto rinkose. Daugiausiai tikimasi, kad padidės eksportas į Rusiją. Eksporto augimo tendenciją skatins palanki šalių ekonomikos būklė ir teikiamos eksporto subsidijos. AB „Pieno žvaigždės“ į Rusiją eksportuoja savo produkciją jau daugelį metų, todėl vartotojams yra žinomas bendrovės prekės ženklas ir gaminama produkcija, ypač sūriai. Bendrovės gaminami sūriai dažnai savo kokybe lenkia Rusijos ir kitų Rytų Europos šalių gamintojų sūrius, tad didėjant gyventojų pajamoms, kokybiškesnių sūrių paklausa turėtų didėti. Taip pat atsižvelgus į didėjančią šviežių pieno produktų paklausą Rusijoje, tikimasi didesnio šios grupės gaminių eksporto augimo.

2012-2014 metais pajamos didės stabiliai, t.y. vidutiniškai po 8,10 proc. kasmet, nes augimo tempus apribos žaliavinio pieno trūkumas. Spartesnio bendrovės pajamų augimo tikimasi 2015-2016 metais, nes pieno produktų rinka šalyje turėtų augti dėl didesnio pieno produktų suvartojimo. Ypač turėtų augti fermentinių sūrių ir originalesnių, didesnės pridėtinės vertės pieno produktų (jogurtų, varškės, desertų ir pan.) suvartojimas.

4. Prognozuojama, jog AB „Pieno žvaigždės“ pardavimo pajamų augimui įtakos turės ir didesnės parduodamos produkcijos kainos. Atsižvelgiant į tai, kad didžioji dalis mažmeninėje rinkoje parduodamos produkcijos yra pagaminta Lietuvoje, nors pieno produkcijos importo augimo tempai jau didėja, pagrindiniai pieno produktų gamintojai turi įtakos pieno produktų kainoms. Pardavimo kainų augimo tendencijai įtakos turi ir žaliavinio pieno supirkimo kainų pokyčiai, taip pat ir prognozuojantys didėjantys darbo užmokesčio augimo kaštai. Prognozuojama, jog 2012-2013 metais, pingantis žaliavinis pienas nekompens eksporto rinkose kritusių produkcijų, ypač fermentinio sūrio, kainų. Pieno produktų paklausa išlieka didelė, tačiau ir pieno gamyba didėja visose šalyse, tad 2012-2013 metais pieno produktų rinka gali būti nestabili. 2014-2016 metais produkcijos kainos, eksporto rinkose, turėtų stabilizuosis.

Remiantis prognozėmis, 2012-2016 metais pajamos vidutiniškai turėtų padidėti 11,38 proc., dėl didėjančio suvartojimo tiek vidaus, tiek eksporto rinkose.

Žinant pardavimų prognozes, galima prognozuoti pardavimo savikainą ir kitas sąnaudas 2012-2016 metams (žr. 17 lent.), kurios remiasi tokios prielaidomis:

1. 2008-2011 metų bendrovės „Pieno žvaigždės“ pardavimo savikaina visą analizuojamą laikotarpį vidutiniškai sudarė apie 81,55 proc. pardavimų. Taigi, remiantis šiais duomenimis, buvo prognozuojama AB „Pieno žvaigždės“ pardavimo savikaina 2012-2016 metams.

2. Pardavimo savaikaina 2009 metais, palyginus su 2008 metais, sumažėjo nuo 562,582 mln. Lt iki 497,305 mln. Lt, tai sudarė 11,60 proc. mažiau. Savikainos mažėjimui, įtakos turėjo atitinkamai sumažėjusios pardavimo pajamos, tačiau 2011 metus, palyginus su 2010 metais, pardavimo savaikaina išaugo iki 13,57 proc. Per nagrinėjamą laikotarpį visos bendrovės sąnaudos vidutiniškai padidėjo 2,31 proc.

3. Didžiausią bendrovės produkcijos pardavimo sąnaudų dalį sudaro žaliavinis pienas. Dėl žemų pieno kainų ir rinkos situacijos prognozuojama, jog vidutinės pieno supirkimo kainos Lietuvoje didės apie 1,00-3,50 proc. per metus. Gamybos savikainą didins ir kylančios darbo užmokesčio, pakavimo ir kitų medžiagų bei dėl investicijų didesnės nusidėvėjimo sąnaudos. 2013 metais prognozuojama, jog spartesnį pardavimo savikainos augimą stabdys didesnis gamybos efektyvumas, didesnės pridėtinės vertės produktų gamyba ir mažėjančios pieno surinkimo sąnaudos.

Prognozuojama, jog AB „Pieno žvaigždės“ pardavimo savaikaina per ateinančius penkerius metus vidutiniškai augs apie 8,70 proc. per metus.

**17 lentelė. 2012-2016 metų AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojami  
pardavimo savikaina ir kitos sąnaudos**

Sąnaudos / Metai	Faktiniai duomenys				Prognozė				
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2015 metai	2016 metai
<b>Pardavimų savikaina, mln. Lt</b>	562,582	497,305	500,740	568,679	608,487	648,038	706,362	776,998	862,468
<i>Pokytis, proc.</i>	8,77	-11,60	0,69	13,57	7,00	6,50	9,00	10,00	11,00
<b>Kitos veiklos sąnaudos, mln. Lt</b>	-	-	0,955	0,911	1,048	1,090	1,286	1,376	1,555
<i>Pokytis, proc.</i>	-	-	-	-4,61	15,00	4,00	18,00	7,00	13,00
<b>Pardavimų ir administracinės sąnaudos, mln. Lt</b>	102,915	99,083	95,063	98,849	102,803	116,167	123,137	126,832	135,710
<i>Pokytis, proc.</i>	5,48	-3,72	-4,06	3,98	4,00	13,00	6,00	3,00	7,00
<b>Finansinės veiklos sąnaudos, mln. Lt</b>	11,413	7,813	3,310	4,545	5,090	5,549	6,270	6,709	7,380
<i>Pokytis, proc.</i>	26,26	-31,54	-57,63	37,31	12,00	9,00	13,00	7,00	10,00
<b>Iš viso sąnaudų, mln. Lt</b>	<b>676,910</b>	<b>604,201</b>	<b>600,068</b>	<b>672,984</b>	<b>717,428</b>	<b>770,844</b>	<b>837,055</b>	<b>911,914</b>	<b>1.007,111</b>
<i>Pokytis, proc</i>	8,51	-10,74	-0,68	12,15	6,60	7,45	8,59	8,94	10,44

Šaltinis: sudaryta autorės

4. Prognozuojama, jog 2012-2016 metais bendrovėje „Pieno žvaigždės“ kitos veiklos sąnaudos augs nuo 1,048 mln. Lt iki 1,555 mln. Lt, nes numatomas su nuoma ir kitų paslaugų teikimu susijusių sąnaudų augimas.

5. Pardavimo ir administracinės sąnaudos sparčiau augs 2013-2014 metais, o 2015-2016 metais jų augimas sulėtės. 2013 metais pardavimo ir administracinės sąnaudos 13,00 proc. padidės dėl darbo užmokesčio didėjimo, stipresnės konkurencijos ir poreikio stiprinti prekinį ženklą, reklamuoti naujus gaminamus produktus, kurie didins ir reklamos sąnaudas.

2012-2016 metų ilgalaikio turto nusidėvėjimo ir amortizacijos bei subsidijos amortizacijos prognozavimas pateikiamas 18 lentelėje, kuri remiasi tokiomis prielaidomis:

1. Remiantis istoriniais duomenis, nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos sudaro 19 proc. ilgalaikio turto vertės. Prognozuojama, kad ateinančių penkerių metų laikotarpiu nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos sudarys 19 proc. nuo ilgalaikio turto vertės.

Ilgalaikio materialaus ir nematerialaus turto vertė 2008-2011 metais vidutiniškai sumažėjo 7,00 proc. kasmet, todėl tikimasi, jog 2012-2016 metais bendrovės „Pieno žvaigždės“ ilgalaikio turto vertė sumažės po 6,00 proc. kiekvienais metais.



**18 lentelė. 2012-2016 metų AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojami  
IT nusidėvėjimas ir amortizacija**

Nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos / Metai	Faktiniai duomenys				Prognozė				
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2015 metai	2016 metai
<b>IT vertė, mln. Lt</b>	240,951	220,508	194,344	182,467	171,519	161,228	151,554	142,461	133,913
<i>Pokytis, proc.</i>	-2,59	-8,48	-11,87	-6,11	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00
<b>IT nusidėvėjimas ir amortizacija, mln. Lt</b>	<b>43,105</b>	<b>42,576</b>	<b>39,798</b>	<b>33,413</b>	<b>32,589</b>	<b>30,633</b>	<b>28,795</b>	<b>27,068</b>	<b>25,444</b>
<i>Dalis, proc.</i>	17,89	19,31	20,48	18,31	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00
<b>Subsidijos, mln. Lt</b>	2,775	3,394	4,859	4,422	3,403	3,378	3,684	4,054	4,075
<i>Pokytis, proc.</i>	33,22	22,31	43,16	-8,99	-23,05	-0,72	9,07	10,03	0,52
<b>Subsidijų amortizacija, mln. Lt</b>	<b>-1,819</b>	<b>-0,509</b>	<b>-0,695</b>	<b>-1,069</b>	<b>-0,783</b>	<b>-0,777</b>	<b>-0,847</b>	<b>-0,933</b>	<b>-0,937</b>
<i>Dalis, proc.</i>	65,55	15,00	14,30	24,17	23,00	23,00	23,00	23,00	23,00

Šaltinis: sudaryta autorės

2. Remiantis istoriniais duomenimis, 2008-2011 metais bendrovės gaunamos subsidijos sudaro vidutiniškai 19,46 proc. nuo investicijų sumos. Prognozuojamu laikotarpiu tikimasi, jog subsidijos kiekvienais metais augs po 15,00 proc. nuo investicijų į ilgalaikį ir apyvartinį kapitalą (žr. 19 lent.). Per 2008-2011 metus subsidijos vidutiniškai augo po 22,42 proc. kasmet, o nuo 2012 metų iki 2016 metų planuojama, jog subsidijos padidės nuo 3,403 mln. Lt iki 4,075 mln. Lt.

Taip pat remiantis istoriniais duomenimis, visą nagrinėjamą laikotarpį subsidijų amortizaciją sudarė vidutiniškai 29,76 proc. nuo gaunamų subsidijų, todėl tikimasi, jog 2012-2016 metais subsidijų amortizaciją sudarys 23,00 proc. subsidijų, t.y. nuo 0,783 mln. Lt iki 0,937 mln. Lt.

Prognozuojamos bendrovės investicijos 2012-2016 metams pateikiamos 19 lentelėje ir remiamasi tokios prielaidomis:

1. Remiantis istoriniais duomenimis, investicijos į ilgalaikį turtą ir į apyvartinį kapitalą 2008-2011 metais vidutiniškai sumažėjo 11,42 proc., nors 2011 metais investicijos augimas, palyginus su 2010 metais, padidėjo 74,32 proc., t.y. iki 22,679 mln. Lt. Analizuojamu laikotarpiu investicijos sudarė 3,61 proc. nuo visų bendrovės uždirbamų pajamų.

Tikimasi, jog prognozuojamu laikotarpiu bendrovės investicijos 2012 metais sudarys 3,00 proc., 2013-2014 metais - 2,75 proc. ir 2016 metais - 2,50 proc. visų pardavimų. Per prognozuojamą laikotarpį investicijoms numatoma skirti daugiau kaip 4,481 mln. Lt. Investicijos numatytos į gamybinės įrangos ir žaliavinio pieno surinkimo sistemos tolesnį modernizavimą, kad dar labiau pagerinti gaminamos produkcijos kokybę.

**19 lentelė. 2012-2016 metų AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojamos investicijos ir subsidijos**

Investicijos ir subsidijos / Metai	Faktiniai duomenys				Prognozė				
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2015 metai	2016 metai
<b>Pardavimai iš viso, mln. Lt</b>	673,822	623,869	621,881	702,980	756,130	818,942	893,194	982,742	1.086,612
<b>Investicijos, mln. Lt</b>	<b>31,376</b>	<b>27,912</b>	<b>13,010</b>	<b>22,679</b>	<b>22,684</b>	<b>22,521</b>	<b>24,563</b>	<b>27,025</b>	<b>27,165</b>
<i>Pokytis, proc.</i>	-55,56	-11,04	-53,39	74,32	0,02	-0,72	9,07	10,03	0,52
Investicijos nuo pardavimų, <i>proc.</i>	4,66	4,47	2,09	3,23	3,00	2,75	2,75	2,75	2,50
<b>Subsidijos, mln. Lt</b>	<b>2,775</b>	<b>3,394</b>	<b>4,859</b>	<b>4,422</b>	<b>3,403</b>	<b>3,378</b>	<b>3,684</b>	<b>4,053</b>	<b>4,075</b>
Subsidijos nuo investicijų, <i>proc.</i>	8,84	12,16	37,35	19,50	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00

Šaltinis: sudaryta autorės

2012-2016 metų prognozuojamos palūkanos sąnaudos ir apyvartinio kapitalo pokyčiai pateikiami 20 lentelėje ir remtasi tokiomis prielaidomis:

1. Remiantis bendrovės „Pieno žvaigždės“ istoriniais veiklos rezultatais, 2009 metais, palyginus su 2008 metais, palūkanų sąnaudos sumažėjo 32,57 proc., 2010 metais - 59,26 proc. Tačiau 2011 metais palūkanų sąnaudos, palyginus su 2010 metais, padidėjo 31,37 proc., t.y. iki 4,012 mln. Lt. Per visą nagrinėjamą laikotarpį bendrovės palūkanų sąnaudos vidutiniškai sumažėjo 8,60 proc.

2012-2015 metais tikimasi, jog palūkanų sąnaudos bendrovėje sumažės 4,50 proc. 2016 metais prognozuojama, kad padidės palūkanų sąnaudos, nes planuojama, jog bendrovė turės ilgalaikę paskolą kredito įstaigoms.

2. Prognozuojamu laikotarpiu, apyvartinio kapitalo pokytis didės tolygiai - nuo 2,00 proc. iki 5,00 proc. 2012-2016 metais planuojama apyvartinio kapitalo pokytis nuo 28,903 mln. Lt iki 33,386 mln. Lt.

**20 lentelė. 2012-2016 metų AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojami palūkanų sąnaudos ir apyvartinio kapitalo pokyčiai**

Palūkanų sąnaudos ir apyvartinis kapitalas / Metai	Faktiniai duomenys				Prognozė				
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2015 metai	2016 metai
<b>Palūkanų sąnaudos, mln. Lt</b>	<b>11,118</b>	<b>7,497</b>	<b>3,054</b>	<b>4,012</b>	<b>3,831</b>	<b>3,659</b>	<b>3,494</b>	<b>3,337</b>	<b>3,671</b>
<i>Pokytis, proc.</i>	26,07	-32,57	-59,26	31,37	-4,50	-4,50	-4,50	-4,50	10,00
<b>Apyvartinio kapitalo pokytis, mln. Lt</b>	<b>39,888</b>	<b>-32,013</b>	<b>20,329</b>	<b>28,336</b>	<b>28,903</b>	<b>29,683</b>	<b>30,574</b>	<b>31,797</b>	<b>33,386</b>
<i>Pokytis, proc.</i>	-	-180,26	163,50	39,39	2,00	2,70	3,00	4,00	5,00

Šaltinis: sudaryta autorės

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ 2012-2016 metų pardavimų, pardavimo savikainos, ilgalaikio turto nusidėvėjimo ir amortizacijos, subsidijų amortizacijos, palūkanų sąnaudų, investicijų ir grynojo apyvartumo kapitalo pokyčio prognozes, galima apskaičiuoti laisvuosius pinigų srautus (žr. 21 lent.).

**21 lentelė. 2012-2016 metų AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojami laisvieji pinigų srautai**

	Faktiniai duomenys				Prognozė				
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2015 metai	2016 metai
<b>Pajamos, mln. Lt</b>	<b>673,822</b>	<b>623,869</b>	<b>621,881</b>	<b>702,980</b>	<b>756,130</b>	<b>818,942</b>	<b>893,194</b>	<b>982,742</b>	<b>1.086,612</b>
<b>Sąnaudos, mln. Lt</b>	<b>676,910</b>	<b>604,201</b>	<b>600,068</b>	<b>672,984</b>	<b>717,428</b>	<b>770,844</b>	<b>837,054</b>	<b>911,914</b>	<b>1.007,111</b>
Pelnas (nuostolis) prieš mokesč., mln. Lt	-3,088	19,668	21,813	29,996	38,703	48,098	56,139	70,828	79,501
Nusidėvėjimas ir amortizacija, mln. Lt	43,105	42,576	39,798	33,413	32,589	30,633	28,795	27,068	25,444
Subsidijų amortizacija, mln. Lt	-1,819	-0,509	-0,695	-1,069	-0,783	-0,777	-0,847	-0,932	-0,937
Palūkanų sąnaudos, mln. Lt	11,118	7,497	3,054	4,012	3,831	3,659	3,494	3,337	3,671
<b>EBITDA, mln. Lt</b>	<b>49,316</b>	<b>69,232</b>	<b>63,970</b>	<b>66,352</b>	<b>74,340</b>	<b>81,614</b>	<b>87,581</b>	<b>100,300</b>	<b>107,678</b>
Investicijos į ilgalaikį turtą, mln. Lt	31,376	27,912	13,010	22,679	22,684	22,521	24,563	27,025	27,165
Apyvartinio kapitalo pokytis, mln. Lt	39,888	-32,013	20,329	28,336	28,903	29,683	30,574	31,797	33,386
<b>Laisvieji pinigų srautai, mln. Lt</b>	<b>-21,948</b>	<b>73,333</b>	<b>30,631</b>	<b>15,337</b>	<b>22,753</b>	<b>29,410</b>	<b>32,445</b>	<b>41,478</b>	<b>47,126</b>
<i>Pokytis, proc.</i>	-	334,12	-58,23	-49,93	48,36	29,25	10,32	27,84	13,62

Šaltinis: sudaryta autorės

#### 4.2.2. Individualios diskonto normos ir papildomos rizikos nustatymas

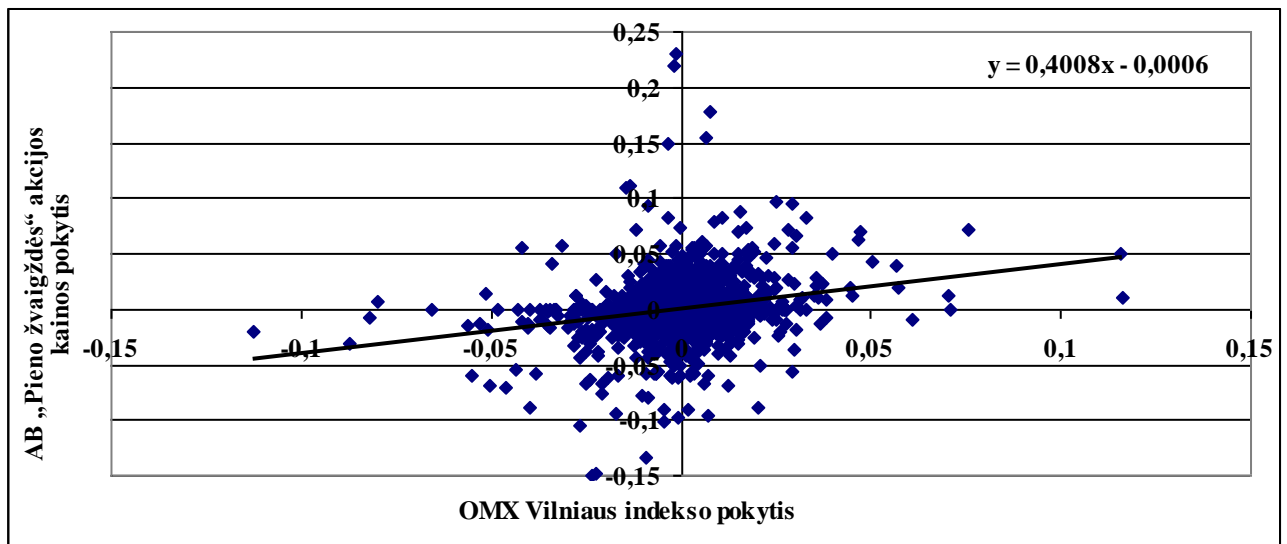
Individualios diskonto normos nustatymas - vienas iš svarbiausių užduočių vertinant verslą. Verslo vertinimui pritaikoma diskonto norma turi atspindėti investuoto kapitalo kainą ir būti suderinta su prielaidomis, kurios taikomos prognozuojant pinigų srautus. Diskonto norma gali būti nustatoma Vakaruose plačiai naudojamu kapitalo įvertinimo modeliu (angl. Cost of Assets Pricing model - CAPM) arba suminiu (kumuliaciniu) metodu (angl. Build-up). Kadangi diskonto normos metodai (kapitalo įvertinimo ir suminis arba kumuliacinis metodai) įvertina verslo riziką, bet neįvertina verslo finansavimo būdo, darbe vertinant bendrovės „Pieno žvaigždės“ vertę, taikysime kapitalo kainos vidurkį (WACC) (žr. 4 formulę), kuris gali būti panaudotas pinigų srautų diskontavimui

**Individualios diskonto normos pagrindimas.** Pateikiamas išsamus faktais bei prielaidomis pagrįstas diskonto normos apskaičiavimas. Apskaičiuojant diskonto normą, reikia įvertinti: nuosavo ir skolinto kapitalo kainą, nuosavo ir skolinto kapitalo dalis.

Nuosavo kapitalo kaina nustatoma naudojant kapitalo įkainojimo modelį. Pati kaina nustatoma pagal formulę, įvertinant papildomą rizikos premiją (žr. 7 priedą):

1. Nustatoma nerizikinga pelno norma. Nerizikinga pelno norma laikoma vyriausybės vertybinių popierių palūkanų norma. Tyrime nerizikinga pelno norma pasirinkta Lietuvos Vyriausybės ilgalaikių obligacijų vidutinė pelningumo norma. Remiantis Lietuvos banko pateikta informacija apie Lietuvos Vyriausybės obligacijų pardavimo aukcionus, nerizikinga pelno norma buvo pasirinkta septynių metų obligacijos vidutinė pelningumo norma, kuri yra 3,759 proc. (žr. 10 priedą).

2. Apskaičiuojamas svertinis beta koeficientas. Bendrovės koeficientas beta nustatytas iš krypties linijos lygties, kuris remiasi istoriniais bendrovės ir rinkos duomenimis. Todėl AB „Pieno žvaigždės“ koeficientas beta buvo nustatytas remiantis 2002-2012 metų lapkričio mėn. akcijos kainos ir OMX Vilnius indekso pokyčiais. Bendrovės akcijos kainos ir OMX Vilnius indekso pokyčių tarpusavio priklausomybė pavaizduota 12 paveiksle.



12 pav. Akcijos kainos ir OMX Vilnius indekso pokyčių tarpusavio priklausomybė

Šaltinis: sudaryta autorės

Iš 12 paveikslo matyti, jog krypties linijos lygtis yra  $y = 0,4008x - 0,0009$ , pagal kurią galima nustatyti, jog bendrovės  $\beta$  lygi 0,4008. Tačiau tai nėra galutinė koeficiento beta reikšmė, nes koeficientas apskaičiuotas remiantis istoriniais duomenimis ir parodo tik bendrovės istorinę reakciją į rinkos pokyčius, todėl koeficiento beta reikšmė turi būti patikslinta. Merrill Lynch<sup>19</sup> ir Bloomberg<sup>20</sup> metodikose siūloma patikslinti beta:  $\beta_{anj} = \beta_h \times 0,67 + 1 \times 0,33$ . Taigi, galutinė AB „Pieno žvaigždės“  $\beta$  reikšmė yra lygi 0,5985. Tad galima daryti išvadas, kad rinkos pelningumui pakitus 10

<sup>19</sup> **Merrill Lynch & Co., Inc.** - „Bank of America“ investicinės ir privačiosios bankinkystės padalinys bei didžiausia finansų maklerio įmonė pasaulyje. Joje dirba daugiau nei 15000 brokerių ir valdo daugiau kaip \$2,2 trln. USD vertės turtą. Anksčiau „Merrill Lynch“ buvo vienas iš penkių stambiausių volstryto investicinių bankų. „Bank of America“ už 50 mlrd. USD nupirko „Merrill Lynch“ banką.

<sup>20</sup> **Bloomberg** - verslo ir finansų rinkų naujienų svetainė, pateikianti pasaulio ekonomikos naujienos, akcijų ateities sandorių, akcijų kursų, ir asmeninių finansų patarimus.

%, bendrovės akcijos pelningumas pakinta 4,01 %. Betai esant tarp 0 ir 1, bendrovės akcijos pokytis yra lėtesnio tempo nei rinkos. 11 priede pateikiama Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių  $\beta$ .

3. Rinkos pajamų norma buvo apskaičiuota remiantis dešimties metų OMX Vilnius indekso metiniais pokyčiais (žr. 22 lent.).

**22 lentelė. 2002-2012 metų OMX Vilnius indekso vertė ir pokytis**

OMX Vilnius/ Metai	2002 metai	2003 metai	2004 metai	2005 metai	2006 metai	2007 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2012 metai	Rin- kos paja- mų norma
Vertė	84,78	174,48	293,44	448,76	492,65	514,23	179,25	261,77	409,65	298,78	346,19	
Pokytis, proc.	12,20	105,80	68,18	52,93	9,78	4,38	-65,14	46,04	56,49	-27,06	15,87	<b>27,95</b>

Šaltinis: sudaryta pagal NASDAQ OMX Baltic, 2012

Įvertinus 22 lentelės duomenis, tyrime vertinant verslą, rinkos pajamų norma - 27,95 proc.

4. Nustatoma papildoma rizikos premija, nes AB „Pieno žvaigždės“ veiklą vykdo tarptautiniu mastu ir veikia gana nestabilioje rinkoje. Vertinama bendrovė daugiausiai produkcijos eksportuoja į Rusiją, kuriai būdingas teisės aktų nestabilumas, keičiami reikalavimai ir taikomi produkcijos importavimo suvaržymai, kurie gali apsunkinti produkcijos pardavimą Rusijoje. Todėl nustatoma 0,28 proc. papildoma rizikos premija dėl rinkos ypatumų. Taip pat bendrovė susiduria su valiutų kursų svyravimo rizika, kuri daugiausiai susijusi su Didžiosios Britanijos svarais sterlingais, Rusijos rubliais, Latvijos latais ir Lenkijos zlotais, todėl nustatoma 0,12 proc. papildoma rizikos premija. Nustatoma dar 0,10 proc. papildoma rizikos premija dėl politinės rizikos, nes bendrovė parduoda savo produkciją daugelyje Europos sąjungos šalių ir dalis produkcijos taip pat eksportuojama į rizikingas rinkas, tokias kaip Baltarusija. Taigi, atsižvelgus į AB „Pieno žvaigždės“ veiklą, nustatyta 0,50 proc. papildoma rizikos premija.

Žinant nerizikingą pelno normą, koeficientą beta, rinkos pajamų normą ir papildomą rizikos premiją, galima apskaičiuoti nuosavo kapitalo kainą, kuri yra lygi:

$$R = 0,03759 + 0,5985 (0,27947 - 0,03759) + 0,005 = 0,18$$

Norint apskaičiuoti vidutinę svertinę kapitalo kainą, be nuosavo kapitalo kainos, dar reikia įvertinti skolinto kapitalo kainą, pelno mokesčio tarifą ir skolinto, ir nuosavo kapitalo dalis. Visi šie duomenys nustatomi remiantis 2011 metų AB „Pieno žvaigždės“ finansinėmis ataskaitomis.

Remiantis gautais rezultatais, apskaičiuojama AB „Pieno žvaigždės“ vidutinė svertinė kapitalo kaina (individualia diskonto norma) pagal 4 formulę.

$$WACC = 0,5561 \times (0,0447 \times (1 - 0,15)) + 0,4439 \times 0,1874 = 0,1043$$

### 4.2.3. Tęstinės vertės ir verslo vertės nustatymas

**Tęstinės vertės pagrindimas.** Žinant bendrovės „Pieno žvaigždės“ 2012-2016 metų laisvus pinigų srautus ir diskonto normą, galima nustatyti bendrovės tęstinę vertę, t.y. pratęsti paskutinio prognozuoto laikotarpio pinigų srautus įvertinus augimo normą po prognozuojamo laikotarpio. Dažnai amžino augimo norma būna apie 3,00-5,00 proc., tad amžino augimo norma pasirenkama 3,00 proc.

$$TV = \frac{1}{(1+r)^n} \times \frac{P}{(r-g)} = \frac{1}{(1+0,1043)^5} \times \frac{47,126}{(0,1043-0,03)} = 386,222 \text{ mln. Lt}$$

**AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės pagrindimas.** Remiantis gautais rezultatais galima apskaičiuoti galutinę AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę. Laisvieji pinigų srautai diskontuojami naudojant bendrovės individualią diskonto normą, po to sudedami kiekvieno laikotarpio diskontuoti pinigų srautai, pridedama tęstinė vertė ir gaunama bendrovės vertė su grynaisiais įsiskolinimais. Tačiau tai nėra galutinė bendrovės vertė, nes bendrovė turi ir grynąją skolą. AB „Pieno žvaigždės“ galutinė vertė yra bendrovės vertės ir grynosios skolos skirtumas (žr. 23 lent).

**23 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė**

Metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2015 metai	2016 metai
Laisvieji pinigų srautai, mln. Lt	22,753	29,410	32,445	41,478	47,126
Diskonto normos faktorius	1,104	1,219	1,347	1,487	1,642
Diskontuoti pinigų srautai, mln. Lt	20,604	24,117	24,093	27,892	28,696
<b>Dabartinė vertė, mln. Lt</b>					125,402
<b>Tęstinė vertė, mln. Lt</b>					386,222
<b>AB „Pieno žvaigždės“ vertė su finansiniais įsisk., mln. Lt*</b>					<b>511,624</b>
<b>Finansinis įsiskolinimas, mln. Lt</b>					138,171
<b>AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė, mln. Lt</b>					<b>373,453</b>

Šaltinis: sudaryta autorės

**Tyrimo išvados.** Tyrime, vertinant verslo vertę diskontuotų pinigų srautų metodu, buvo atlikta 2012-2016 metų bendrovės „Pieno žvaigždės“ pinigų srautų prognozė. Apskaičiuota individuali diskonto norma sudaro 10,43 proc., tęstinė vertė – 386,222 mln. Lt. Įvertinus gautus rezultatus, galima teigti, jog bendrovės verslo vertė su finansiniais įsipareigojimais yra 511,624 mln. Lt. Remantis prielaida, jog galutinė verslo vertė yra verslo vertės ir grynosios skolos skirtumas, turime įvertinti ir bendrovės grynuosius finansinius įsipareigojimus, kurie sudaro 138,171 mln. Lt. Taigi, pritaikius diskontuotų pinigų srautų metodą, AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė - 373,453 mln. Lt.

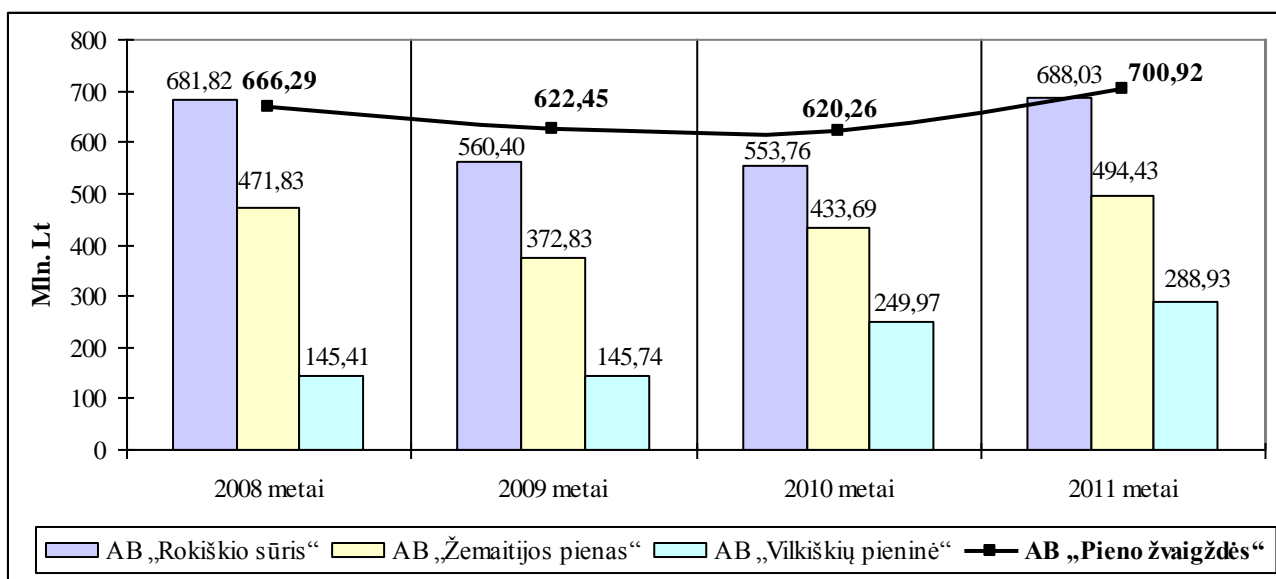
Siekiant tiksliau nustatyti AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę, papildomai reikia taikyti ir lyginamosios vertės metodą, tuomet, remiantis gautais rezultatais, bus galima nustatyti galutinę AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę.

### 4.3. AB „Pieno žvaigždės“ vertinimas lyginamosios vertės metodu

Tyrimė, taikant lyginamosios vertės metodą, AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė nustatoma palyginus Europos šalių ir Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių - AB „Rokiškio sūris“, AB „Žemaitijos pienas“, AB „Vilkyškių pieninė“, Milkiland NV, Albalact S.A., Bongrain SA, Dairy Crest Group ir kt. – santykinius rodiklius. Vertinimas remiasi retrospektyvia informacija ir atspindi faktinius buvusius bendrovės gamybinės ir finansinės veiklos rezultatus.

#### 4.3.1. AB „Pieno žvaigždės“ ir Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovės

Remiantis pardavimo apimtimi, 2008-2011 metais pieno perdirbimo sektoriuje lyderiaučios bendrovės yra AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Rokiškio sūris“, AB „Vilkyškių pieninė“ ir AB „Žemaitijos pienas“ (žr. 13 pav.). AB „Pieno žvaigždės“ 2008-2011 metų balansas, pelno (nuostolio) ir pinigų srautų ataskaitos pateikiamos 12, 13 ir 14 prieduose.



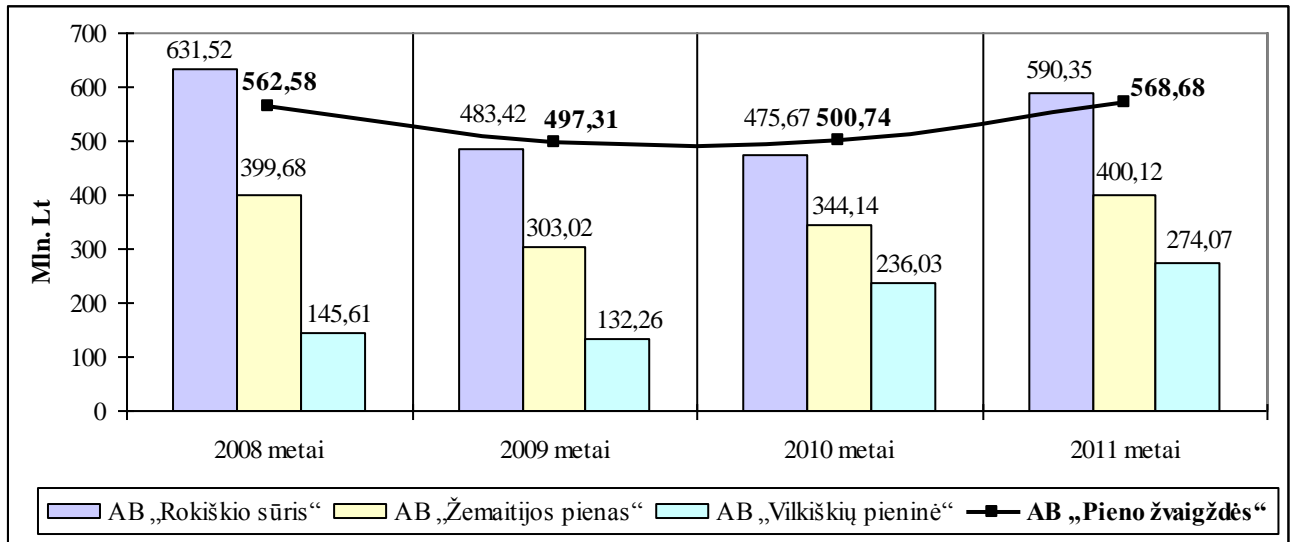
13 pav. Bendrovių pardavimo pajamų kitimas, 2008-2011 metais

Šaltinis: sudaryta autorės

Iš 13 paveiksle pateiktų duomenų, galima teigti, jog 2009 metais, palyginus su 2008 metais, bendrovių pardavimo pajamų apimtys sumažėjo: AB „Žemaitijos pienas“ - 20,98 proc., AB „Rokiškio sūris“ - 17,81 proc. ir AB „Pieno žvaigždės“ - 6,58 proc., tačiau AB „Vilkyškių pieninė“ pardavimų pajamos padidėjo 0,23 proc. Tam įtakos turėjo pieno produkcijos mėšesnės kainos ir pardavimo kiekių sumažėjimas mažėjant perkamajai galiai Lietuvoje ir eksporto rinkose. Bendrovės „Pieno žvaigždės“ pardavimo pajamų smukimas yra mažiausias, lyginant su kitais Lietuvos pieno produktų gamintojais. Bendrovių „Pieno žvaigždės“ ir „Rokiškio sūris“ 2010 metais, palyginus su 2009 metais, buvo nežymus pajamų sumažėjimas (apie 1,00 proc.), AB „Vilkiškių pieninė“ pajamos ugtelejo sparčiausiai

- 71,51 proc. 2011 metais visų bendrovių pajamos padidėjo: AB „Rokiškio sūris“ - 24,25 proc., AB „Vilkiškių pieninė“ -15,59 proc., AB „Žemaitijos pienas“ - 14,00 proc. ir AB „Pieno žvaigždės“ - 13,01 proc. Didžiausią įtaką pajamų augimui turėjo didesnis gamybos mastas ir sparčiai augusios eksporto pajamos.

14 lentelėje pateikiama AB „Pieno žvaigždės“ ir pagrindinių Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių pardavimo savikaina.



14 pav. **Bendrovių pardavimo savikainos kitimas, 2008-2011 metais**

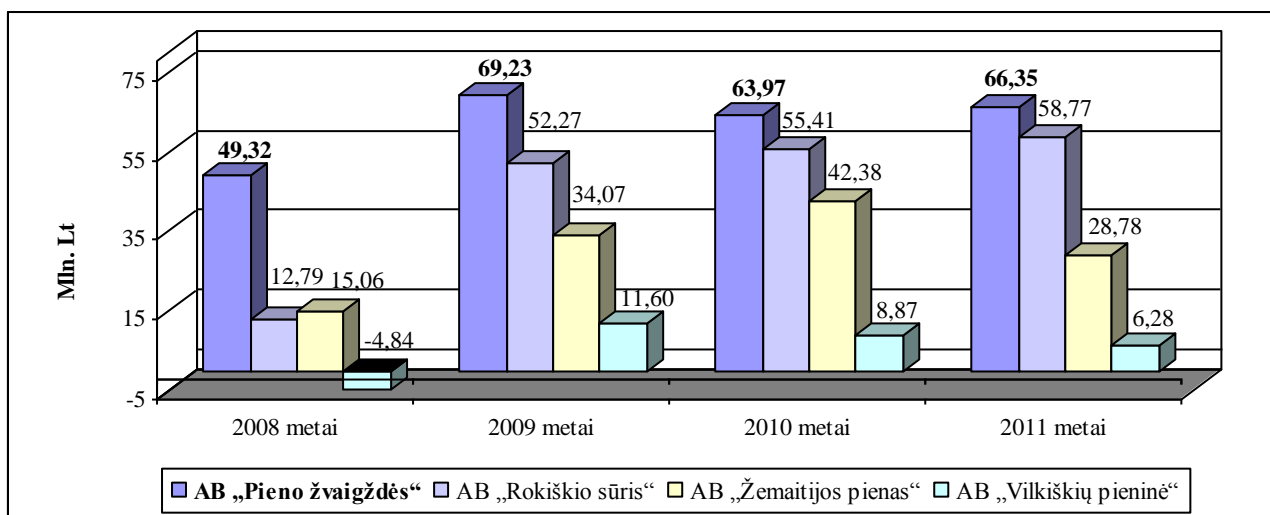
Šaltinis: sudaryta autorės

Pagal 14 paveikslo duomenis, galime teigti, jog 2009-2010 metais bendrovių pardavimo savikaina sumažėjo dėl pieno produkcijos gamybos sumažėjimo. Per visą nagrinėjamą laikotarpį daugiausiai pardavimo savikaina sumažėjo bendrovės „Žemaitijos pienas“ 2009 metais palyginus su ankstesniu laikotarpiu - 24,18 proc., didžiausias augimo tempas 2010 metais AB „Vilkiškių pieninė“ - 78,46 proc. 2011 metais palyginus su ankstesniais metais bendrovės „Pieno žvaigždės“ pardavimo savikaina padidėjo mažiausiai, t.y. 13,57 proc. palyginus su kitomis bendrovėmis.

EBITDA (pelnas prieš nusidėvėjimą, amortizaciją, palūkanų sąnaudas ir pelno mokestį). Jis leidžia įvertinti skirtingas bendroves, nes parodo bendrovių gebėjimą finansuoti skolas ir susimokėti pelno mokestį. Bedrovių veikloje dažniausiai finansinės veiklos rezultatai nulemia vien finansinių skolų palūkanos. Tad galima palyginti bendrovių rezultatus, neatsižvelgiant į naudojamus veiklos finansavimo šaltinius ir jų struktūrą. 15 paveiksle pateikiama AB „Pieno žvaigždės“ ir pagrindinių Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių EBITDA kitimas.

Per visą analizuojamą laikotarpį 2009 metais visų bendrovių EBITDA buvo didžiausias. 2009 metais, palyginus su 2008 metais, EBITDA sparčiai padidėjo: AB „Vilkiškių pieninė“ - 339,74 proc., AB „Rokiškio sūris“ - 308,85 proc., AB „Žemaitijos pienas“ - 126,22 proc. ir AB „Pieno žvaigždės“ - 40,38 proc. Įtakos turėjo padidėjęs ataskaitinių metų pelnas (nuostolis) (žr. 16 pav.).



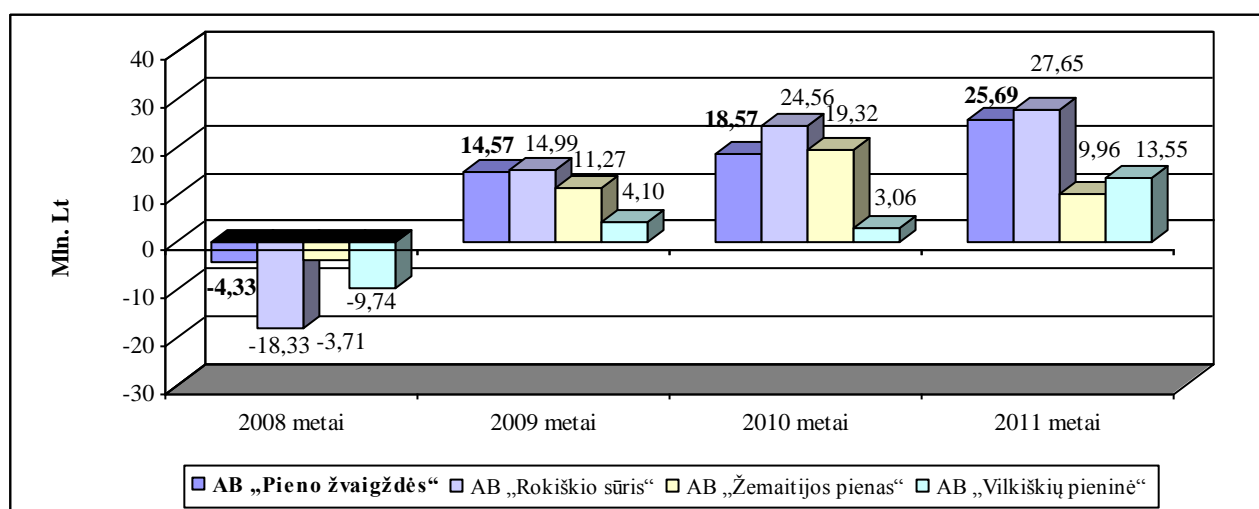


15 pav. Bendrovių EBITDA kitimas, 2008-2011 metais

Šaltinis: sudaryta autorės

2011 metais, palyginus su ankstesniais metais, padidėjimas ir sumažėjimas buvo nežymus. Bendrovių „Pieno žvaigždės“ ir „Rokiškio sūris“ EBITDA padidėjo atitinkamai, t.y. 3,72 proc. ir 6,06 proc., o bendrovių „Žemaitijos pienas“ ir „Vilkiškių pieninė“ augimo tempai sumažėjo, t.y. 32,10 proc. ir 29,14 proc. atitinkamai. Tad galima daryti prielaidą, jog kuo didesnė bendrovės ilgalaikio materialaus turto vertė ir nusidėvėjimas bei paskolos ir aukštesnės mokamos palūkanos, tuo EBITDA didesnis už bendrovės grynąjį pelną.

16 paveiksle pateikiama AB „Pieno žvaigždės“ ir pagrindinių Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių ataskaitinių laikotarpių pelnas (nuostolis).



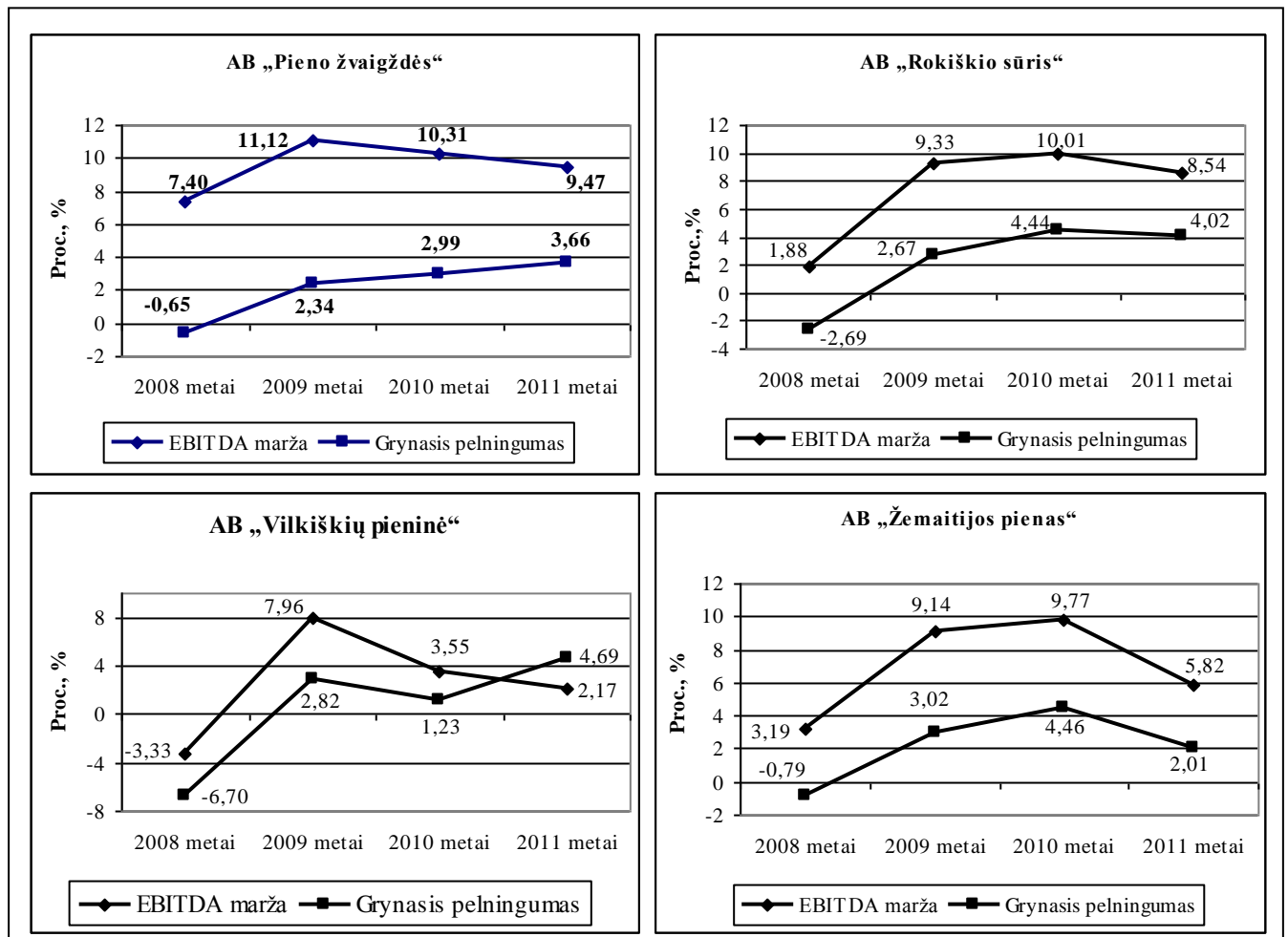
16 pav. Bendrovių grynojo pelno kitimas, 2008-2011 metais

Šaltinis: sudaryta autorės

Iš 16 paveikslo matyti, jog 2008 metais pagrindinės pieno perdirbimo sektoriaus bendrovės patyrė nuostolius. Didžiausią nuostolį patyrė AB „Rokiškio sūris“ - 18,33 mln. Lt, mažiausiai nuostolį patyrė AB „Žemaitijos pienas“ - 3,71 mln. Lt. 2009-2011 metais bendrovių ataskaitinių metų pelnas

augo. Sparčiausias augimas 2011 metais, AB „Pieno žvaigždės“ grynasis pelnas sudarė 25,69 mln. Lt ir 38,31 proc. daugiau negu 2010 metais. 2010 metais AB „Rokiškio sūris“ grynasis pelnas padidėjo 63,86 proc., palyginus su ankstesniu laikotarpiu, ir siekė 24,56 mln. Lt grynojo pelno. Tad galima teigti, jog dalis pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių sugebėtų dirbti pelningai sudėtingu ekonomikos laikotarpiu.

**Veiklos pelningumo vertinimo rodikliai.** 17 paveiksle pateikiama AB „Pieno žvaigždės“ ir pagrindinių Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių EBITDA marža ir grynasis pelningumas, skaičiavimai pateikti 15 priede



17 pav. Bendrovių EBITDA maržos ir grynojo pelningumo kitimas, 2008-2011 metais

Šaltinis: sudaryta autorės

Iš pateiktų duomenų, galima teigti, jog bendrovė „Pieno žvaigždės“ 2009-2010 metais iš eilės sugebėjo išlaikyti EBITDA maržą aukštesnę nei 10,00 proc. ir pasiekti grynojo pelno rezultata. 2009 metų pelningumui teigiamos įtakos turėjo sustiprėjusi pieno produktų eksporto apimtis ir kainos, o neigiamos - aukštos žaliavinio pieno kainos ir jos sezoniškumas. AB „Pieno žvaigždės“ grynasis pelningumas per visą laikotarpį kito nežymiai. Tačiau šis pelningumas 2011 metais padidėjo nuo 2,99 proc. iki 3,66 proc. ir tam įtakos turėjo padidėjęs 38,31 proc. grynasis pelnas. Bendrovės „Pieno

žvaigždės“ palyginus su kitomis pateiktomis bendrovių EBITDA maržomis, matyti, jog per visą nagrinėjamą laikotarpį bendrovės „Pieno žvaigždės“ rezultatai aukščiausi. Tad galima teigti, jog šios vertinamos bendrovės veikla efektyviausia, nes parodo, kiek procentų pelno prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą (amortizaciją) uždirba vienas pardavimo pajamų litas.

EBITDA marža geras rodiklis vertinant bendrovės pelningumo tendencijas. Tačiau vertinant verslo vertę reiktų remtis detalesne analize, vien tik EBITDA dydžiu ar jo pagrindu suskaičiuotų rodiklių nepakanka. Todėl, kad EBITDA neatsižvelgia į verslo plėtros finansavimo poreikius (pvz., į apyvartio kapitalo) - jei verslui vystytis reikėtų išleisti dideles sumas atsargoms pirkti ar smarkiai padidėtų gautinos sumos iš pirkėjų.

24 lentelėje pateikiama AB „Pieno žvaigždės“ ir kitų pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių turto, nuosavo kapitalo ir pastovaus kapitalo pelningumo koeficientai, skaičiavimai pateikti 15 priede.

**24 lentelė. 2008-2011 metų bendrovių ROA, ROE ir ROIC**

Bendrovės/ Rodikliai	ROA				ROE				ROIC			
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai
AB „Pieno žvaigždės“	-1,08	4,34	5,70	7,70	-3,05	9,79	12,63	17,37	3,58	14,55	12,72	13,84
AB „Rokiškio sūris“	-5,07	4,31	7,61	6,17	-9,88	8,63	12,62	9,56	-8,23	11,59	14,82	11,43
AB „Vilkyškių pieninė“	-8,91	4,02	2,98	11,01	-28,61	10,61	7,54	27,11	-11,16	10,54	7,90	19,46
AB „Žemaitijos pienas“	-1,84	6,18	10,17	4,48	-3,90	10,60	15,85	7,70	-2,80	9,68	16,53	-0,01
Vidurkis	-5,27	4,84	6,92	7,22	-14,13	9,95	12,00	14,79	-7,40	10,60	13,08	10,29
Mediana	3,46	4,33	6,66	6,94	-6,89	10,20	12,63	13,47	-5,52	11,07	13,77	12,64

Šaltinis: sudaryta autorės

Iš pateiktų duomenų, galima daryti išvadą, jog vertinamos bendrovės „Pieno žvaigždės“ turto pelningumo koeficientas, nagrinėjamu laikotarpiu, kito nuo -1,08 proc. iki 7,70 proc, nuosavo kapitalo pelningumas 2011 metais padidėjo iki 17,37 proc. ir pastovaus kapitalo pelningumas išaugo nuo 3,58 proc. iki 13,84 proc. Palyginus 2008-2011 metų bendrovių turto, nuosavo kapitalo ir pastovaus kapitalo pelningumo koeficientų vidurkius, galima teigti:

1. Bendrovės „Pieno žvaigždės“ ilgalaikis ir trumpalaikis turtas naudojamas efektyviau ir tuo pačiu uždirba daugiau pelno, negu kitos Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovės.
2. AB „Pieno žvaigždės“ turto efektyvumas nepriklauso nuo veiklos finansavimo šaltinių, t.y. ar bendrovė naudoja daugiau skolintų ar nuosavų lėšų.
3. Kai AB „Pieno žvaigždės“ nuosavybės pelningumas yra didesnis, efektyvesnė yra veikla, tuo daugiau pelno ji uždirba savo akcininkams.

4. AB „Pieno žvaigždės“ realūs veiklos rezultatai atitinka išankstinius lūkesčius.

5. Kuo bendrovės mažiau naudoja skolinto kapitalo, tuo turto pelningumas bus artimesnis savininkų nuosavybės pelningumui.

Atliekant verslo vertinimą, reikia atkreipti dėmesį, kad turto pelningumo rodiklio reikšmė priklauso nuo nuosavo kapitalo balansinės vertės, o ją nulemia akcinio kapitalo didinimo bei mažinimo ypatumai, ilgalaikio materialaus turto perkainojimas ir kiti veiksniai. Didinant akcinį kapitalą, o taip pat atliekant turto perkainojimą aukštesne rinkos verte, nuosavas kapitalas padidėja, o nuosavo kapitalo pelningumas sumažėja. Nuosavo kapitalo pelningumas priklauso ir nuo bendrovės kapitalo struktūros ir dėl paskolų palūkanų sąnaudų mažėja grynas pelnas. Kuo didesnės bendrovės finansinės skolos, tuo nuosavo kapitalo pelningumas dažnai padidėja.

**Rinkos vertės rodikliai.** Rodiklių skaičiavimams (P/E, P/BV, P/S, EV/EBITDA ir EV/S) taikyta ataskaitinio laikotarpio pabaigos paskutinė akcijos rinkos kaina (žr. 19 pav.). 25 lentelėje pateikiama AB „Pieno žvaigždės“ ir kitų pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių rinkos vertės rodiklių rezultatai, skaičiavimai pateikti 16 priede.

**25 lentelė. Bendrovių rinkos vertės rodikliai, 2008-2011 metais**

Rodikliai/Bendrovės	AB „Pieno žvaigždės“				AB „Rokiškio sūris“			
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai
EPS, Lt	-0,08	0,27	0,34	0,47	-0,43	0,39	0,64	0,77
P/E	-25,53	10,94	14,92	12,31	-4,03	7,69	9,68	5,81
P/BV	0,78	1,07	1,88	2,14	0,40	0,66	1,22	0,56
P/S	0,17	0,26	0,45	0,45	0,11	0,21	0,43	0,23
EV/EBITDA	6,06	4,06	6,04	6,79	15,28	2,18	5,01	3,78
EV/S	0,45	0,45	0,62	0,64	0,29	0,20	0,50	0,32
Rodikliai / Bendrovės	AB „Vilkyškių pieninė“				AB „Žemaitijos pienas“			
EPS, Lt	-0,82	0,34	0,26	1,13	-0,08	0,23	0,40	0,21
P/E	-0,74	6,98	23,15	3,65	-7,82	4,42	6,04	11,40
P/BV	0,21	0,74	1,75	0,99	0,31	0,47	0,96	0,88
P/S	0,05	0,20	0,28	0,17	0,06	0,13	0,27	0,23
EV/EBITDA	-11,98	5,96	11,40	13,52	5,46	1,97	3,05	5,08
EV/S	0,40	0,47	0,40	0,29	0,17	0,18	0,30	0,30

Šaltinis: sudaryta autorės

Iš pateiktų duomenų, matyti, jog Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių palyginamieji rinkos rodiklių rezultatai kito nežymiai, neįskaitant 2008 metų. Pelnas tenkantis akcijai (EPS), lyderio pozicija užima bendrovės „Rokiškio sūris“ ir „Vilkyškių pieninė“, kurių grynas pelnas vienam paprastųjų akcijų savininkui atiteko nuo -0,43 iki 0,77 Lt ir nuo -0,82 iki 1,13 Lt atitinkamai.

Rodiklio rezultatus nulemia pelno apskaitos ypatumai ir akcinio kapitalo formavimo sprendimai.

Kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E) - vienas iš labiausiai paplitusių ir paprasčiausių apskaičiuojamų verslo vertės nustatymo rodiklių. Nagrinėjamu laikotarpiu šio rodiklio didžiausi rezultatai buvo bendrovės „Pieno žvaigždės“. 2010 metais investuotojai mokėjo 14,92 Lt, o 2011 metais - 12,31 Lt už vieną bendrovės, praeitu laikotarpiu, uždirbto grynojo pelno litą, didžiausią įtaką turėjo bendros akcijų rinkos augimo tendencijos. Palyginus santykį su bendrove „Rokiškio sūris“, galima teigti, jog vertinamos bendrovės akcijos kaina dvigubai didesnė. Kuo aukštesnis šis rodiklis, tuo didesnė vertė akcijų savininkams, tuo brangesnė akcija ir didesnė jos vertė.

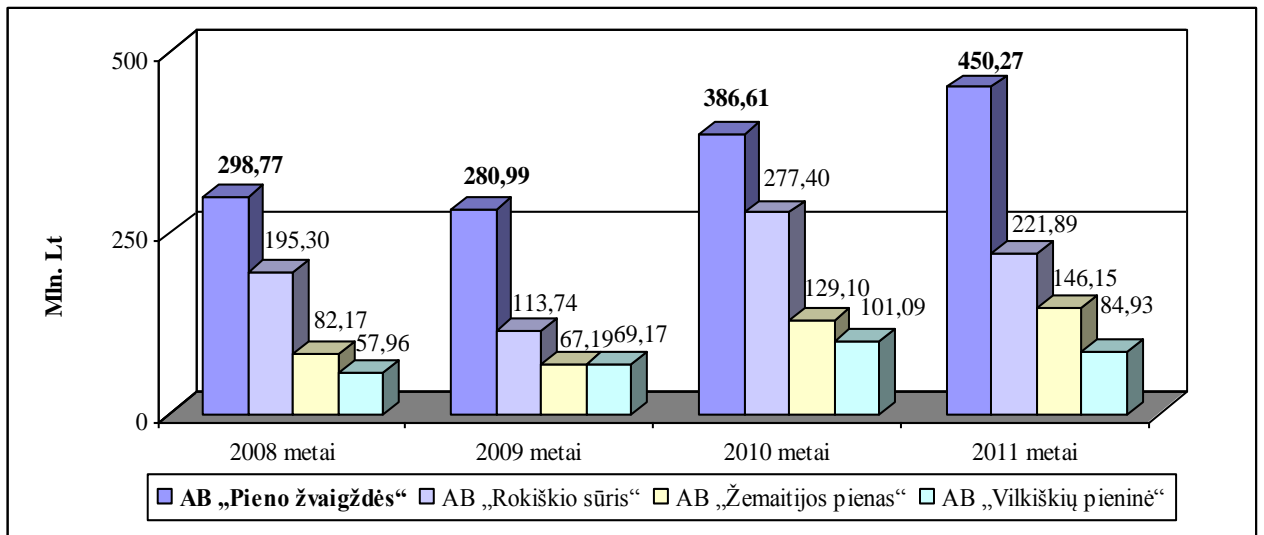
2008 metais vertinamos bendrovės akcijos rinkos kainos ir akcijos balansinės vertės santykis (P/BV) buvo 0,78, tai parodo prastą fundamentalių bendrovės veiksmų bei jos vadovų sprendimų vertinimą rinkoje. Žemą rodiklio reikšmę nulėmė didelis akcijų rinkos nuosmukis. Tačiau 2009-2011 metų laikotarpiu šio rodiklio rezultatai gerėjo kasmet. 2011 metais bendrovės „Pieno žvaigždės“ investuotojai už vieną turto litą mokėjo 2,14 Lt, kurį jie teoriškai gautų, jei bendrovė būtų likviduojama ir akcijų rinkos kapitalizacija viršytų nuosavo kapitalo balansinę vertę. Palyginus bendrovę su AB „Rokiškio sūris“ yra 4 karto didesnis, o su AB „Vilkiškių pieninė“ - 2 karto didesnis. Tad galima teigti, jog bendrovė „Pieno žvaigždės“ kuria didesnę vertę, pelningai naudodama turimą turtą ir todėl ji labiau vertinama rinkoje.

AB „Pieno žvaigždės“ akcijos kainos ir pardavimo pajamų santykis (P/S) nagrinėjamu laikotarpiu didėjo, tik 2010 ir 2011 metais santykis išliko toks pats, nes tam įtakos turėjo rinkos akcijos kainos sumažėjimas ir pardavimo pajamų padidėjimas. 2010-2011 metais šio rodiklio rezultatai buvo 2 karto didesnis palyginus su bendrovėmis „Rokiškio sūris“, „Žemaitijos pienas“ ir „Vilkiškių pieninė“, tad AB „Pieno žvaigždės“ užimamą rinką ir šios rinkos plėtros potencialą.

Bendrovės „Pieno žvaigždės“ vertės ir jos uždirbamo pelno prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą (amortizaciją) santykis (EV/BITDA) 2009-2011 metais didėjo. Didėjimui įtakos turėjo akcijų rinkos pakilimas (žr. 19 lent.). Santykis parodo, kaip investuotojai vertina bendrovės gebėjimus uždirbti pinigų srautus iš pagrindinės veiklos bei jų augimą ateityje. 2011 metais palyginus su pagrindiniais Lietuvos pieno perdirbimo sektorių bendrovių rodikliais, AB „Pieno žvaigždės“ santykis didesnis, išskyrus AB „Vilkyškių pieninė“ (EV/EBITDA-13,52).

Bendrovės „Pieno žvaigždės“ vertės ir pardavimo pajamų santykis (EV/S) 2009-2011 metais, palyginus su kitomis pieno perdirbimo bendrovėmis, rodiklis yra didžiausias. Kuo rodiklis didesnis, tuo didesnę įtaką pardavimo pajamų augimas turi bendrovės vertės didinimui. Aukšta vertės ir pardavimo pajamų santykio reikšmė gali nusakyti, jog investuotojai optimistiškai vertina bendrovės ateities perspektyvas ir tikisi, spartaus pajamų augimo.

18 paveiksle pateikiama AB „Pieno žvaigždės“ ir pagrindinių Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių verslo vertės (EV) kitimas, skaičiavimai pateikti 16 priede.

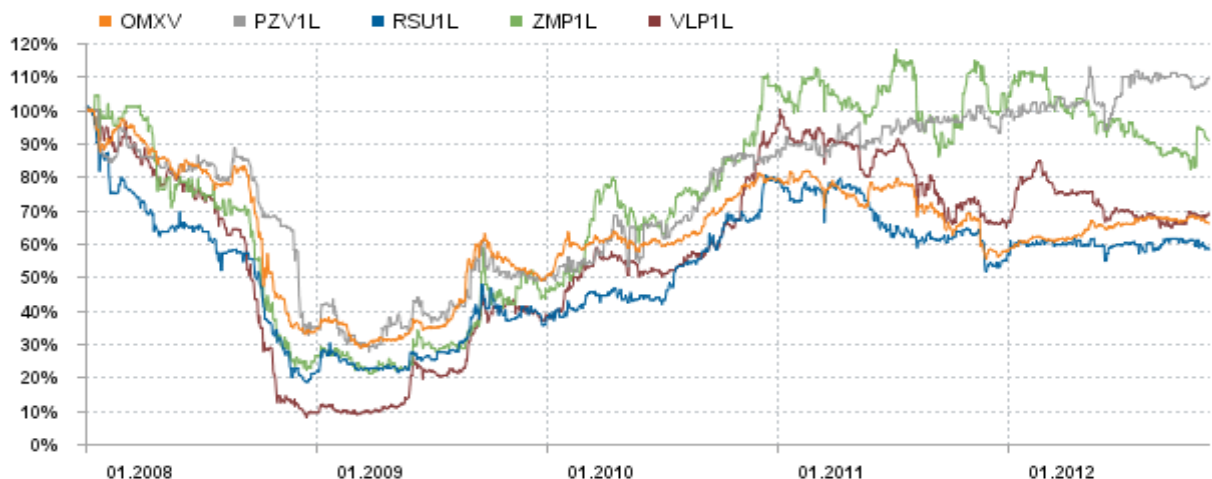


18 pav. Bendrovių verslo vertės (EV) kitimas, 2008-2011 metais

Šaltinis: sudaryta autorės

Iš 18 paveikslo pateiktų duomenų, galima teigti, kad nagrinėjamu laikotarpiu, palyginus su kitomis pagrindinėmis bendrovėmis, pieno sektoriuje, bendrovės „Pieno žvaigždės“ verslo vertė buvo didžiausia. 2010 metais, palyginus su 2009 metais, verslo vertė padidėjo 37,59 proc., didžiausios įtakos turėjo kapitalizacijos padidėjimas ir pinigų, ir jų ekvivalentų sumažėjimas. 2011 metais verslo vertė sumažėjo bendrovių AB „Rokiškio sūris“ - 20,01 proc. ir AB „Vilkiškių pieninė“ - 15,99 proc., o AB „Pieno žvaigždės“ padidėjo 16,47 proc., palyginus su 2010 metais.

Trumpai apžvelgsime vertinamos bendrovės ir pagrindinių Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių akcijų kainos pokyčius (žr. 19 pav.).



19 pav. Bendrovių akcijų kainos pokyčių kitimas, 2008-2011 metais

Šaltinis: NASDAQ OMX Baltic, 2012

Per analizuojamą laikotarpį OMX Vilniaus indeksas nuo 2008-01-01 iki 2012-11-13 dienos sumažėjo 33,63 proc. Bendrovės „Rokiškio sūris“ akcijos rinkos kaina sumažėjo - 41,43 proc., AB „Vilkiškių pieninė“ - 31,50 proc., AB „Žemaitijos pienas“ - 8,69 proc. Tačiau AB „Pieno žvaigždės“

akcijos rinkos kaina per laikotarpį padidėjo 9,54 proc., mažiausią akcijos rinkos kaina buvo 2009 metais kovo - balandžio mėn. (1,63 Lt), tam įtakos turėjo teismas, kuris atmetė bendrovės skundą dėl 5,6 mln. Lt žalos, taip pat ir Rusijos draudimas importuoti pieno produktus.

#### 4.3.2. AB „Pieno žvaigždės“ ir Europos šalių pieno perdirbimo sektoriaus bendrovės

Europos valstybės yra viena iš pagrindinių Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovių eksporto šalis. Vertinant bendrovės „Pieno žvaigždės“ verslo vertę, svarbu palyginti Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių rinkos vertės rodiklius.

26 lentelėje pateikiami AB „Pieno žvaigždės“ ir Europos šalių pelningumo ir rinkos vertės rodikliai. Europos bendrovių pardavimo ir pelno kitimo tendencija - 17 priede, papildomi pelningumo ir rinkos vertės rodikliai - 18 ir 19 prieduose.

26 lentelė. Europos šalių bendrovių lyginamosios vertės rodikliai

Bendrovės	P/E		EV/EBITDA		P/BV		ROE		EBITDA marža		Gr. pelno marža	
	2010 metai	2011 metai	2010 metai	2011 metai	2010 metai	2011 metai	2010 metai	2011 metai	2010 metai	2011 metai	2010 metai	2011 metai
<b>AB „Pieno žvaigždės“</b>	<b>14,92</b>	<b>12,31</b>	<b>6,04</b>	<b>6,79</b>	<b>1,88</b>	<b>2,14</b>	<b>12,63</b>	<b>17,37</b>	<b>10,31</b>	<b>9,47</b>	<b>2,99</b>	<b>3,66</b>
Milkiland NV	16,28	6,83	9,33	4,55	3,03	0,61	28,21	10,40	16,70	11,40	8,42	5,11
Albalact S.A.	25,94	19,82	11,82	2,85	1,85	1,27	0,68	6,56	6,65	15,23	0,22	1,67
Bongrain SA	10,59	15,73	4,76	4,67	0,78	0,61	7,64	3,92	7,23	6,01	2,28	1,10
Dairy Crest Group	8,33	n.d.	5,82	17,87	1,31	1,62	17,55	-5,35	8,59	2,70	3,58	-1,05
Prmalat S.P.A	12,60	10,41	4,44	2,02	1,01	0,63	8,37	6,24	11,22	9,25	6,56	4,99
Central Del Latte Di Tori	24,03	n.d.	6,21	7,61	0,58	0,43	2,44	-2,48	8,76	6,27	0,99	-0,99
Danone S.A.	16,29	17,46	11,92	10,65	2,55	2,41	14,84	13,90	18,65	17,56	10,99	8,65
Glanbia	9,99	12,11	7,11	8,22	2,59	2,63	30,50	24,04	9,70	8,41	4,99	4,20
Unilever Plc	39,05	17,22	22,70	12,39	8,85	5,12	27,60	39,44	14,20	14,60	7,96	9,15
Nestle	5,21	18,06	4,20	11,38	2,88	3,02	61,80	15,99	39,66	19,66	31,20	11,34
<b>Vidurkis</b>	<b>16,83</b>	<b>14,71</b>	<b>8,83</b>	<b>8,22</b>	<b>2,54</b>	<b>1,84</b>	<b>19,96</b>	<b>11,27</b>	<b>14,14</b>	<b>11,11</b>	<b>7,72</b>	<b>4,42</b>
<b>Mediana</b>	<b>14,44</b>	<b>16,48</b>	<b>6,66</b>	<b>7,92</b>	<b>2,20</b>	<b>1,45</b>	<b>16,20</b>	<b>8,48</b>	<b>10,46</b>	<b>10,33</b>	<b>5,78</b>	<b>4,60</b>

Šaltinis: sudaryta pagal Infinancials, 2012

Analizuojant Europos šalių vertės rodiklius, pastebėta, jog AB „Pieno žvaigždės“ akcijų kaina yra brangesnė nei Glanbia, Parmalat S.P.A ir Bongrain SA. bendrovių, o pigesnės – Danone S.A. ir Unilever Plc. Remiantis bendrovių rodiklių vidurkiais, galima teigti, kad 2010-2011 metais pagal rinkos vertės ir pelningumo rodiklius Europos šalių pieno perdirbimo gamintojai lenkia vertinamą bendrovę.

27 lentelėje pateikiama 2012-2014 metams vertinamos bendrovės ir Europos šalių bendrovių prognozuojami rodikliai, papildomi rodikliai - 20 priede.

**27 lentelė. Europos šalių bendrovių prognozuojami rinkos vertės rodikliai**

	Kapitalizacija, mln. EUR	EV, mln. EUR	P/E			P/S			EV/EBITDA		
			2012 metai	2013 metai	2014 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai
<b>AB „Pieno žvaigždės“<sup>21</sup></b>	91,281	128,949	10,46	8,42	7,21	0,46	0,42	0,39	6,23	5,73	5,42
Milkiland NV	118,00	166,00	5,53	4,88	4,11	0,38	0,36	0,34	4,22	3,93	3,66
Albalact S.A.	19,00	27,00	19,29	7,94	6,12	0,23	0,20	0,18	5,58	4,32	3,70
Bongrain SA	623,00	1.056,00	8,58	8,11	7,64	0,15	0,15	0,14	4,05	3,89	3,79
Dairy Crest Group	604,00	1.014,00	11,82	10,81	9,69	0,35	0,35	0,35	8,22	7,73	7,39
Parmalat S.P.A	3.059,00	1.566,00	13,85	12,84	12,37	0,60	0,55	0,53	3,61	3,17	3,08
Central Del Latte Di Tori	15,00	47,00	-	51,33	25,67	0,14	0,14	0,14	6,76	6,31	5,91
Danone S.A.	31.254,00	38.202,00	16,14	15,07	13,84	1,53	1,42	1,35	10,57	9,96	9,35
Glanbia	2.364,00	2.852,00	15,06	14,35	13,00	0,82	0,99	0,91	11,79	12,13	10,88
Unilever Plc	84.002,00	94.864,00	18,70	17,47	16,30	1,66	1,59	1,50	11,60	10,91	10,26
Nestle	154.055,00	167.07,00	17,62	16,46	15,17	2,05	1,92	1,82	11,58	10,73	10,00
<b>Vidurkis</b>	<b>27.611,30</b>	<b>15.532,67</b>	<b>14,07</b>	<b>15,93</b>	<b>12,39</b>	<b>0,81</b>	<b>0,64</b>	<b>0,60</b>	<b>7,80</b>	<b>7,31</b>	<b>6,80</b>
<b>Mediana</b>	<b>1.493,50</b>	<b>1.056,00</b>	<b>15,06</b>	<b>13,60</b>	<b>12,69</b>	<b>0,49</b>	<b>0,36</b>	<b>0,35</b>	<b>7,49</b>	<b>7,02</b>	<b>6,65</b>

Šaltinis: sudaryta pagal Infancials, 2012

Apibendrinus 27 lentelės duomenis, pastebėta, jog AB „Pieno žvaigždės“ ir Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių rinkos rodiklių tendencija mažėjanti.

Vertinamos bendrovės verslo vertė nustoma lyginant jos veiklą su to pačio sektoriaus bendrovėmis, naudojant tam tikrus pajamų dydžius ir rinkos daugiklius (žr. 28 lent.).

**28 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė**

Rinkos vertės rodikliai	Europos Vidurkis <sup>22</sup>	Lietuvos Vidurkis <sup>23</sup>	Bendras vidurkis	Rodikliai, mln. Lt	Verslo vertė, mln. Lt	AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė, mln. Lt
P/E	14,07	8,13	11,91	19,731	234,996	<b>374,462</b>
P/S	0,81	0,26	0,75	566,979	425,234	
EV/S	0,94	0,41	0,78	566,979	442,244	
EV/EBITDA	7,80	6,55	7,80	50,689	395,374	

Šaltinis: sudaryta autorės

**Tyrimo išvados.** Apibendrinus rezultatus, verslo vertė remiantis skirtingais daugikliais yra skirtinga, skirtumai susidaro dėl skirtingų naudojamų duomenų bazių. Todėl nustačius verslo vertės vidurkį, AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė lyginamuoju vertės metodu sudaro 374,462 mln. Lt.

<sup>21</sup> Apskaičiuojant bendrovės prognozuojamus rodiklius, taikyta 2012 m. lapkričio 13 d. kaina (6,35 Lt).

<sup>22</sup> Apskaičiuojant Europos bendrovių vid. rinkos vertės rodiklius, taikyta prognozuojami 2012 m. rodikliai.

<sup>23</sup> Apskaičiuojant Lietuvos bendrovių vid. rinkos vertės rodiklius, taikyta 2012 m. III ketv. rodikliai (žr. 21 priedą)



## IŠVADOS IR SIŪLYMAI

1. Išanalizavus verslo vertinimo ir vertės teorinius aspektus, galime pastebėti, jog verslo vertinimas yra integruota teorija, apimanti įvairias vertinimo sąvokas ir teoriškai ir praktiškai nuoseklią visumą. Mokslinėje literatūroje pateikiamos dvi verslo vertinimo sampratos: įmonės, kurios turi juridinio asmens statusą, vertinimas ir nuosavybės teisių, technologijų, materialinių ir nematerialinių aktyvų, suteikiantis galimybę uždirbti pajamas, vertinimas. Svarbią reikšmę vertinime turi verčių sąvokos, todėl reikia tinkamai nustatyti vertės apibrėžimą, nes įvairiai traktuojant galimi skirtingi rezultatai. Vertė negali būti sutapatinama su kaina. Vertė atspindi rinkos požiūrį į vertinamo objekto naudingumą, o kaina - pasiūlyta ar sumokėta pinigų suma už verslą. Verslo vertės nustatymas yra daugiasluoksnis ir įvairiapusis procesas, apimantis ne tik patį verslą bet ir aplinkos analizę. Vertinimo procesas atskleidžia galimybes tobulinti verslo valdymą ir gerinti jos veiklos rezultatus.

2. Verslo vertinimas reikalingas vertinant listinguojamas bendroves (sprendžiant parduoti, pirkti ar laikyti akcijas), vykdant pirkimo ar pardavimo sandorius (pirkėjui, pardavėjui), atliekant viešąjį vertybinių popierių platinimą (pagrindžiant viešai pasiūlytą akcijų kainą), strateginių sprendimų (pardavimo, sujungimo ar pirkimo verslo) ir vertės kūrimo klausimais. Vertinant verslą dažnai susiduriama ir su problemomis, kurios susijusios su tam tikrais aspektais. Viena iš pagrindinių problemų yra, tai kad verslo vadovai priešinasi vertės maksimizavimo uždavinį pripažinti pagrindiniu verslo tikslu. Ši problema plačiai diskutuojama, todėl yra puikios galimybės kurti ir bandyti naujus metodus, labiausiai atitinkančius šalies sąlygas. Kitą pagrindinę problemą, jog verslas egzistuoja aplinkoje, kuri nuolat kinta. Kinta situacija valstybėje, šakoje ar rinkoje, keičiasi ir pačios verslo galimybės, o ateities sąlygos niekada visiškai neatitinka ankstesnio laikotarpio sąlygų. Vertinant verslą per daug optimistiškai prognozuojami bendrovių pardavimai ir nepakankamai įvertintas investicijų poreikis, nes neįvertinama rinkoje galima konkurencija ar mažėjanti pelno marža. Dažnai neįvertinama ir informacija apie personalą: jo sudėtį, kvalifikaciją, išsilavinimą, darbuotojų kaitos ir kt. tendencijas. Neatidžiai analizuojant šią informaciją, nustatyta verslo vertė gali nepakankamai tiksliai parodyti žmogiškojo kapitalo vertę.

3. Atlikus verslo vertinimo metodų analizę, galime teigti, jog vertinant brandžias ir perspektyvias bendroves, tikslingiausia taikyti diskontuotų pinigų srautų metodą. Metodas plačiausiai naudojamas moksliniuose ir praktiniuose tyrimuose ir pritaikomas bendrovėm, kurių pinigų srautai yra teigiami ir gali būti patikimai prognozuojami. Metodas remiasi prielaida, kad verslo vertė nėra didesnė/mažesnė nei dabartinė pinigų srautų, kuriuos generuoja verslas, vertė. Diskontuotų pinigų srautų metodo ypatumas, tuo kad pagrįstas fundamentaliomis charakteristikomis, mažiai priklausantis nuo rinkos lūkesčių, nuomonių svyravimo, atsižvelgia į pinigų laiko vertę ir turi unikalų rezultatą. Turi ne tik kiekybinę ar matematinę išraišką, bet ir leidžia atlikti kokybinį vertinimą.

Lyginamosios vertės metodo esmė - verslo vertę galima sužinoti lyginant vertinamos bendrovės veiklą su kitomis bendrovėmis. Šiuo atveju atsiranda prielaidą, kad verslas yra vertas tiek, kiek už panašius verslus mokama rinkoje. Išskiriama du lyginamosios vertės metodų naudojimo būdai: lyginti bendrovės lyginamuosius rodiklius su šakos ar kitomis bendrovės rodikliais ir apskaičiuoti bendrovės verslo vertę, taikant rinkos daugiklius. Lyginamosios vertės metodo ypatumas - paprastas, daug skaičiavimų, prognozių nereikalaujantis ir nesudėtingas jų taikymas. Vienas iš svarbiausių metodo būdingų trūkumų yra palyginamo objekto radimas.

4. Tyrime, įvertinus AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo ir skolinto kapitalo kainą, nuosavo ir skolinto kapitalo dalis, taikant kapitalo kainos vidurkį (WACC), nustatoma bendrovės individuali diskonto norma - 10,43 proc. Nustatant diskonto normą, atsižvelgiama į: 1) nerizikingą pelno normą - 3,759 proc., kuri pagrįsta septynių metų obligacijos vidutine pelningumo norma; 2) koeficientą beta - 0,4008, pagrįstas remiantis krypties linijos lygtimi. Lygties priklausomybę nulemia bendrovės istoriniai ir rinkos duomenys, todėl remiantis Merrill Lynch ir Bloomberg metodika, bendrovės koeficientas beta patikslintas - 0,5985; 3) rinkos pajamų norma - 27,95 proc., nustatoma remiantis dešimties metų OMX Vilnius indekso metiniais pokyčiais; 4) papildoma rizikos premija – 0,50 proc., įvertinama atsižvelgiant į importavimo suvaržymus, valiutų kursų svyravimus ir politinę riziką. Remiantis laisvųjų pinigų srautų prognoze ir diskonto norma, nustatoma AB „Pieno žvaigždės“ tęstine vertė - 386,222 mln. Lt. Įvertinus visus komponentus ir taikant diskontuotų pinigų srautų metodą, galime teigti, jog AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė sudaro 373,453 mln. Lt.

Palyginus vertinamos bendrovės pelningumo rodiklius su Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus bendrovėmis, nustatyta, jog AB „Pieno žvaigždės“ yra efektyviausia ir didžiausią pelningumą pasiekianti Lietuvos pieno perdirbimo bendrovė. Jos rezultatai - stabilūs, nebūna neaiškių veiksmų, netikėtų sąnaudų ar pajamų, produktų pardavimo rinkos išskaidytos: daugiau nei pusė produkcijos eksportuojama, o kita produkcijos dalis – parduodama Lietuvoje. Didžiausia dalis tenka Rusijai, nes rinka yra pelningiausia. Taikant lyginamosios vertės metodu, vertė nustatoma rinkos daugikliais, tad galime teigti, jog AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė sudaro 374,462 mln. Lt.

5. Atlikus verslo vertinimą AB „Pieno žvaigždės“ atveju, taikant diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodais, galime teigti jog, galutinė bendrovės verslo vertė sudaro nuo 373,453 mln. Lt. - 374,462 mln. Lt.

Atlikus tyrimą **paneigta hipotezė (H<sub>1</sub>):** įrodyta, kad taikant diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodus, AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė adekvati.

## LITERATŪRA

1. **Bogulauskas V., Ulys D.** Įmonių vertinimo rodiklių koncepcijos // Inžinerinė ekonomika: mokslo darbų žurnalas. – Kaunas: Technologija, 2000, Nr. 3(18), p. 9 – 12.
2. **Burkšaitienė D.** Verslo vertės nustatymo principų plėtotė // Inžinerinė ekonomika: mokslo darbų žurnalas. – Kaunas: Technologija, 2001, Nr. 3(23), p. 20 – 28. - ISSN 1392-2785.
3. **Burkšaitienė D.** Turto ir verslo vertinimo teoriniai ir praktiniai modeliai = Income property and business theoretical and practical valuation models: santrauka daktaro disertacija: socialiniai mokslai, ekonomika (04S) . – Vilnius, 2000. – 40 p.
4. **Burkšaitienė D.** Užsienio antrinių įmonių vertinimas pagal diskontuotą pinigų srautą // Ekonomika ir vadyba. – Kaunas: Technologija, 2007, Nr. 12, p. 697 – 704. - ISSN 1822-6515.
5. **Burkšaitienė D., Eiva S.** Verslo vertinimo principai // Ekonomika: mokslo darbai. – Vilnius: universiteto leidykla, 1999, Nr. 47, p. 16 – 29. - ISSN I1392–1258.
6. **Copeland T. et al.** Valuation. Measuring and managing the value of companies. Second edition. – USA: John Wiley&Sons, 1994. – 428 p. – ISBN: 0471510246.
7. **Čepulis P. ir kt.** Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai. Projektas 2010 // Turto vertinimo teorijos ir praktikos apybraižos 2010/11: recenzuojamas elektroninis leidinys. – Vilnius: Lietuvos turto vertintojų asociacija, 2011, Nr. 1/2011, p. 48 – 82. – ISBN 978-609-8052-01-5. <http://aivaweb.com/images/3496/baigtasleidinys2011.pdf> [žiūrėta 2012 04 05].
8. **Dagilienė L.** The Application of Financial Valuation Methods Based on Investment and Decision Making Aims // Ekonomika ir Vadyba = Economics and Management. – Kaunas: Technologija, 2007, Nr. 12, p. 26 – 29. - ISSN 1392-1649.
9. **Dagilienė L. ir kt.** The Application of Financial Valuation Methods in Investment Decisions // Vadyba = Management. – Vilnius: universiteto leidykla, 2006. Nr. 2(11) p. 28 – 33. [http://www.leidykla.vu.lt/fileadmin/Vadyba/11/Lina\\_Dagilienne\\_\\_Ruslan\\_Kovaliov\\_\\_Jogaila\\_Macerinskas\\_\\_Zaneta\\_Simanaviciene.pdf](http://www.leidykla.vu.lt/fileadmin/Vadyba/11/Lina_Dagilienne__Ruslan_Kovaliov__Jogaila_Macerinskas__Zaneta_Simanaviciene.pdf) [žiūrėta 2012 04 03].
10. **Damodaran A.** Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, 2007, p. 102. [http://site.ebrary.com/lib/alltitles/docDetail.action?docID=10189437&p00=investment %20 valuation%3A%20tools%20techniques%20determining%20value%20assets2007](http://site.ebrary.com/lib/alltitles/docDetail.action?docID=10189437&p00=investment%20valuation%3A%20tools%20techniques%20determining%20value%20assets2007). [žiūrėta 2012 04 07].
11. **Dastgir M. et al.** Cash Flows Valuation Using Capital Cash Flow Method Comparing it with Free Cash Flow Method and Adjusted Present Value Method in Companies Listed on Tehran Stock Exchange // Business Intelligence Journal, 2010, Vol. 3, No. 2, p. 14. [http://www.saycocrporativo.com/saycoUK/BIJ/journal/Vol3No2/Article\\_3.pdf](http://www.saycocrporativo.com/saycoUK/BIJ/journal/Vol3No2/Article_3.pdf) [žiūrėta 2012 04 15].
12. **Deveikis S.** Turto ir verslo vertinimo metodikos projektas – teoriniai ir praktiniai aspektai //

- Turto vertinimo teorijos ir praktikos apybraižas 2012: recenzuojamas elektroninis leidinys. – Vilnius: Lietuvos turto vertintojų asociacija, 2012, Nr. 1/2012, p. 60 – 67. - ISSN 2029-901X. [http://aivaweb.com/content/page.php?name=aivaweb.com&user\\_id=3496&protectid=2666273641792779671&preview=preview&pg\\_kodas=.000008308](http://aivaweb.com/content/page.php?name=aivaweb.com&user_id=3496&protectid=2666273641792779671&preview=preview&pg_kodas=.000008308) [žiūrėta 2012 03 08].
- 13. Džikevičius A. ir kt.** Stochastinis verslo vertinimo modelis // Verslas: Terorija ir praktika: mokslo žurnalas. – Vilnius: Technika, 2008, Nr. 9(3), p. 229 – 237. - ISSN 1822-4202.
- 14. Europos verslo informacijos centras.** Verslo pardavimas ir įsigijimas. Metodologinis vadovas. – Vilnius, 2012. – 67p. [http://www.tax.lt/uploads/16052-metodinis\\_20metodinis\\_orginal.pdf](http://www.tax.lt/uploads/16052-metodinis_20metodinis_orginal.pdf) [žiūrėta 2012 09 03].
- 15. Fernandez P.** Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations // Working Paper, February 2007, No. 449, p. 33. <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0449-E.pdf> [žiūrėta 2012 08 30].
- 16. Fernandez P.** Are Calculated betas good for anything? // IESE Business School, University of Navarra, 2008, No. 555, p. 1 – 35. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=504565](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=504565) [žiūrėta 2012 05 25].
- 17. Finansų ministerija, Turto vertinimo priežiūros tarnyba.** Naujų teisės aktų konteksto (viseto) komentaras Turto ir verslo vertinimo teisinių pokyčių aspektu. – Vilnius, 2012. – 52 p. [www.atvi.lt/uploads/files/dir6/80.php](http://www.atvi.lt/uploads/files/dir6/80.php) [žiūrėta 2012 08 02].
- 18. Galinienė B.** Turto ir verslo vertinimo sistema: formavimas ir plėtros koncepcija: monografija. – Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 2004. – 307 p. – ISBN 9986-19-663-9.
- 19. Galinienė B., Juškaitis D.** Lietuvos turto ir verslo vertinimo sistemos raida: teisinis, metodologinis ir organizacinis aspektai // Verslo ir teisės aktualijos. – Vilnius, 2012, Nr. 7(1), p. 67 – 84. - ISSN 2029-574.
- 20. Galinienė B., Mašalaitytė L.** Verslo vertinimo kokybei turintys įtakos finansinės analizės aspektai // Ekonomika: mokslo darbai. – Vilnius, 2007, Nr. 77, p. 7 – 24. - ISSN 1392–1258.
- 21. Galinienė B. ir kt.** Naujoji Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo redakcija – ar procedūrų aptarimas svarbiau nei vertinimo metodiniai klausimai // Turto vertinimo teorijos ir praktikos apybraižas 2012: recenzuojamas elektroninis leidinys. Vilnius: Lietuvos turto vertintojų asociacija, 2012, Nr. 1/2012, p. 30 – 41. - ISSN 2029 - 901. [http://aivaweb.com/content/page.php?name=aivaweb.com&user\\_id=3496&protectid=2666273641792779671&preview=preview&pg\\_kodas=000008308](http://aivaweb.com/content/page.php?name=aivaweb.com&user_id=3496&protectid=2666273641792779671&preview=preview&pg_kodas=000008308) [žiūrėta 2012 05 25].
- 22. Galinienė B. ir kt.** Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas – prioritetas procedūrų sandarai ir neatskleisti vertintojų veiklos bei metodikos aspektai // Parlamento studijos. Vilnius: Valstybės žinios, 2012, Nr. 12, p. 9 – 35. [http://www.parlamentostudijos.lt/Nr12/12\\_ekonomka\\_1.htm](http://www.parlamentostudijos.lt/Nr12/12_ekonomka_1.htm) [žiūrėta 2012 05 15].

23. **Gordon M. J.** Dividends, Earnings and Stock Prices // *The Review of Economics and Statistics*, 1959, Vol. 41, No. 2, p. 99 – 105. <http://www.jstor.org/pss/1927792> [žiūrėta 2012 04 13].
24. **Graham J., Harvey C.** How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? // *Applied corporate finance*, 2002, Vol. 12, No 1, p. 8 – 23. [http://ciber.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/CDROM\\_BA456\\_2003/Other\\_Harvey\\_Papers/W62\\_How\\_do\\_CFOs.pdf](http://ciber.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/CDROM_BA456_2003/Other_Harvey_Papers/W62_How_do_CFOs.pdf) [žiūrėta 2012 05 03].
25. **Harris S. et al.** The Dividend Discount Model. University of Virginia (UVA) – Darden School of Business, 2008, p. 37. <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm?RequestTimeout=5000000> [žiūrėta 2012 04 20].
26. **Hoesli M. et al.** Monte Carlo simulations for real estate valuation // *Property. Investment & Finance*, 2006, Vol. 24, No. 2, p. 101 – 122. <http://www.swissfinanceinstitute.ch/rp148.pdf> [žiūrėta 2012 04 13].
27. **Kancerevičius G.** Finansai ir investicijos. 3-asis atnaujintas leidinys. – Kaunas: Smaltijos leidykla, 2009. – 904 p. – ISBN 978-9955-707-64-6.
28. **Kardelis K.** Mokslinių tyrimų metodologija ir metodai. – Kaunas: Technologija, 2002. – 28 p. – ISBN 9986-948-65-7.
29. **Kazlauskienė V.** Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers = Verslo vertės veiksnių analize pagrįstas verslo vertinimo modelis: summary of doctoral dissertation: social sciences, economics (04 S). – Kaunas, 2005. – 39 p.
30. **Keck T. et al.** Using Discounted Cash Flow Analysis in an International Setting: A Survey of Issues in Modeling the Cost of Capital // *Applied Corporate Finance*. Malden: Blackwell Publishing, 1998, Vol. 11, Nr. 3, p. 81 – 100.
31. **Kleidon A.W.** Variance bounds tests and stock price valuation models // *Journal of Political Economy*, 1986, Vol. 94, No. 5, p. 953. <http://www.jstor.org/discover/10.2307/1833189?uid=3738480&uid=2&uid=4&sid=21101091035723> [žiūrėta 2012 08 15].
32. **Laro D., Pratt S. P.** *Business Valuation and Taxes : Procedure, Law, and Perspective*, 2005. – 482 p. – ISBN 9780471709954.
33. **Lietuvos agrarinės ekonomikos institutas.** *Lietuvos žemės ir maisto ūkis*. – Vilnius: Technika, 2012, – 196 p. – ISSN 2029-4980.
34. **Lietuvos banko Ekonomikos ir finansinio stabilumo tarnyba.** *Finansinio stabilumo apžvalga*. – Vilnius, 2012, – 55 p. – ISSN 1822-5071. <http://www.ebscohost.com/titleLists/bt-journals.pdf> [žiūrėta 2012 04 25].
35. **Lietuvos Respublikos statistikos departamentas.** *Rodiklių duomenų bazė, Įmonių statistika*, 2011. <http://db1.stat.gov.lt/statbank/default.asp?w=1680> [žiūrėta 2012 09 06].

- 36. Lietuvos Respublikos Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas.** Nr. VIII – 1202, žin., 2011, Nr. 86-4139. [http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc\\_l?p\\_id=405693](http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=405693) [žiūrėta 2012 04 15].
- 37. Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarimas Dėl turto vertinimo metodikos.** Nr. 1389, žin., 1999, Nr. 106-3081. [http://www.atvi.lt/index.php/teisine\\_informacija/teises\\_aktai/lietuvos\\_respublikos\\_vyriausybes\\_1999\\_12\\_13\\_nutarimas\\_nr\\_1389\\_bdquodel\\_lietuvos\\_respublikos\\_turto\\_ir\\_verslo\\_vertinimo\\_pagrindu\\_istatymo\\_igyvendinimoldquo\\_galioja\\_iki\\_2012\\_05\\_01/85](http://www.atvi.lt/index.php/teisine_informacija/teises_aktai/lietuvos_respublikos_vyriausybes_1999_12_13_nutarimas_nr_1389_bdquodel_lietuvos_respublikos_turto_ir_verslo_vertinimo_pagrindu_istatymo_igyvendinimoldquo_galioja_iki_2012_05_01/85) [žiūrėta 2012 04 15].
- 38. Lietuvos Respublikos finansų ministro 2012-04-27 įsakymas Dėl turto ir verslo vertinimo metodikos.** Nr. 1K-159, žin., 2012, Nr. 50-2502. [http://www.atvi.lt/index.php/teisine\\_informacija/teises\\_aktai/lietuvos\\_respublikos\\_finansu\\_ministro\\_2012\\_04\\_27\\_isakymas\\_nr\\_1k\\_159\\_quotdel\\_turto\\_ir\\_verslo\\_vertinimo\\_metodikos\\_patvirtinimoquot\\_zin\\_2012\\_nr\\_50\\_2502\\_galioja\\_nuo\\_2012\\_05\\_01nbsp/560](http://www.atvi.lt/index.php/teisine_informacija/teises_aktai/lietuvos_respublikos_finansu_ministro_2012_04_27_isakymas_nr_1k_159_quotdel_turto_ir_verslo_vertinimo_metodikos_patvirtinimoquot_zin_2012_nr_50_2502_galioja_nuo_2012_05_01nbsp/560) [žiūrėta 2012 05 15].
- 39. Lietuvos Respublikos Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas.** Straipsnio redakcija įsigalioja: 2012-05-01. Nr. XP-728(4). <http://www.infolex.lt/ta/147550:ver1:str3> [žiūrėta 2012 05 15].
- 40. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija.** Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės, 2011. [http://aivaweb.com/images/3496/teising\\_akciju\\_kainos\\_nustatymo\\_gaires.pdf](http://aivaweb.com/images/3496/teising_akciju_kainos_nustatymo_gaires.pdf) [žiūrėta 2012 05 11].
- 41. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija.** Pasitarimo dėl teisingo akcijų kainos nustatymo gairių projekto protokolas, 2011-03-29. [http://aivaweb.com/images/3496/susitikimo\\_nustatymo\\_protokolas.pdf](http://aivaweb.com/images/3496/susitikimo_nustatymo_protokolas.pdf) [žiūrėta 2012 05 11].
- 42. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių įstatymas.** Nr. X-1023, žin., 2007, Nr. 17-626. [http://www.istatymas.lt/istatymai/vertybiniu\\_popieriu\\_istatymas.htm](http://www.istatymas.lt/istatymai/vertybiniu_popieriu_istatymas.htm) [žiūrėta 2012 08 05].
- 43. Liubertas V.** Turto vertinimo Lietuvoje problemos // *Ekonomika ir vadyba 2000: Tarptautinės konferencijos medžiaga.* – Kaunas: Technologija, 2000, p. 237 – 238.
- 44. Loeffler A., Kruschwitz L.** *Discounted Cash Flow: A Theory of the Valuation of Firms*, 2006, p. 179. <http://site.ebrary.com/lib/alltitles/docDetail.action?docID=10300564&p00=business%20valuation> [žiūrėta 2012 05 30].
- 45. Mard M. J.** Valuation: What's It Worth? // *The Licensing Journal*, September 2011, Vol. 31, p. 31 – 32. <http://web.ebscohost.com/bsi/pdfviewer/pdfviewer?vid=5&hid=111&sid=1e43c6ab-0f63-414c-cb-bb167ad172664d%40sessionmgr111> [žiūrėta 2012 05 30].
- 46. McParland C. et al.** Concepts of price, value and worth in the United Kingdom. Towards a European perspective // *Jurnal of property investment & finance*, 2000, Vol. 18 No. 1, p. 84 – 102.

- 47. Mačerinskienė I., Pečkaitis J. S.** Magistro baigiamojo darbo rengimo tvarka: mokomasis leidinys. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2008. – 80 p. – ISBN 978-9955-19-083-7.
- 48. Melnikas B. ir kt.** Tarptautinis verslas: Tarptautinės vadybos įvadas. – Vilnius: Technika, 2008. – 416 p. – ISBN 978-9955-28-331-7.
- 49. Z. Ch., Harms T. W.** Business Valuation: An Integrated Theory (2nd Edition), 2008, p. 271. – ISBN 0-471-36190-9.Z.
- 50. Nausėda G.** Ekonomika šoktelėjo, tačiau netrukus stos į ramesnę vagą // Makrokomentaras. - Vilnius, 2012-10, p. 1.
- 51. Navickas V., Malakauskaitė A.** Konkurencingumo vertinimo metodologinės problemos ir ribotumas // Verslas: teorija ir praktika: mokslo žurnalas. – Vilnius: Technika, 2010, Nr. 11(1), p. 5 – 11. – ISSN 1822-4202.
- 52. Nekrošius A., Vaškelaitis V.** Akcijų vertės nustatymas pinigų srautų diskonto metodais // Inžinerinė ekonomika: mokslo darbų žurnalas. – Kaunas: Technologija, 2001, Nr. 3(23), p. 40 – 44. – ISSN 1392-2785.
- 53. Neufville R.** Choice of Valuation Methods, 2004, p. 29. [http://ardent.mit.edu/real\\_options/RO\\_current\\_lectures/ESAD%2004/Choice%20of%20Valuation%20Method%2004.pdf](http://ardent.mit.edu/real_options/RO_current_lectures/ESAD%2004/Choice%20of%20Valuation%20Method%2004.pdf) [žiūrėta 2012 05 22].
- 54. Palepu K. G. et al.** Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements. Text & Cases, 3e. South-Western Educational Publishing, 2004, p. 348. – ISBN – 10: 1-84480-493-3.
- 55. Paserpskienė M.** Pieno produktų reglamentavimo tendencijos // Maistochemija ir technologija: mokslo žurnalas. – Kaunas, 2007, Nr. 1, T. 41, p. 62 – 70. – ISSN 1392-0227. [http://www.lmai.lt/failai/41\\_1\\_Paserpskiene.pdf](http://www.lmai.lt/failai/41_1_Paserpskiene.pdf) [žiūrėta 2012 10 10].
- 56. Paškevičius A.** Tarptautinė finansų ir investicijų rinka: įmonių vertinimo aktualijos // Turto ir verslo vertinimo aktualijos Lietuvai integruojantis į tarptautines rinkas: konferencijos pranešimai. – Vilnius, 2000, p. 12 – 16.
- 57. Pratt P. Sh.** Valuing a Business: the Analysis and Appraisal of Closely held Companies (2 ad edition), 1989, p. 737. – ISBN 9781556231278.
- 58. Ratner I. et al.** Business Valuation and Bankruptcy, 2009, p. 255. – ISBN: 9780470564448. <http://site.ebrary.com/lib/alltitles/docDetail.action?docID=10350134&p00=business%20valuation%20bakruptcy> [žiūrėta 2012-09-30].
- 59. Ryan P. A.** Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000: How Have Things Changed? // Business and Management, 2002, Vol. 8, No. 4, p. 16. [http://web.ebscohost.com/ehost/pdfview?sid=5b483286-e723-47aa-8cf8\\_b2465f415aa2%40sessionmgr112&vid=2&hid=125](http://web.ebscohost.com/ehost/pdfview?sid=5b483286-e723-47aa-8cf8_b2465f415aa2%40sessionmgr112&vid=2&hid=125) [žiūrėta 2012 09 05].

- 60. Rūškys G.** Kam reikalingas firmos vertės nustatymas? Verslo vertinimas, 2001. <http://www.verslo banga.lt/lt/patark.full/3c22dbbfb260> [žiūrėta 2012 09 02].
- 61. Saring O. H., Benninga S. Z.** Corporate Finance: A Valuation Approach, 1996, p. 433. – ISBN 0-07-005099-6. <http://www.amazon.com/Corporate-Finance-Valuation-Oded-Saring/dp/0070050996#reader00> [žiūrėta 2012 09 02].
- 62. Saročka A., Juknevičiūtė L.** Kai ateis laikas parduoti verslą//Verslo žinios: – Vilnius, 2007-05-29. Nr. 99, p. 15. <http://archyvas.vz.lt/print.php?strid=1056&id=710473> [žiūrėta 2012 08 15].
- 63. AB SEB bankas.** Pagrindinių Lietuvos makroekonomikos rodiklių prognozės, 2012. <http://www.seb.ltpow/wcp/seblt.asp> [žiūrėta 2012 11 10].
- 64. AB SEB bankas.** Naujausi Lietuvos ekonomikos ir finansų rodikliai, 2012. <http://www.seb.lt/pow/wcp/seblt.asp> [žiūrėta 2012 11 10].
- 65. Shiefner L., Schmidt R.** Shareholder value at risk: concept for company valuation, implementation and simulation example. Martin-Luther University, Halle-Wittenberg, Beitrag: 47/2003, p. 18. [http://www.docstoc.com/docs/35989923/Discounted-cash-flow-\(DCF\)-analysis-a-widely](http://www.docstoc.com/docs/35989923/Discounted-cash-flow-(DCF)-analysis-a-widely) [žiūrėta 2012 09 15].
- 66. Stowe J. D et al.,** Equity Asset Valuation, 2007, p. 297. – ISBN-13 978-0-470-05282-2. [http://www.Stowe+J.D.,+Robinson+T.+R.,+Pinto+J.E.+ir+McLeavey+D&ots=yHuT8Culgi&sig=LJfyoExD4XkidyXXb2mJ\\_7X3mw&redir\\_esc=#v=onepage&q&f=false](http://www.Stowe+J.D.,+Robinson+T.+R.,+Pinto+J.E.+ir+McLeavey+D&ots=yHuT8Culgi&sig=LJfyoExD4XkidyXXb2mJ_7X3mw&redir_esc=#v=onepage&q&f=false) [žiūrėta 2012 08 03].
- 67. Stukas D., Miečinskienė A.** Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių kainai įtaką darančių veiksnių tyrimas // Verslas: teorija ir praktika: mokslo žurnalas. – Vilnius: Technika, 2010, Nr. 11(2), p. 168 – 175. - ISSN 1822-4202.
- 68. Šliogerienė J.** Property Valuation in Enterprises: Fair Value and Sustainability Issues //Aplinkos tyrimai, inžinerija ir vadyba = Environmental Research, Engineering and Management: mokslinis žurnalas. – Kaunas: Technologija, 2008, Nr. 2(44), p. 57 – 68. – ISSN 1392-1649.
- 69. The European Group of Valuers' Associations.** European Valuation Standarts, 2009, p. 102 – ISBN 978-90-9024138-8. <http://www.tegova.org/en/p49ccff9f14ad1> [žiūrėta 2012 08 25].
- 70. International Valuation Standards Council.** Tarptautiniai vertinimo standartai, 2011, p. 118. – ISBN 978-0-9569313-0-6. [http://www.atvi.lt/index.php/tarptautiniai\\_vertinimo\\_standartai\\_2011/tvs\\_2011\\_lietuviu\\_kalba/365](http://www.atvi.lt/index.php/tarptautiniai_vertinimo_standartai_2011/tvs_2011_lietuviu_kalba/365) [žiūrėta 2012 08 05].
- 71. Trumpaitė I.** Įmonės vertės nustatymo modelis // Verslas, vadyba ir studijos'2005: mokslo darbai. – Vilnius: Technika, 2006, p. 182 – 194. - ISSN 1648-8156.
- 72. Verginis C. S, Taylor J. S.** Stakeholder's perceptions of the DCF method in hotel valuations // Property Management, 2004, Vol. 22, No. 5, p. 358-376. <http://www.emeraldinsight.com/journal.htm?/issn=02637472&volume=22&issue=5&articleid=845581&show=html> [žiūrėta 2012 09 03].



- 73. Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius.** Baltijos rinkos indeksai, 2012.  
[http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=charts&lang=lt&idx\\_main\[\]=OMXV&add\\_index=OMXBBPI&add\\_equity=LT0000128266&period=6months&start\\_d=9&start\\_m=5&start\\_y=2012&end\\_d=9&end\\_m=11&end\\_y=2012](http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=charts&lang=lt&idx_main[]=OMXV&add_index=OMXBBPI&add_equity=LT0000128266&period=6months&start_d=9&start_m=5&start_y=2012&end_d=9&end_m=11&end_y=2012) [žiūrėta 2012 09 10].
- 74. Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius.** AB „Pieno žvaigždės“, 2012.  
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000111676&list=2&currency=LTL&pg=details&tab=trading> [žiūrėta 2012 09 10]
- 75. Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius.** Įmonių finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika. – Vilnius, 2010, p. 97. - ISBN 978-609-95195-0-0.
- 76. Žaptorius J. , Garbanovas G.** Verslo vertės kintamųjų rizikingumas ir tarpusavio įtaka // Verslas: teorija ir praktika: mokslo žurnalas. – Vilnius: Technika, 2007, Nr. 8(3), p. 166 – 175. - ISSN 1822-4202.

**Daunorienė J.** Verslo vertinimo ypatumai AB „Pieno žvaigždės“ atveju / Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovas prof. habil. dr. A. V. Rutkauskas. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2012. – 88 p.

## ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe išanalizuoti ir įvertinti versle veikiančių bendrovių vertinimo procedūrų ypatumai ir nuoseklumas. Nustatytos vertinimo taikymo galimybės ir problemos, kurias lemia subjektyvūs ir objektyvūs veiksniai. Pasiūlomas tinkamiausias metodas vertinat AB „Pieno žvaigždės“ verslą bei numatomos galimybės verslo vertės didinimui. Pirmoje, teorinėje darbo dalyje, remiantis įvairiais moksliniais šaltiniais, teoriniu aspektu apibrėžiama verslo vertinimo ir vertės koncepcija, išnagrinėjami pagrindiniai vertinimo tikslai, principai ir ypatumai, aptariamas teisinis reglamentavimas ir nauda šiuolaikinėje ekonomikoje, apžvelgti dažniausiai praktikoje naudojami verslo vertinimo metodai ir jų klasifikavimas. Antroje, metodologinėje darbo dalyje išanalizuota verslo vertinimo tyrimų praktika, išskiriant diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodus. Išnagrinėti metodų taikymo etapai, privalumai ir trūkumai. Trečioje darbo dalyje apžvelgiama Lietuvos makroaplinka ir pieno perdirbimo sektoriaus veikla, didesnis dėmesys skiriamas pieno produktų gamybai ir eksportui. Ketvirtoje darbo dalyje atliktas verslo vertinimas AB „Pieno žvaigždės“ atveju, taikant diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodus. Taikant diskontuotų pinigų srautų metodą, pagrindžiami ir nustatomi prognozuojami laisvieji pinigų srautai, diskonto norma, papildoma rizika, tęstinė vertė. Įvertinus verslo vertinimo komponentus, nustatoma AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė. Lyginamosios vertės metodu, vertinamos bendrovės verslo vertė nustatoma lyginant Lietuvos ir Europos šalių pieno perdirbimo sektoriaus rinkos vertės rodiklius. Darbe pateiktos išvados ir rekomendacijos.

**Pagrindiniai žodžiai:** Verslo vertinimas, verslo vertė, verslo vertinimo metodai, diskontuoti pinigų srautai, diskonto norma, lyginamosios vertės.

**J. Daunorienė.** Peculiarities of Business Valuation in Case of Pieno Žvaigždės AB/ Master Thesis in Financial Markets. Academic Advisor: Prof. Dr. Hab. A. V. Rutkauskas. – Vilnius: Mykolas Romeris University, Faculty of Economics and Finance Management, 2012. – 88 p.

## ANNOTATION

The present final paper includes an analysis and assessment of the peculiarities and consistency of business company valuation procedures. The possibilities and problems of employing business valuation which are influenced by both subjective and objective factors are determined. The most suitable methods to assess the business operations of Pieno Žvaigždės AB are suggested and the possibilities for increase of business value are estimated. The first part of the paper is theoretical. Based on various scientific sources, the concept of business valuation and business value is depicted theoretically, the main goals, principles and peculiarities of business valuation are analyzed, legal regulations of the valuation and its benefits in the modern day economics are discussed, and the business valuation methods most widely used in practice and their classification are reviewed. The second part of the study describes the employed methods by analyzing the business valuation research practice and distinguishing the methods of discounted cash flows and comparable values. The stages of employing the said methods, their advantages and disadvantages are analyzed. The third part of the paper offers a review of the Lithuanian macro environment and the operation of the milk processing sector with higher level of attention dedicated to the dairy product industry and export. The fourth part of the paper includes business valuation in the case of Pieno Žvaigždės AB by employing the discounted cash flow and comparable value methods. When the discounted cash flow method is applied, the estimated free cash flows, discount rate, additional risk and terminal value are substantiated and determined. Having assessed the business valuation components, the business value of Pieno Žvaigždės is established. When the comparable value method is applied, the business value of the assessed company is depicted by comparing the market value ratios of the Lithuanian and European milk processing sectors. Finally, the conclusions and recommendations are presented.

**Keywords:** business valuation, business value, business assessment methods, discounted cash flows, discount rate, comparable values.

**Daunorienė J.** Verslo vertinimo ypatumai AB „Pieno žvaigždės“ atveju // Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovas prof. habil. dr. A. V. Rutkauskas. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2012. – 88 p.

## SANTRAUKA

Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas **aktualus** tuo, kad verslo vertinimo nustatymo poreikis didėja sprendžiant daugybę su nuosavybe ir verslo plėtros strategija susijusiais klausimais: kai verslas užstatomas, jungiamas ar skaidomas į dalis, identifikuojant ekonominės vertės kūrimo ar mažinimo šaltinius, perkant ar parduodant verslą, nustatant kokio dydžio akcijų emisiją galima išleisti ir pan. Verslo vertė turi svarbią reikšmę vykdant įvairiose rinkos ekonomikos situacijose. Tokiu būdu vertinimo aktualumą išryškina šiandieninė Lietuvos verslo praktika.

Mokslininkų tyrimuose, siekiama rasti pažangiausių ir tinkamiausių verslo vertės skaičiavimo metodiką, taip pat kuriami verslo vertės skaičiavimo metodai ir tiriami veiksniai, kurie turi įtakos verslo vertei, nagrinėjamos verslo vertinimo problemos. Nustatant verslo vertę svarbu įvertinti neapibrėžtumą, kuris atspindėtų verslo veiklos riziką, todėl tinkamai reikia pasirinkti tokį verslo vertinimo metodą, kuriuo remiantis būtų galima nustatyti labiausiai tikėtiną verslo vertę. Baigiamajame darbe buvo iškelta **tyrimo problema** - pateikiama nemažai išanalizuotų ir alternatyvių verslo vertės metodų, kuriuos reikia tikslingai pasirinkti vertinat verslą. Ar taikomi vertinimo metodai adekvatūs verslo vertei?

**Tyrimo objektas** yra verslo vertinimo ypatumai AB „Pieno žvaigždės atveju“.

**Tyrimo tikslas** yra išanalizuoti ir palyginti Lietuvos pieno perdirbimo AB „Pieno žvaigždės“ atveju verslo vertinimo ypatumus, taikant diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodus. Tikslui pasiekti išskirti **tyrimo uždaviniai**:

1. Apžvelgti verslo vertinimo ir vertės teorinius aspektus
2. Išnagrinėti verslo vertinimo reikšmę šiuolaikinėje ekonomikoje ir problemas.
3. Išanalizuoti pagrindinius verslo vertinimo metodus ir ypatumus.
4. Atlikti verslo vertinimą AB „Pieno žvaigždės“ atveju.
5. Palyginti diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodų taikymo galimybes AB „Pieno žvaigždės“ atveju.

Tyrimui atlikti taikomi **metodai**: sisteminė ir lyginamoji mokslinės literatūros analizė, teisės aktų analizė, statistinių duomenų kaupimas ir analizė, duomenų grupavimas ir faktorinė analizė, loginė verslo vertinimo praktikos analizė.

Darbo struktūra. Magistro baigiamasis darbas sudarytas iš keturių pagrindinių dalių. Pirmoje darbo dalyje „Verslo vertinimo teoriniai aspektai“, remiantis įvairiais moksliniais šaltiniais, išnagrinėta

verslo vertinimo ir vertės koncepcija, tikslai, principai ir vertinimo reikšmė ekonomikoje, aptariamas teisinis reglamentavimas, apžvelgti vertinimo metodai ir išanalizuota vertinimo problema. Antroje darbo dalyje „Verslo vertinimo tyrimo metodologija“ išsamiai ištirti diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodų tyrimo praktika, taikymo ypatumai ir galimybės, išskiriant privalumus ir trūkumus. Trečioje darbo dalyje „Pieno perdirbimo sektoriaus aplinkos analizė“ apžvelgiama Lietuvos makroaplinka ir išanalizuota Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus veikla. Ketvirtoje darbo dalyje „AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertinimas“ atliekamas empirinis tyrimas: verslo vertinimas AB „Pieno žvaigždės“ atveju, taikant diskontuotų pinigų srautų ir lyginamosios vertės metodais. Magistro baigiamajame darbe pateikiamos išvados, pasiūlyma ir naudota literatūra. Prieduose pateikiama medžiaga reikalinga baigiamajam darbui.

**J. Daunorienė.** Peculiarities of Business Valuation in Case of Pieno Žvaigždės AB/ Master Thesis in Financial Markets. Academic Advisor: Prof. Dr. Hab. A. V. Rutkauskas. – Vilnius: Mykolas Romeris University, Faculty of Economics and Finance Management, 2012. – 88 p.

## SUMMARY

The **relevancy** of the final paper of master studies in financial markets lies in the fact that the need for business valuation increases when solving many of the matters related to the property and business expansion strategy: when mortgaging, joining or separating the business, identifying the economic value creation and reduction sources, acquiring and selling the business, determining the scope of share emissions, etc. The business value is especially significant in various market economics situations. This way the relevancy of business valuation is accentuated by the contemporary Lithuanian business practice.

The researches carried out by scientists who have the goal to find the most advanced and suitable business value calculation method include the creation of business valuation methods, the analysis of the factors which hold influence over business value, and the study of business valuation problems. When determining business value it is important to assess the ambiguity which would reflect the business operation risks. Thus, the business valuation method must be selected properly to be able to determine the most probable business value based on the said method. The **relevancy of the study** depicted in the final paper is as follows: there are many analyzed and alternative business valuation methods and one must choose such a method purposefully when performing business valuation. Are the employed valuation methods adequate for the factual business value?

**Research object** is the peculiarities of business valuation in the case of Pieno Žvaigždės AB.

**The goal of the study** is to analyze and compare the peculiarities of business valuation in the case of the Lithuanian milk processing company Pieno Žvaigždės AB by employing the methods of discounted cash flows and comparable values. The following **objectives** were formulated in order to achieve the set goal:

1. To review the theoretical aspects of business valuation and business value
2. To analyze the significance and problems of business valuation in the contemporary economics.
3. To analyze the main business valuation methods and peculiarities.
4. To carry out business valuation of Pieno Žvaigždės AB.
5. To compare the possibilities of employing the discounted cash flows and comparable value methods in the case of Pieno Žvaigždės AB.

The following **methods** were applied to carry out the study: systematic review and comparative analysis of scientific literature, analysis of legal norms, statistical data accumulation and analysis, data grouping and factor analysis, and logical business valuation practice analysis.

Study structure. The final paper consists of the four main parts. The first part of the paper is called Theoretical Aspects of Business Valuation. Based on various scientific sources, the concept of business valuation and business value is depicted, the goals, principles and significance of business valuation in economics are analyzed, legal regulations of the valuation are discussed, business valuation methods are reviewed and the valuation problem is analyzed. The second part of the study is titled Methods of Business Valuation Research and presents the detailed analysis of the practice of the discounted cash flow and comparable value methods, their employment peculiarities and possibilities, including the discerning of their advantages and disadvantages. The third part of the paper is called Analysis of the Milk Processing Sector Background and offers a review of the Lithuanian macro environment and analysis of the operation of the Lithuanian milk processing sector. During the fourth part, Valuation of Pieno Žvaigždės AB Business the following empirical research is carried out: business valuation in the case of Pieno Žvaigždės AB by employing the discounted cash flows and comparable value methods. The final paper also includes conclusions, recommendations and references. The Annexes present the material required for the final paper.

**PRIEDAI**



## Verslo vertinimo pagrindų įstatymo įgyvendinamųjų teisės aktų sistema

Teisės aktas	Teisės aktą priimanti institucija	Teisės akto būseną
Turto ir verslo vertinimo metodika	Finansų ministerija	Lietuvos Respublikos finansų ministro 2012 m. balandžio 27 d. Nr. 1K-159 (Žin., 2012, Nr. 50-2502)
Turto arba verslo vertintojų profesinės etikos kodeksas	Finansų ministerija	Lietuvos Respublikos finansų ministro 2012 m. balandžio 27 d. Nr. 1K-160 (Žin., 2012, Nr. 50-2503)
Kitų valstybių narių turto arba verslo vertintojų, siekiančių vertinti turtą arba verslą Lietuvos Respublikoje įsisteigus ar laikinai arba vienkartiniai, profesinės kvalifikacijos pripažinimo tvarkos aprašas	Finansų ministerija	Parengtas projektas
Turto arba verslo vertintojo kvalifikacijos egzaminų organizavimo taisyklės	Finansų ministerija	Parengtas projektas
Turto arba verslo vertintojų garbės teismo nuostatai	Finansų ministerija	Lietuvos Respublikos finansų ministro 2012 m. gegužės 17 d. Nr. 1K-192 (Žin., 2012, Nr. 58-2929)
Turto arba verslo vertintojo kvalifikacijos pažymėjimo išdavimo ir galiojimo taisyklės	Finansų ministerija	Parengtas projektas
Turto arba verslo vertintojo kvalifikacijos egzamino komisijos darbo reglamentas	Finansų ministerija	Parengtas projektas
Turto arba verslo vertintojo išsilavinimo, profesinės patirties ir kvalifikacijos kėlimo reikalavimų aprašas	Finansų ministerija	Parengtas projektas
Skundų dėl turto arba verslo vertintojo kvalifikacijos egzamino komisijos sprendimų nagrinėjimo taisyklės	Finansų ministerija	Parengtas projektas
Išorės turto arba verslo vertinimo veikla turinčių teisę verstis asmenų sąrašo sudarymo, tvarkymo ir skelbimo taisyklės	Finansų ministerija	Parengtas projektas
Turto arba verslo vertintojų ir turto arba verslo vertinimo įmonių veiklos patikrinimo taisyklės	Finansų ministerija	Parengtas projektas
Turto arba verslo vertinimo įmonės ir nepriklausomo turto arba verslo vertintojo civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklės	Lietuvos bankas	Parengtas projektas
Kompiuterizuotosios turto arba verslo vertintojų ir turto arba verslo vertinimo įmonių duomenų tvarkymo ir paieškos sistemos naudojimo taisyklės	Turto vertinimo priežiūros tarnyba	Parengtas projektas

## Įstatymiškai privalomi verslo vertinimo atvejai

Nr.	Teisės aktas	Vertinimo atvejai
1.	LR Vyriausybės 1995 m. kovo 28 d. nutarimas Nr. 440 „Dėl turto vertės nustatymo“	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Keičiasi jo savininkas (turtas parduodamas, perduodamas kaip nepiniginis (turtinis) įnašas, mainomas, dovanojamas);</li> <li>2. Taikomas jo apmokestinimas ar draudimas;</li> <li>3. Jis jungiamas bendrosios dalinės nuosavybės teise arba atskiriamas;</li> <li>4. Jis įkeičiamas, išnuomojamas arba perduodamas pasaugos, panaudos pagrindais, juo laiduojama ar garantuojama;</li> <li>5. Taikomos įstatymo nustatytos bankroto procedūros;</li> <li>6. Vykdomi teismo, hipotekos teisėjo nutarimai dėl turto išieškojimo ar teisingo atlyginimo;</li> <li>7. Pageidauja jo savininkas.</li> </ol>
2.	LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, <i>Valstybės žinios</i> , 1999, Nr. 52–1672	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Keičiasi jo savininkas, t. y. turtas parduodamas, perduodamas kaip nepiniginis (turtinis) įnašas, mainomas, dovanojamas, paveldimas;</li> <li>2. Jis apdraudžiamas;</li> <li>3. Jis apmokestinamas, deklaruojamas;</li> <li>4. Jis jungiamas su kitu turtu, padalijamas ar atidalijamas iš bendro turto;</li> <li>5. Jis įkeičiamas;</li> <li>6. Jis įrašomas į finansinės apskaitos dokumentus;</li> <li>7. Jis išnuomojamas arba perduodamas kitiems asmenims pasaugos, panaudos pagrindais ar patikėjimo teise;</li> <li>8. Jis paimamas įstatymų nustatyta tvarka visuomenės poreikiams;</li> <li>9. Jis pripažįstamas bešeimininkiu;</li> <li>10. Įmonėms taikomos bankroto procedūros;</li> <li>11. Vykdomi teismų sprendimai, nutartys ir nutarimai civilinėse bylose, teismų nuosprendžiai ir nutartys baudžiamosiose bylose dėl turtinių išieškojimų, hipotekos teisėjų nutartys įkeistą turtą parduoti iš varžytynių;</li> <li>12. Pageidauja turto savininkas arba turto vertinimo užsakovas.</li> </ol>
3.	LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas, 2011, Nr. 86-4139	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Įstatymų ir kitų teisės aktų nustatytais atvejais (privalomas turto arba verslo vertinimas);</li> <li>2. Vidaus reikmėms;</li> <li>3. Kitais atvejais, kai to pageidauja užsakovas.</li> </ol>

Šaltinis: Galinienė, Juškaitis, 2012, p. 72-73

1995 m. Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarime „Dėl turto vertės nustatymo“ buvo išskirti 7 galimi turto vertės nustatymo atvejai. Iki 2012 m. gegužės 1 d. galiojusiame Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme nurodoma 12 galimų turto ir verslo vertinimo atvejų. Minėto įstatymo pakeitimo įstatyme numatyti tik 3 galimi turto ir verslo vertinimo atvejai.

### Apžiūros akto forma

\_\_\_\_\_ APŽIŪROS AKTAS  
(vertinamo objekto pavadinimas)

\_\_\_\_\_ Nr. \_\_\_\_\_  
(data)

\_\_\_\_\_ (apžiūros akto sudarymo vieta)

1. Apžiūros vieta .....
2. Apžiūros data ..... m. ....d.
3. Apžiūros atlikimo (pradžios) laikas ..... val. .... min.
4. Vertinamo objekto vietos (gretimybių) charakteristika (vertinant nekilnojamąjį turtą), jeigu ji nenurodoma vertinimo ataskaitos tekste .....
5. Vertinamo objekto fizinė būklė apžiūros metu .....
6. Ar užsakovas informavo objekto savininką  
Ne apie objekto apžiūrą ir turi objekto savininko sutikimą dėl objekto apžiūros (pažymėti)      Taip
7. Apžiūroje dalyvavusių savininko ir (arba) užsakovo arba jų įgaliotų asmenų duomenys (pavadinimas, teisinė forma, buveinė, kodas arba fizinio asmens vardas, pavardė, kontaktiniai duomenys)
  - 7.1. ....
  - 7.2. ....
  - 7.3. ....

\_\_\_\_\_ (parašas)

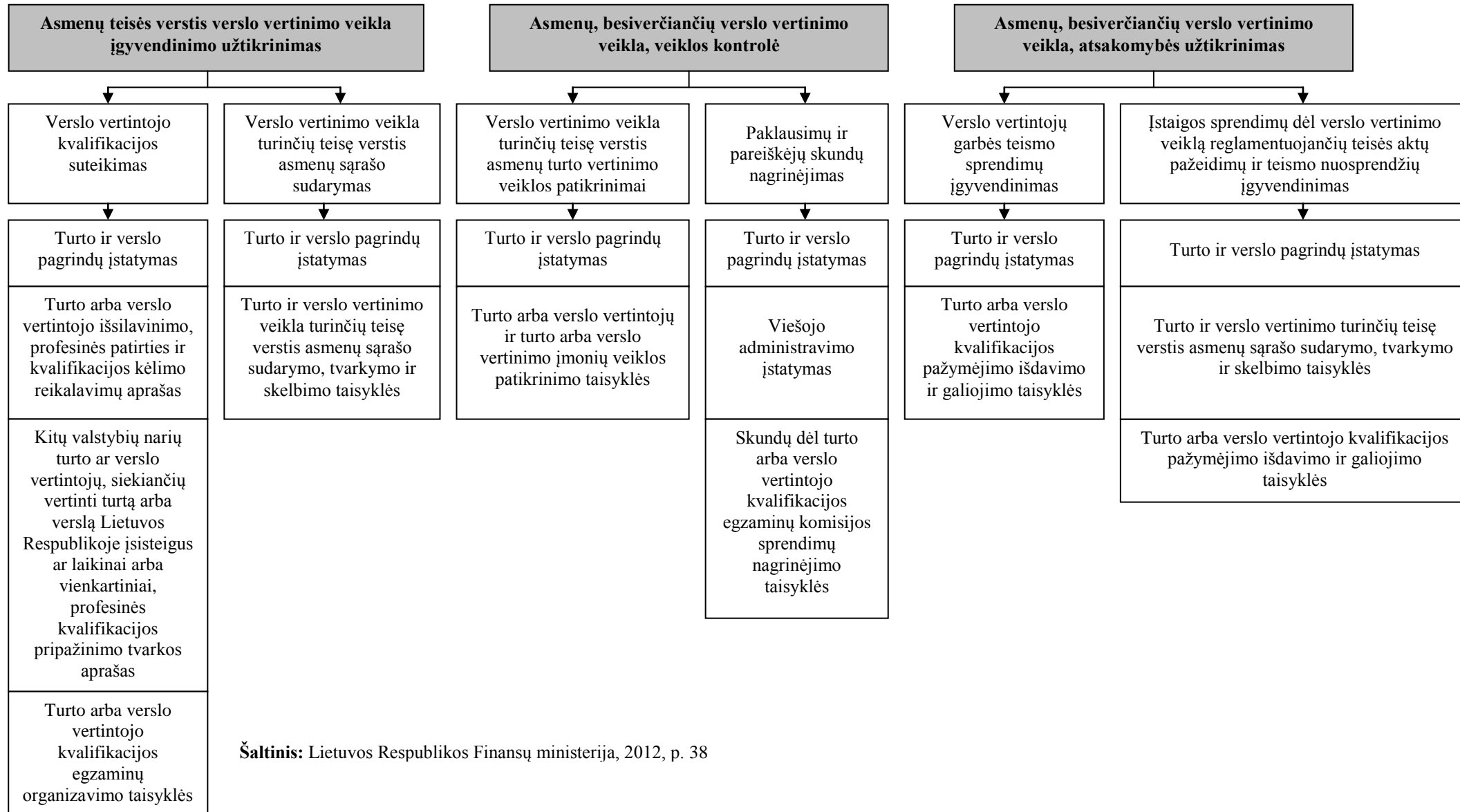
\_\_\_\_\_ (vertintojo vardas, pavardė)

\_\_\_\_\_ (parašas)

\_\_\_\_\_ (savininko / užsakovo / įgalioto asmens vardas, pavardė)

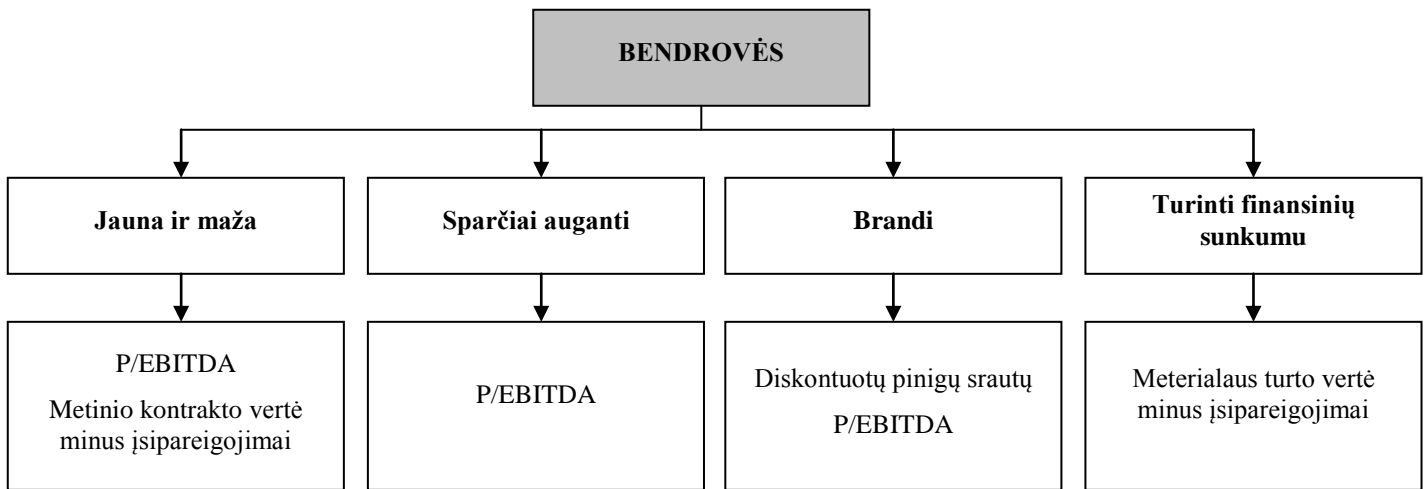
## 4 PRIEDAS

## Verslo vertinimo priežiūros tarnybos funkcijų ir jų teisinio reglamentavimo struktūros schema



Šaltinis: Lietuvos Respublikos Finansų ministerija, 2012, p. 38

## Verslo vertinimas pagal bendroves



Šaltinis: Rakauskaitė, 2012, p. 12

## Vertinimo metodų analizė pagal aspektus

	Reikalinga informacija	Vertinimo objektas	Tinkamumas sprendimui priimti	Skaičiavimų sudėtingumas	Interpretacijos sudėtingumas	Pritaikymas
<b>Finansiniai rodikliai</b>	Vidinė	Veiklos rezultatas	Tinka	Paprasta	Paprasta	Visom bendrovėm
<b>Du Point analizė</b>	Vidinė	Veiklos rezultatas	Netinka	Paprasta	Paprasta	Visom bendrovėm
<b>DCF</b>	Vidinė	Bendrovė	Tinka	Sudėtinga	Paprasta	Akinėm bendrovėm
<b>DDM</b>	Vidinė	Bendrovė	Netinka	Sudėtinga	Paprasta	Akinėm bendrovėm
<b>NPV, PI, IRR</b>	Vidinė	Bendrovė	Netinka	Paprasta	Paprasta	Visom bendrovėm
<b>Dividendų kapitalizacija</b>	Vidinė, Išorinė	Bendrovė	Netinka	Paprasta	Sudėting	Akinėm bendrovėm
<b>Pajamų kapitalizacija</b>	Vidinė, Išorinė	Bendrovė	Netinka	Paprasta	Sudėtinga	Akinėm bendrovėm
<b>Daugikliai</b>	Vidinė, Išorinė	Bendrovė	Netinka	Paprasta	Sudėtinga	Akinėm bendrovėm
<b>Balansinės vertės</b>	Vidinė	Bendrovė	Netinka	Paprasta	Paprasta	Visom bendrovėm
<b>Pakeitimo kitu Metodas</b>	Vidinė, išorinė	Bendrovė	Tinka	Paprasta	Paprasta	Visom bendrovėm
<b>Likvidacinės vertės</b>	Vidinė	Bendrovė	Netinka	Paprasta	Paprasta	Visom bendrovėm
<b>EVA</b>	Vidinė	Bendrovė	Tinka	Sudėtinga	Paprasta	Visom bendrovėm
<b>MVA</b>	Vidinė, Išorinė	Bendrovė	Tinka	Sudėtinga	Paprasta	Akinėm bendrovėm
<b>CVA</b>	Vidinė	Bendrovė	Tinka	Sudėtinga	Paprasta	Visom bendrovėm
<b>CFROI</b>	Vidinė, Išorinė	Bendrovė	Tinka	Sudėtinga	Sudėtinga	Visom bendrovėm

Šaltinis: Dagilienė ir kt., 2006, p. 31

### Nuosavo kapitalo kaina, kapitalo įkainojimo modelis (CAPM)

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + x;$$

čia:  $R$  – norima gauti nuosavo kapitalo pajamų norma;

$R_f$  – nerizikinga pelningumo norma;

$R_m$  – bendrojo rinkos portfelio pelningumo (rinkos pajamų) norma;

$\beta$  – koeficientas beta;

$x$  – papildoma rizikos premija.

Valiutų kursų svyravimo rizika ir politinė rizika - labai svarbios bendrovėms, veikiančioms tarptautinėje rinkoje ir tokios rizikos gali daryti didelį poveikį bendrovių veiklos rezultatams. Todėl atsižvelgus į mokslininkų patarimus, kad valiutų kursų svyravimo rizika ir politinė rizika turi būti įvertintos diskonto normos skaičiavimuose, siūloma įvertinti papildomą riziką ir pridėti prie nuosavo kapitalo kainos vertinat AB „Pieno žvaigždės“ vertę.

Vertinant verslą svarbu, kad verslo vertinimo metodologijoje atsispindėtų verslo rizika. JAV mokslininkai atliko tyrimą, kuriame dalyvavo 2700 respondentų, išsiaiškinti kokia rizika yra svarbi vertinant verslą. Respondentų buvo paprašyta įvertinti veiksnių įtaką verslo vertei (nuo 1 iki 5 balų)<sup>1</sup>. Didžiausią poveikį verslo vertei daro mokesčių pokyčiai, valiutos kurso svyravimo rizika ir politinė rizika.

#### Veiksniai, veikiantys verslo vertę

Veiksniai/ Šalys	JAV	Didžioji Britanija	Meksika	Šri Lanka	Pinigų srautuose	Diskonto normoje
<b>Infliacija</b>	1	2	4	4	24,00%	55,00%
<b>Mokesčių pokyčiai</b>	2	3	4	3	71,00%	14,00%
<b>Politinė rizika</b>	1	1	4	5	19,00%	65,00%
<b>Valiutų kursų svyravimo rizika</b>	1	2	5	5	36,00%	42,00%

Šaltinis: Keck, McKinsey&Company el al., 1998, p. 90

. Šiuo metu dar nėra vieno požiūrio, kur rizika turėtų atsispindėti - diskonto normoje ar pinigų srautuose. JAV mokslininkai, to paties tyrimo metu nustatė, kad dažniausiai infliacija, politinė rizika ir valiutų kursų svyravimo rizika - įvertinama diskonto normoje, o mokesčių pokyčiai - pinigų srautuose.

<sup>1</sup> 1 balas - nesvarbus veiksnys, 2 balai - nelabai svarbus, 3 - vidutiniškai svarbus, 4 balai - svarbus, 5 balai - labai svarbus.

## 8 PRIEDAS

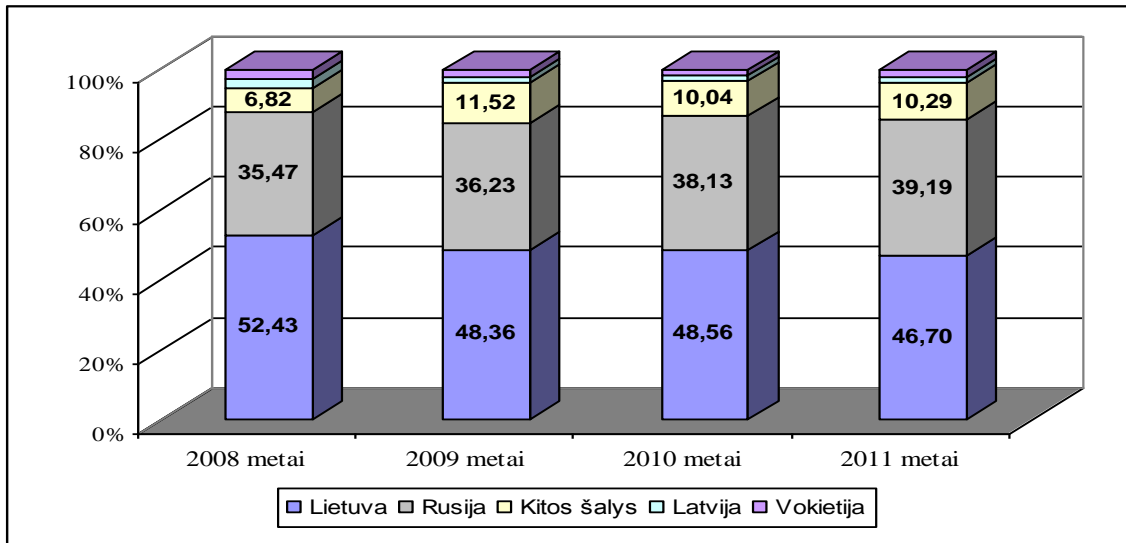
## Pieno produktų grynas eksportas 2008-2011 metais, mln. Lt

Produktai	2008 metai	Eksporto struktūra	2009 metai	Pokytis 2008-2009 metais, %	Eksporto struktūra	2010 metai	Pokytis 2009-2010 metais, %	Eksporto struktūra	2011 metai	Pokytis 2010-2011 metais, %	Eksporto struktūra
Nekoncentruotas pienas ir grietinėlė	180,20	7,80	177,50	-1,50	9,04	291,30	64,11	12,01	418,10	43,53	15,18
Koncentruotas pienas ir grietinėlė	189,10	8,19	163,40	-13,59	8,32	256,20	56,79	10,56	221,90	-13,39	8,06
Lieso pieno miltai	83,00	3,59	66,50	-19,88	3,39	151,20	127,37	6,23	135,20	-10,58	4,91
Nenugriebto pieno milteliai	23,20	1,00	30,70	32,33	1,56	28,90	-5,86	1,19	10,50	-63,67	0,38
Sutirštintas pienas be cukraus	34,10	1,48	25,10	-26,39	1,28	42,40	68,92	1,75	36,80	-13,21	1,34
Sutirštintas pienas su cukrumi	47,50	2,06	40,40	-14,95	2,06	33,40	-17,33	1,38	39,20	17,37	1,42
Fermentuotas arba raugintas pienas ir grietinėlė	15,70	0,68	15,20	-3,18	0,77	16,60	9,21	0,68	36,70	121,08	1,33
Jogurtas	2,20	0,10	2,30	4,55	0,12	2,70	17,39	0,11	13,10	385,19	0,48
Išrūgos ir produktai iš natūralių pieno komponentų	63,70	2,76	61,00	-4,24	3,11	83,20	36,39	3,43	99,00	18,99	3,59
Sviestas ir kiti pieno riebalai ir liejai, pieno pastos	52,20	2,26	39,80	-23,75	2,03	33,50	-15,83	1,38	36,80	9,85	1,34
Varškė ir sūris	782,80	33,90	647,90	-17,23	32,99	716,00	10,51	29,51	813,00	13,55	29,52
Šviežias sūris ir varškė	269,70	11,68	252,90	-6,23	12,88	293,70	16,13	12,11	332,70	13,28	12,08
Kiti sūriai	509,20	22,05	391,50	-23,11	19,94	416,60	6,41	17,17	467,90	12,31	16,99
Valgomieji ledai	31,50	1,36	34,40	9,21	1,75	42,30	22,97	1,74	48,20	13,95	1,75
Kazeinas	9,00	0,39	3,20	-64,44	0,16	0,03	-99,06	0,00	0,30	900,00	0,01
Pieno cukrus	16,00	0,69	12,00	-25,00	0,61	18,10	50,83	0,75	44,70	146,96	1,62
<b>Iš viso:</b>	<b>2309,10</b>	<b>100,00</b>	<b>1963,80</b>	<b>-14,95</b>	<b>100,00</b>	<b>2426,13</b>	<b>23,54</b>	<b>100,00</b>	<b>2754,10</b>	<b>13,52</b>	<b>100,00</b>

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos Respublikos Statistikos departamentas, 2012

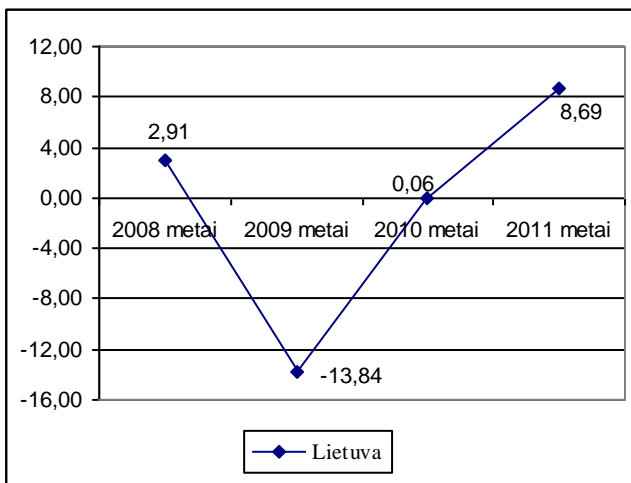


AB „Pieno žvaigždės“ pardavimo pajamų dalis pagal segmentus

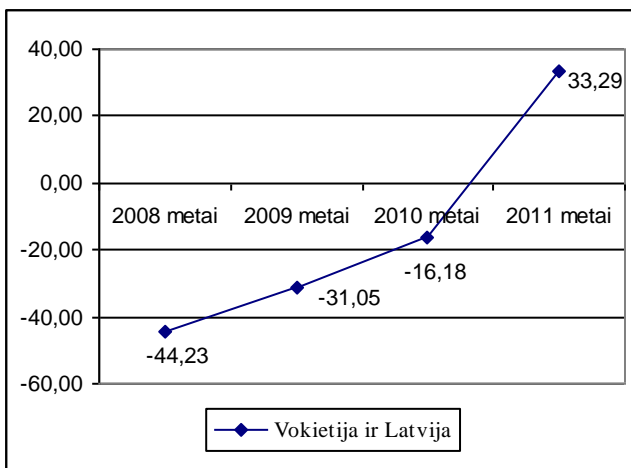
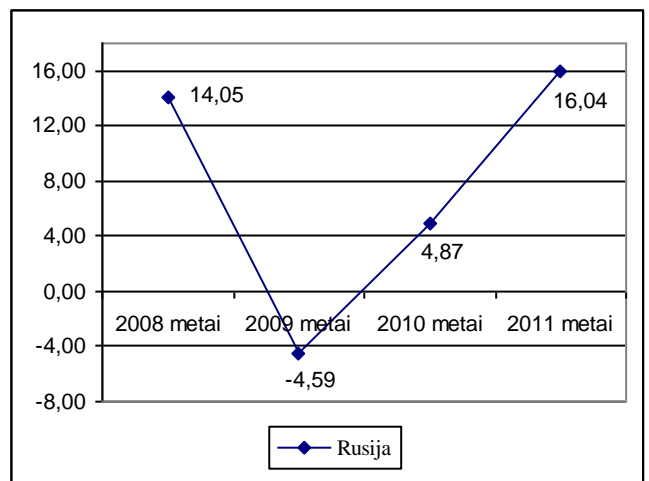


Šaltinis: sudaryta autorės

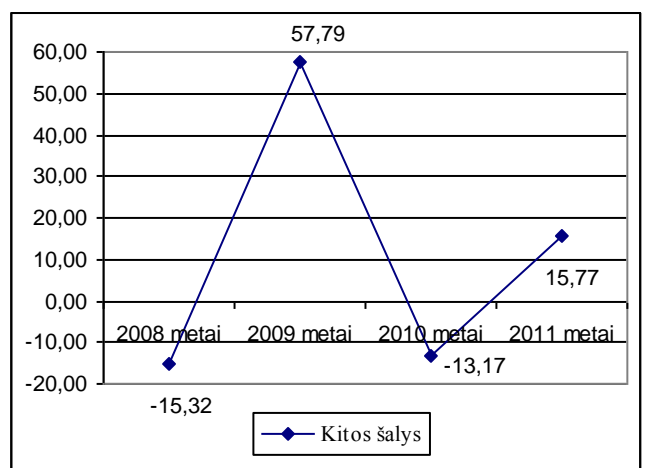
AB „Pieno žvaigždės“ pardavimo pajamų pokytis pagal segmentus



Šaltinis: sudaryta autorės



Šaltinis: sudaryta autorės



## 10 PRIEDAS

## Vyriausybės obligacijos

2012 m. spalio 5 d. - 2012 m. lapkričio 5 d.

Emisijos Nr.	Trukmė, dienomis	Emisijos valiuta	Aukciono data	Apmokėjimo data	Išpirkimo data	Paklausa, mln.			Parduota nominaliaja verte, mln.			Pasiūlytas žemiausias pelningumas, %	Vidutinis pelningumas, %	Patvirtintas aukščiausias pelningumas, %	Atkarpos dydis, %
						iš viso	konkurencinių	nekonkurencinių	iš viso	pagal konkurencinius pasiūlymus	pagal nekonkurencinius pasiūlymus				
60214	604	LTL	2012 10 08	2012 10 11	2014 06 07	249,3	230,1	19,2	80	60,8	19,2	1,09	1,183	1,24	2,3
60324	855	LTL	2012 10 22	2012 10 25	2015 02 27	170,7	145,2	25,4	100	74,6	25,4	1,79	1,873	1,94	4,3
60706	2548	LTL	2012 10 29	2012 11 02	2019 10 25	153,5	126,6	26,9	70	43,1	26,9	3,65	3,759	3,79	3,7

Šaltinis: adaptuota pagal Lietuvos bankas /Pardavimo aukcionai, 2012

## 11 PRIEDAS

## Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių Levered ir Unlevered Beta

Bendrovės	Šalis	Levered Beta					Unlevered Beta				
		1 metų	2 metų	3 metų	4 metų	5 metų	1 metų	2 metų	3 metų	4 metų	5 metų
Milkiland NV	Lenkija	1,53	0,68	n.d.	n.d.	n.d.	1,15	0,51	n.d.	n.d.	n.d.
Albalact S.A.	Romunija	-0,10	0,16	0,44	n.d.	n.d.	-0,07	0,12	0,32	n.d.	n.d.
Bongrain SA	Jungtinė Karalystė	0,30	0,41	0,39	0,41	0,43	0,22	0,30	0,29	0,31	0,32
Dairy Crest Group	Šveicarija	0,29	0,40	0,51	0,62	0,59	0,13	0,18	0,23	0,28	0,27
Parmalat S.P.A	Italija	0,97	0,76	0,72	0,54	0,64	1,48	1,16	1,10	0,82	0,98
Central Del Latte Di Tori	Italija	0,12	0,42	0,38	0,42	0,49	0,02	0,07	0,06	0,07	0,08
Danone S.A.	Prancūzija	0,61	0,61	0,65	0,63	0,63	0,53	0,52	0,56	0,54	0,55
Glanbia	Airija	0,02	0,29	0,50	0,44	0,54	0,02	0,25	0,43	0,38	0,46
Unilever Plc	Jungtinė Karalystė	0,46	0,33	0,43	0,43	0,50	0,43	0,31	0,39	0,39	0,46
Nestle	Šveicarija	0,30	0,31	0,33	0,27	0,39	0,28	0,29	0,32	0,25	0,37
<b>Vidurkis</b>		<b>0,45</b>	<b>0,44</b>	<b>0,48</b>	<b>0,47</b>	<b>0,52</b>	<b>0,42</b>	<b>0,37</b>	<b>0,41</b>	<b>0,38</b>	<b>0,44</b>
<b>Mediana</b>		<b>0,30</b>	<b>0,41</b>	<b>0,44</b>	<b>0,44</b>	<b>0,50</b>	<b>0,25</b>	<b>0,30</b>	<b>0,32</b>	<b>0,35</b>	<b>0,42</b>

Šaltinis: sudaryta pagal Infinancials, 2012

## 12 PRIEDAS

## AB „Pieno žvaigždės“ 2008-2016 metų balansas, mln. Lt

Straipsniai/Metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2012P metai	2013P metai	2014P metai	2015P metai	2016P metai
<b>Ilgalaikis turtas</b>	<b>240,951</b>	<b>220,508</b>	<b>194,344</b>	<b>182,467</b>	<b>171,519</b>	<b>161,228</b>	<b>151,554</b>	<b>142,461</b>	<b>133,913</b>
Ilgalaikis materialusis turtas	235,152	218,337	191,763	181,166	170,296	160,078	150,474	141,445	132,958
Ilgalaikis nematerialusis ir kitas turtas	5,799	2,171	2,581	1,301	1,223	1,150	1,081	1,016	0,955
<b>Trumpalaikis turtas</b>	<b>160,457</b>	<b>114,714</b>	<b>131,491</b>	<b>150,936</b>	<b>179,839</b>	<b>209,522</b>	<b>240,096</b>	<b>271,893</b>	<b>305,279</b>
Atsargos	81,840	39,239	60,322	75,725	88,7456	108,54	123,701	138,175	152,998
Gautinos sumos	76,710	69,339	67,587	73,238	89,307	95,984	108,00	121,225	138,691
Pinigai ir pinigų ekvivalentai	1,907	6,136	3,582	1,973	1,786	4,998	8,395	12,493	13,590
<b>Iš viso turto</b>	<b>401,408</b>	<b>335,222</b>	<b>325,835</b>	<b>333,403</b>	<b>351,358</b>	<b>370,750</b>	<b>391,650</b>	<b>414,354</b>	<b>439,192</b>
<b>Akcininkų nuosavybė</b>	<b>142,164</b>	<b>148,812</b>	<b>147,043</b>	<b>147,832</b>	<b>164,671</b>	<b>178,819</b>	<b>188,481</b>	<b>197,57</b>	<b>203,482</b>
Akcinis kapitalas	54,205	54,205	54,205	54,205	54,205	54,205	54,205	54,205	54,205
Akcijų priedai ir nuosavos akcijos	23,138	21,138	12,897	12,811	12,811	12,811	12,811	12,811	12,811
Rezervai	28,758	27,093	36,883	36,819	40,109	40,830	41,672	45,734	46,926
Nepaskirstytasis rezultatas	36,063	46,376	43,058	43,997	57,546	70,973	79,793	84,820	89,540
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai</b>	<b>82,273</b>	<b>37,865</b>	<b>48,480</b>	<b>97,978</b>	<b>97,125</b>	<b>101,966</b>	<b>107,835</b>	<b>118,464</b>	<b>130,310</b>
Finansiniai įsipareigojimai	77,568	32,311	41,611	92,078	90,697	95,584	99,584	108,584	119,442
Kiti įsipareigojimai (subsидijos)	4,705	5,554	6,869	5,900	6,428	6,382	8,251	9,880	10,868
<b>Trumpalaikiai įsipareigojimai</b>	<b>176,971</b>	<b>148,545</b>	<b>130,312</b>	<b>87,593</b>	<b>89,562</b>	<b>89,965</b>	<b>95,333</b>	<b>98,320</b>	<b>105,400</b>
Finansiniai įsipareigojimai	112,526	95,451	71,590	28,578	30,150	32,840	38,984	43,840	44,484
Mokėtinos sumos	64,445	48,710	56,353	57,613	56,749	54,195	51,756	49,427	55,359
Kiti įsipareigojimai	-	4,384	2,369	1,402	2,664	2,930	4,593	5,052	5,558
<b>Iš viso įsipareigojimų</b>	<b>259,244</b>	<b>186,410</b>	<b>178,792</b>	<b>185,571</b>	<b>186,687</b>	<b>191,931</b>	<b>203,168</b>	<b>216,784</b>	<b>235,710</b>
<b>Iš viso nuosavybės ir įsipareigojimų</b>	<b>401,408</b>	<b>335,222</b>	<b>325,835</b>	<b>333,403</b>	<b>351,358</b>	<b>370,750</b>	<b>391,649</b>	<b>414,354</b>	<b>439,192</b>

Šaltinis: sudaryta autorės

## 13 PRIEDAS

## AB „Pieno žvaigždės“ 2008-2016 metų pelno (nuostolio) ataskaita, mln. Lt

Straipsniai/Metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2012P metai	2013P metai	2014P metai	2015P metai	2016P metai
Pardavimo pajamos	666,289	622,467	620,255	700,924	753,493	816,033	889,476	978,423	1.081,16
Pardavimo savikaina	562,582	497,305	500,74	568,679	608,487	648,038	706,362	776,998	862,468
<b>Bendrasis pelnas</b>	<b>103,707</b>	<b>125,162</b>	<b>119,515</b>	<b>132,245</b>	<b>145,006</b>	<b>167,995</b>	<b>183,114</b>	<b>201,425</b>	<b>218,69</b>
Kitos veiklos pajamos	7,027	0,677	1,411	1,688	2,144	2,337	2,991	3,41	4,092
Pardavimų ir administracinės sąnaudos	102,915	99,083	95,063	98,849	102,803	116,167	123,137	126,832	135,71
Kitos veiklos sąnaudos	-	-	0,955	0,911	1,048	1,09	1,286	1,376	1,555
<b>Veiklos pelnas</b>	<b>7,819</b>	<b>26,756</b>	<b>24,908</b>	<b>34,173</b>	<b>43,299</b>	<b>53,075</b>	<b>61,682</b>	<b>76,627</b>	<b>85,517</b>
Finansinės veiklos pajamos	0,506	0,725	0,215	0,368	0,493	0,572	0,726	0,908	1,362
Finansinės veiklos sąnaudos	11,413	7,813	3,310	4,545	5,090	5,549	6,270	6,709	7,380
<b>Grynosios finansinės veiklos sąnaudos</b>	<b>10,907</b>	<b>7,088</b>	<b>3,095</b>	<b>4,177</b>	<b>4,597</b>	<b>4,977</b>	<b>5,544</b>	<b>5,801</b>	<b>6,018</b>
<b>Pelnas (nuostolis) prieš apmokestinimą</b>	<b>-3,088</b>	<b>19,668</b>	<b>21,813</b>	<b>29,996</b>	<b>38,702</b>	<b>48,098</b>	<b>56,138</b>	<b>70,826</b>	<b>79,499</b>
Pelno mokestis	1,244	5,103	3,243	4,311	5,805	7,215	8,421	10,624	11,925
<b>Ataskaitinių metų pelnas (nuostolis)</b>	<b>-4,332</b>	<b>14,565</b>	<b>18,57</b>	<b>25,685</b>	<b>32,897</b>	<b>40,883</b>	<b>47,717</b>	<b>60,202</b>	<b>67,574</b>

Šaltinis: sudaryta autorės

## 14 PRIEDAS

## AB „Pieno žvaigždės“ 2008-2016 metų pinigų srautų ataskaita, mln. Lt

<b>Straipsniai/Metai</b>	<b>2008 metai</b>	<b>2009 metai</b>	<b>2010 metai</b>	<b>2011 metai</b>	<b>2012P metai</b>	<b>2013P metai</b>	<b>2014P metai</b>	<b>2015P metai</b>	<b>2016P metai</b>
<b>Grynieji pinigų srautai iš įprastinės veiklos</b>	<b>9,428</b>	<b>101,245</b>	<b>43,641</b>	<b>38,016</b>	<b>40,205</b>	<b>45,264</b>	<b>49,109</b>	<b>58,379</b>	<b>62,917</b>
Grynasis pelnas	-4,332	14,565	18,570	25,685	32,897	40,883	47,717	60,202	67,574
Nusidėvėjimas ir amortizacija	43,105	42,576	39,798	33,413	32,589	30,633	28,795	27,068	25,444
Subsidijų amortizacija	-1,819	-0,509	-0,695	-1,069	-0,783	-0,777	-0,847	-0,932	-0,937
Palūkanų sąnaudos	11,118	7,497	3,054	4,012	3,831	3,659	3,494	3,337	3,671
Pelno mokesčio sąnaudos	1,244	5,103	3,243	4,311	0,575	0,549	0,524	0,501	0,551
Apyvartinio kapitalo pokyčiai ir kita	-39,888	32,013	-20,329	-28,336	-28,903	-29,683	-30,574	-31,797	-33,386
<b>Grynieji pinigų srautai iš investicinės veiklos</b>	<b>-31,376</b>	<b>-27,912</b>	<b>-13,01</b>	<b>-22,679</b>	<b>-22,684</b>	<b>-22,521</b>	<b>-24,563</b>	<b>-27,025</b>	<b>-27,165</b>
Investicijos ilgalaikio turto	-31,376	-27,912	-13,01	-22,679	-22,684	-22,521	-24,563	-27,025	-27,165
<b>Finansinės veiklos pinigų srautai</b>	<b>21,153</b>	<b>-69,104</b>	<b>-33,185</b>	<b>-16,946</b>	<b>-17,708</b>	<b>-19,532</b>	<b>-21,149</b>	<b>-27,256</b>	<b>-34,654</b>
Grynosios paskolų įmokos*	-39,824	-89,279	-59,146	-103,225	-89,258	-97,149	-83,452	-96,241	-41,254
Gautos paskolos ir subsidijos	72,991	28,076	46,300	111,312	81,550	87,617	72,303	80,985	21,600
Dividendai	-12,014	-5,901	-12,098	-24,947	-10,000	-10,000	-10,000	-12,000	-15,000
Kiti finansinės veiklos srautai	-	-2,000	-8,241	-0,086	-	-	-	-	-
<b>Iš viso grynujų pinigų srautų</b>	<b>-0,795</b>	<b>4,229</b>	<b>-2,554</b>	<b>-1,609</b>	<b>-0,187</b>	<b>3,211</b>	<b>3,397</b>	<b>4,098</b>	<b>1,098</b>
Pinigų likutis pradžioje	2,702	1,907	6,136	3,582	1,973	1,786	4,998	8,395	12,493
<b>Pinigų likutis pabaigoje</b>	<b>1,907</b>	<b>6,136</b>	<b>3,582</b>	<b>1,973</b>	<b>1,786</b>	<b>4,998</b>	<b>8,395</b>	<b>12,493</b>	<b>13,590</b>

Šaltinis: sudaryta autorės

## 15 PRIEDAS

## AB „Pieno žvaigždės“ ir Lietuvos pieno perdirbimo bendrovių pelningumo rodikliai, 2008-2011 metais

Rodikliai/Bendrovės	AB „Pieno žvaigždės“				AB „Rokiškio sūris“				AB „Vilkyškių pieninė“				AB „Žemaitijos pienas“			
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai
Pajamos pajamos, mln. Lt	666,289	622,447	620,255	700,924	681,821	560,395	553,760	688,025	145,405	145,744	249,969	288,927	471,829	372,825	433,693	494,426
Pokytis, proc.	0,44	-6,58	-0,35	13,01	2,54	-17,81	-1,18	24,25	11,53	0,23	71,51	15,59	1,64	-20,98	16,33	14,00
Pardavimo savikaina, mln. Lt	562,582	497,305	500,74	568,679	631,520	483,418	475,67	590,354	145,608	132,259	236,025	274,072	399,680	303,021	344,136	400,122
Pokytis, proc.	8,77	-11,60	0,69	13,57	15,03	-23,45	-1,60	24,11	35,11	-9,17	78,46	16,12	10,40	-24,18	13,57	16,27
EBIT, mln. Lt	8,030	27,165	24,867	34,008	-14,994	22,358	29,662	35,140	-8,330	7,421	4,861	14,749	-1,106	16,250	23,581	11,243
<i>Pelnas prieš apmokestinimą, mln. Lt</i>	-3,088	19,668	21,813	29,996	-21,003	20,094	28,646	33,237	-11,181	5,353	3,568	13,509	-3,889	14,297	23,095	10,565
<i>Palūkanų sąnaudos, mln. Lt</i>	11,118	7,497	3,054	4,012	6,009	2,264	1,016	1,903	2,851	2,068	1,293	1,240	2,783	1,953	0,486	0,678
EBIT pokytis, proc.	-83,80	238,29	-8,46	36,76	-133,90	249,11	32,67	18,47	-61,13	189,09	-34,50	203,41	-103,38	1569,26	45,11	-52,32
EBITDA, mln. Lt	49,316	69,232	63,970	66,352	12,785	52,272	55,413	58,771	-4,839	11,601	8,865	6,282	15,060	34,068	42,383	28,779
<i>Nusidevėjimas ir amortizacija, mln. Lt</i>	41,286	42,067	39,103	32,344	27,779	29,914	25,751	23,631	3,491	4,18	4,004	4,247	16,166	17,818	18,802	17,536
EBITDA pokytis, proc.	-43,73	40,38	-7,60	3,72	-81,53	308,85	6,01	6,06	-128,10	339,74	-23,58	-29,14	-69,53	126,22	24,41	-32,10
Grynasis pelnas, mln. Lt	-4,332	14,565	18,570	25,685	-18,327	14,989	24,561	27,653	-9,737	4,104	3,064	13,546	-3,710	11,269	19,322	9,955
Pokytis, proc.	-113,01	436,22	27,50	38,31	-153,53	181,79	63,86	12,59	-219,52	142,15	-25,34	342,10	-115,14	403,75	71,46	-48,48
Turtas, mln. Lt	401,408	335,222	325,835	333,403	361,289	347,722	322,660	447,857	109,315	102,044	102,906	122,995	201,686	182,216	190,043	222,388
Pokytis, proc.	6,58	-16,49	-2,80	2,32	8,19	-3,76	-7,21	38,80	73,32	-6,65	0,84	19,52	21,58	-9,65	4,30	17,02
Nuosavybė, mln. Lt	142,164	148,812	147,043	147,832	185,435	173,783	194,634	289,362	34,036	38,679	40,615	49,966	95,035	106,304	121,895	129,347
Pokytis, proc.	-10,31	4,68	-1,19	0,54	-18,22	-6,28	12,00	48,67	-1,11	13,64	5,01	23,02	-2,22	11,86	14,67	6,11
EBIT marža	1,21	4,36	4,01	4,85	-2,20	3,99	5,36	5,11	-5,73	5,09	1,94	5,10	-0,23	4,36	5,44	2,27
EBITDA marža	7,40	11,12	10,31	9,47	1,88	9,33	10,01	8,54	-3,33	7,96	3,55	2,17	3,19	9,14	9,77	5,82
Grynasis pelningumas	-0,650	2,340	2,994	3,664	-2,688	2,675	4,435	4,019	-6,696	2,816	1,226	4,688	-0,786	3,023	4,455	2,013
Turto pelningumas (ROA)	-1,08	4,34	5,70	7,70	-5,07	4,31	7,61	6,17	-8,91	4,02	2,98	11,01	-1,84	6,18	10,17	4,48
Nuosavo kapitalo pelningumo (ROE)	-3,05	9,79	12,63	17,37	-9,88	8,63	12,62	9,56	-28,61	10,61	7,54	27,11	-3,90	10,60	15,85	7,70
Pastovaus kapitalo pelningumo (ROIC)	3,58	14,55	12,72	13,84	-8,23	11,59	14,82	11,43	-11,16	10,54	7,90	19,46	-2,80	9,68	16,53	-0,01

Šaltinis: sudaryta autorės

## 16 PRIEDAS

## AB „Pieno žvaigždės“ ir Lietuvos pieno perdirbimo bendrovių rinkos vertės rodikliai, 2008-2011 metais

Rodikliai/Bendrovės	AB „Pieno žvaigždės“				AB „Rokiškio sūris“				AB „Vilkyškių pieninė“				AB „Žemaitijos pienas“			
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai
Pajamos pajamos, mln. Lt	666,289	622,447	620,255	700,924	681,821	560,395	553,760	688,025	145,405	145,744	249,969	288,927	471,829	372,825	433,693	494,426
Pokytis, proc.	0,44	-6,58	-0,35	13,01	2,54	-17,81	-1,18	24,25	11,53	0,23	71,51	15,59	1,64	-20,98	16,33	14,00
Pardavimo savikaina, mln. Lt	562,582	497,305	500,74	568,679	631,520	483,418	475,67	590,354	145,608	132,259	236,025	274,072	399,680	303,021	344,136	400,122
Pokytis, proc.	8,77	-11,60	0,69	13,57	15,03	-23,45	-1,60	24,11	35,11	-9,17	78,46	16,12	10,40	-24,18	13,57	16,27
Grynasis pelnas, mln. Lt	-4,332	14,565	18,570	25,685	-18,327	14,989	24,561	27,653	-9,737	4,104	3,064	13,546	-3,710	11,269	19,322	9,955
Pokytis, proc.	-113,01	436,22	27,50	38,31	-153,53	181,79	63,86	12,59	-219,52	142,15	-25,34	342,10	-115,14	403,75	71,46	-48,48
Akcijų skaičius, vnt.	54,205	54,205	54,205	54,205	42,717	38,443	38,443	35,868	11,943	11,943	11,943	11,943	48,375	48,375	48,375	48,375
Paskutinė akcijos kaina	2,040	2,940	5,110	5,832	1,73	3,00	6,187	4,482	0,600	2,400	5,939	4,143	0,600	1,030	2,414	2,345
EV, mln. Lt	298,765	280,989	386,606	450,271	195,298	113,742	277,399	221,891	57,956	69,172	101,094	84,930	82,165	67,185	129,102	146,154
<i>Kapitalizacija, mln. Lt</i>	<i>110,578</i>	<i>159,363</i>	<i>276,988</i>	<i>316,124</i>	<i>73,900</i>	<i>115,329</i>	<i>237,847</i>	<i>160,760</i>	<i>7,166</i>	<i>28,663</i>	<i>70,929</i>	<i>49,480</i>	<i>29,025</i>	<i>49,826</i>	<i>116,777</i>	<i>113,439</i>
<i>Igalaikė ir trumpalaikė finansinė skola, mln. Lt</i>	<i>190,094</i>	<i>127,762</i>	<i>113,2</i>	<i>136,12</i>	<i>124,640</i>	<i>99,600</i>	<i>59,076</i>	<i>71,707</i>	<i>50,826</i>	<i>40,886</i>	<i>30,320</i>	<i>35,648</i>	<i>62,189</i>	<i>41,988</i>	<i>21,091</i>	<i>42,271</i>
<i>Pinigai ir pinigų ekvivalentai, mln. Lt</i>	<i>1,907</i>	<i>6,136</i>	<i>3,582</i>	<i>1,973</i>	<i>3,242</i>	<i>101,187</i>	<i>19,524</i>	<i>10,576</i>	<i>0,036</i>	<i>0,377</i>	<i>0,155</i>	<i>0,198</i>	<i>9,049</i>	<i>24,629</i>	<i>8,766</i>	<i>9,556</i>
EV pokytis, proc.	-	-5,95	37,59	16,47	-	-41,76	143,88	-20,01	-	19,35	46,15	-15,99	-	-18,23	92,16	13,21
Dividendai, mln. Lt	12,014	5,901	12,098	24,947	9,902	-	3,844	3,688	2,03	-	1,194	2,866	-	0,126	-	2,5
Pelnas tenkantis akcijai, Lt	-0,08	0,27	0,34	0,47	-0,43	0,39	0,64	0,77	-0,82	0,34	0,26	1,13	-0,08	0,23	0,40	0,21
Kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E)	-25,53	10,94	14,92	12,31	-4,03	7,69	9,68	5,81	-0,74	6,98	23,15	3,65	-7,82	4,42	6,04	11,40
Akcijos buhalterinės vertė	2,62	2,75	2,71	2,73	4,34	4,52	5,06	8,07	2,85	3,24	3,40	4,18	1,96	2,20	2,52	2,67
Verslo vertės ir EBITDA santykis (EV/EBITDA)	6,06	4,06	6,04	6,79	15,28	2,18	5,01	3,78	-11,98	5,96	11,40	13,52	5,46	1,97	3,05	5,08
P/BV	0,78	1,07	1,88	2,14	0,40	0,66	1,22	0,56	0,21	0,74	1,75	0,99	0,31	0,47	0,96	0,88
P/S	0,17	0,26	0,45	0,45	0,11	0,21	0,43	0,23	0,05	0,20	0,28	0,17	0,06	0,13	0,27	0,23
EV/S	0,45	0,45	0,62	0,64	0,29	0,20	0,50	0,32	0,40	0,47	0,40	0,29	0,17	0,18	0,30	0,30
Pelno dalis dividendams	-	40,51	65,15	97,13	-54,03	-	15,65	13,34	-20,85	-	38,97	21,16	-	1,12	-	25,11
Dividendų pelningumas	10,86	3,70	4,37	7,89	13,40	-	1,62	2,29	28,33	-	1,68	5,79	-	0,25	-	2,20

Šaltinis: sudaryta autorės



## 17 PRIEDAS

## Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių 2008-2011 metų veiklos pokytis

Bendrovės/ Rodikliai	Pardavimo pokytis, proc.				EBITDA pokytis, proc.				EBIT pokytis, proc.				Pelno prieš mokesčius pokytis, proc.				Grynojo pelno pokytis, proc.			
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai
Milkiland NV	63,95	-26,04	29,24	8,94	96,53	-40,20	37,26	-25,62	93,67	-45,50	56,86	-39,60	-28,82	-19,64	n.d.	-26,36	-49,30	30,22	n.d.	-33,92
Albalact S.A.	20,63	21,99	13,87	30,72	2,93	39,35	-31,03	n.d.	-17,52	36,79	-57,28	n.d.	-79,38	n.d.	-58,05	n.d.	-81,58	n.d.	-77,73	n.d.
Bongrain SA	3,98	-7,76	8,86	11,51	0,06	8,95	17,11	-7,32	0,17	3,53	44,99	-8,63	-30,43	44,51	56,89	-27,13	-76,51	17,17	82,93	-46,42
Dairy Crest Group	4,96	-1,09	-1,55	1,72	50,17	-10,06	-12,89	-68,09	53,25	-19,38	-2,28	-94,51	56,36	-24,61	0,00	n.d.	38,60	-28,38	6,48	n.d.
Parmalat S.P.A	1,21	1,39	8,48	4,42	-64,24	n.d.	-38,45	-13,90	-71,19	n.d.	-49,88	-7,48	-2,85	-12,05	-48,80	-5,13	-0,04	-22,89	-45,66	-20,46
Central Del Latte Di Tori	4,81	-5,89	3,08	1,96	-30,11	45,62	-5,24	-27,06	-83,09	n.d.	-14,72	-81,86	n.d.	n.d.	-15,70	n.d.	n.d.	n.d.	25,12	n.d.
Danone S.A.	19,13	-1,56	13,54	13,57	29,25	14,52	2,09	6,97	32,38	16,92	0,70	6,80	17,09	26,14	23,10	-2,17	-68,59	3,66	37,40	-10,64
Glanbia	1,16	-18,00	18,38	23,28	13,54	26,27	-0,61	6,85	27,33	43,23	-4,75	6,23	31,45	43,02	-5,81	2,95	31,03	73,72	-4,11	3,82
Unilever Plc	14,47	-2,76	15,51	n.d.	34,33	-27,07	22,26	n.d.	34,33	-27,07	22,26	n.d.	30,94	-35,50	27,94	n.d.	21,33	-37,98	26,89	n.d.
Nestle	2,19	-2,08	1,96	-23,77	45,72	-28,99	n.d.	-62,20	52,62	-34,25	n.d.	-66,52	54,33	-33,64	n.d.	-66,95	69,40	-42,19	n.d.	-72,29
Vidurkis	<b>13,65</b>	<b>-4,18</b>	<b>11,14</b>	<b>8,04</b>	<b>17,82</b>	<b>3,15</b>	<b>-1,06</b>	<b>-23,80</b>	<b>12,20</b>	<b>-3,22</b>	<b>-0,46</b>	<b>-35,70</b>	<b>5,41</b>	<b>-1,47</b>	<b>-2,55</b>	<b>-20,80</b>	<b>-12,85</b>	<b>-0,83</b>	<b>6,42</b>	<b>-29,99</b>
Mediana	<b>4,89</b>	<b>-2,42</b>	<b>11,20</b>	<b>8,94</b>	<b>21,40</b>	<b>8,95</b>	<b>-0,61</b>	<b>-19,76</b>	<b>29,86</b>	<b>-7,93</b>	<b>-2,28</b>	<b>-24,12</b>	<b>17,09</b>	<b>-15,85</b>	<b>-2,91</b>	<b>-15,75</b>	<b>-0,04</b>	<b>-9,62</b>	<b>15,80</b>	<b>-27,19</b>

Šaltinis: sudaryta pagal Infinancials, 2012

## 18 PRIEDAS

## Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių 2008-2011 metų pelningumo rodikliai

Bendrovės/ Rodikliai	Grynasis pelningumas				EBITDA marža				EBIT marža				ROA				ROE			
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai
Milkiland NV	2,30	4,05	8,42	5,11	19,45	15,73	16,70	11,40	15,06	11,10	13,47	7,47	4,01	4,53	9,64	4,83	25,93	28,17	28,21	10,40
Albalact S.A.	0,31	1,12	0,22	1,67	9,61	10,98	6,65	15,23	4,01	4,49	1,69	2,74	0,37	1,44	0,30	2,77	0,70	3,07	0,68	6,56
Bongrain SA	1,07	1,36	2,28	1,10	5,69	6,72	7,23	6,01	2,62	2,94	3,92	3,21	1,35	1,60	2,91	1,47	3,83	4,43	7,64	3,92
Dairy Crest Group	4,58	3,31	3,58	-1,05	10,68	9,71	8,59	2,70	7,58	6,18	6,13	0,33	5,89	4,37	4,93	-1,48	20,52	16,82	17,55	-5,35
Parmalat S.P.A	17,21	13,09	6,56	4,99	8,10	19,78	11,22	9,25	5,83	16,82	7,77	6,88	15,06	11,58	6,11	4,75	24,53	17,13	8,37	6,24
Central Del Latte Di Tori	-1,17	0,81	0,99	-0,99	6,16	9,53	8,76	6,27	0,83	3,89	3,22	0,57	-1,05	0,67	0,86	-0,89	-3,04	2,01	2,44	-2,48
Danone S.A.	8,63	9,08	10,99	8,65	17,83	20,74	18,65	17,56	14,37	17,07	15,14	14,24	4,82	5,07	6,80	5,91	14,87	12,43	14,84	13,90
Glanbia	3,51	6,16	4,99	4,20	7,51	11,56	9,70	8,41	5,31	9,27	7,46	6,43	5,96	7,90	7,15	6,46	35,04	44,12	30,50	24,04
Unilever Plc	11,37	7,25	7,96	9,15	17,89	13,42	14,20	14,60	17,89	13,42	14,20	14,60	15,89	9,38	10,58	13,16	41,71	26,96	27,60	39,44
Nestle	16,41	9,69	31,20	11,34	25,50	18,49	39,66	19,66	25,50	14,65	36,30	15,95	16,33	9,61	30,76	8,41	35,28	20,92	61,80	15,99
Vidurkis	<b>6,42</b>	<b>5,59</b>	<b>7,72</b>	<b>4,42</b>	<b>12,84</b>	<b>13,67</b>	<b>14,14</b>	<b>11,11</b>	<b>9,90</b>	<b>9,98</b>	<b>10,93</b>	<b>7,24</b>	<b>6,86</b>	<b>5,62</b>	<b>8,00</b>	<b>4,54</b>	<b>19,94</b>	<b>17,61</b>	<b>19,96</b>	<b>11,27</b>
Mediana	<b>4,05</b>	<b>5,11</b>	<b>5,78</b>	<b>4,60</b>	<b>10,15</b>	<b>12,49</b>	<b>10,46</b>	<b>10,33</b>	<b>6,71</b>	<b>10,19</b>	<b>7,62</b>	<b>6,66</b>	<b>5,36</b>	<b>4,80</b>	<b>6,46</b>	<b>4,79</b>	<b>22,53</b>	<b>16,98</b>	<b>16,20</b>	<b>8,48</b>

Šaltinis: sudaryta pagal Infincials, 2012

## 19 PRIEDAS

## Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių 2008-2011 metų rinkos vertės rodikliai

Bendrovės/ Rodikliai	P/E				P/BV				EV/S				EV/EBITDA				EV/EBITDA			
	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai	2008 metai	2009 metai	2010 metai	2011 metai
Milkiland NV	n.d.	n.d.	16,28	6,83	n.d.	n.d.	3,03	0,61	n.d.	n.d.	1,56	0,52	n.d.	n.d.	9,33	4,55	n.d.	n.d.	11,56	6,95
Albalact S.A.	n.d.	94,00	275,94	19,82	n.d.	2,85	1,85	1,27	n.d.	1,34	0,79	0,43	n.d.	12,18	11,82	2,85	n.d.	29,76	46,64	15,85
Bongrain SA	19,43	17,07	10,59	15,73	0,75	0,74	0,78	0,61	0,34	0,33	0,34	0,28	6,01	4,96	4,76	4,67	13,04	11,33	8,79	8,74
Dairy Crest Group	4,65	9,18	8,33	n/m	1,00	1,71	1,31	1,62	0,49	0,53	0,50	0,48	4,56	5,46	5,82	17,87	6,43	8,56	8,15	145,65
Parmalat S.P.A	2,92	6,44	12,60	10,41	0,70	1,03	1,01	0,63	0,29	0,50	0,50	0,19	3,55	2,53	4,44	2,02	4,92	2,98	6,41	2,72
Central Del Latte Di Tori	n.d.	29,97	24,03	n/m	0,54	0,60	0,58	0,43	0,51	0,57	0,54	0,48	8,28	5,93	6,21	7,61	60,14	14,52	16,89	83,21
Danone S.A.	16,90	19,31	16,29	17,46	2,57	1,98	2,55	2,41	2,19	2,19	2,22	1,87	12,26	10,57	11,92	10,65	15,21	12,85	14,68	13,13
Glanbia	8,01	7,53	9,99	12,11	2,86	2,92	2,59	2,63	0,49	0,71	0,69	0,69	6,50	6,13	7,11	8,22	9,19	7,65	9,25	10,75
Unilever Plc	10,13	49,52	39,05	17,22	4,27	13,78	8,85	5,12	1,28	3,74	3,23	1,81	7,17	27,89	22,70	12,39	7,17	27,89	22,70	12,39
Nestle	8,31	16,71	5,21	18,06	2,96	3,56	2,88	3,02	1,54	1,83	1,67	2,24	6,04	9,90	4,20	11,38	7,05	12,50	4,59	14,03
Vidurkis	<b>10,05</b>	<b>27,75</b>	<b>41,83</b>	<b>14,71</b>	<b>1,96</b>	<b>3,24</b>	<b>2,54</b>	<b>1,84</b>	<b>0,89</b>	<b>1,30</b>	<b>1,20</b>	<b>0,90</b>	<b>6,80</b>	<b>9,51</b>	<b>8,83</b>	<b>8,22</b>	<b>15,39</b>	<b>14,23</b>	<b>14,97</b>	<b>31,34</b>
Mediana	<b>8,31</b>	<b>17,07</b>	<b>14,44</b>	<b>16,48</b>	<b>1,79</b>	<b>1,98</b>	<b>2,20</b>	<b>1,45</b>	<b>0,50</b>	<b>0,71</b>	<b>0,74</b>	<b>0,50</b>	<b>6,27</b>	<b>6,13</b>	<b>6,66</b>	<b>7,92</b>	<b>8,18</b>	<b>12,50</b>	<b>10,41</b>	<b>12,76</b>

Šaltinis: sudaryta pagal Infinansials, 2012

## 20 PRIEDAS

## Prognozuojami AB „Pieno žvaigždės“ ir Europos šalių pieno perdirbimo bendrovių rinkos vertės rodikliai

Bendrovės/Rodikliai	Kapitalizacija, mln.EUR	EV, mln. EUR	P/E			P/S			EV/S			EV/EBITDA		
			2012 metai	2013 metai	2014 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai	2012 metai	2013 metai	2014 metai
AB „Pieno žvaigždės“	344,202	463,262	10,46	8,42	7,21	0,46	0,42	0,39	0,61	0,57	0,53	6,23	5,73	5,42
Milkiland NV	118,00	166,00	5,53	4,88	4,11	0,38	0,36	0,34	0,58	0,54	0,51	4,22	3,93	3,66
Albalact S.A.	19,00	27,00	19,29	7,94	6,12	0,23	0,20	0,18	0,33	0,30	0,26	5,58	4,32	3,70
Bongrain SA	623,00	1.056,00	8,58	8,11	7,64	0,15	0,15	0,14	0,26	0,25	0,24	4,05	3,89	3,79
Dairy Crest Group	604,00	1.014,00	11,82	10,81	9,69	0,35	0,35	0,35	0,56	0,56	0,56	8,22	7,73	7,39
Parmalat S.P.A	3.059,00	1.566,00	13,85	12,84	12,37	0,60	0,55	0,53	0,30	0,27	0,27	3,61	3,17	3,08
Central Del Latte Di Tori	15,00	47,00	n.d.	51,33	25,67	0,14	0,14	0,14	0,46	0,44	0,43	6,76	6,31	5,91
Danone S.A.	31.254,00	38.202,00	16,14	15,07	13,84	1,53	1,42	1,35	1,84	1,71	1,62	10,57	9,96	9,35
Glanbia	2.364,00	2.852,00	15,06	14,35	13,00	0,82	0,99	0,91	1,02	1,20	1,13	11,79	12,13	10,88
Unilever Plc	84.002,00	94.864,00	18,70	17,47	16,30	1,66	1,59	1,50	1,86	1,78	1,69	11,60	10,91	10,26
Nestle	154.055,00	167.07,00	17,62	16,46	15,17	2,05	1,92	1,82	2,19	2,04	1,93	11,58	10,73	10,00
Vidurkis	<b>27.611,30</b>	<b>15.532,67</b>	<b>14,07</b>	<b>15,93</b>	<b>12,39</b>	<b>0,81</b>	<b>0,64</b>	<b>0,60</b>	<b>0,94</b>	<b>0,91</b>	<b>0,86</b>	<b>7,80</b>	<b>7,31</b>	<b>6,80</b>
Mediana	<b>1.493,50</b>	<b>1.056,00</b>	<b>15,06</b>	<b>13,595</b>	<b>12,685</b>	<b>0,49</b>	<b>0,36</b>	<b>0,35</b>	<b>0,57</b>	<b>0,55</b>	<b>0,535</b>	<b>7,49</b>	<b>7,02</b>	<b>6,65</b>

Šaltinis: sudaryta pagal Infinansials, 2012

## 2012 metų III ketv. Lietuvos bendrovių rinkos vertės rodikliai

Rodikliai/Bendrovės	AB „Pieno žvaigždės“	AB „Rokiškio sūris“	AB „Vilkyškių pieninė“	AB „Žemaitijos pienas“	Vidurkis
Pajamos	566,979	581,697	216,372	371,450	-
EBITDA	50,689	40,672	11,219	30,306	-
Grynasis pelnas	19,731	20,174	5,428	14,397	-
Nuosavybė	136,979	304,791	57,721	143,744	-
Akcijų skaičius	49,634	35,868	11,943	48,375	-
Paskutinė kaina, Lt (P)	6,350	4,593	4,246	2,050	-
EV	445,234	239,185	111,715	115,926	-
Kapitalizacija (P*Akcijų skaičius)	315,176	164,742	50,710	99,169	-
Ilgalaikė ir trumpalaikė finansinė skola	138,171	77,779	61,551	23,12	-
pinigai ir pinigų ekvivalentai	8,113	3,336	0,546	6,363	-
<b>Kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E)</b>	15,97	8,17	9,34	6,89	8,13
P/BV	2,30	0,54	0,88	0,69	0,70
P/S	0,56	0,28	0,23	0,27	0,26
<b>Verslo vertės ir EBITDA santykis (EV/EBITDA)</b>	8,78	5,88	9,96	3,83	6,55
EV/S	0,79	0,41	0,52	0,31	0,41

Šaltinis: sudaryta autorės

