



VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS

VERSLO VADYBOS FAKULTETAS

FINANSŲ INŽINERIJOS KATEDRA

Ričardas Jasmontas

**ADEKVAČIŲ VERSLO VERTINIMO METODŲ TAIKYMAS PIENO
PERDIRBIMO ĮMONĖJE**

**APPLICATION OF ADEQUATE BUSINESS VALUATION METHODS IN
MILK PROCESSING ENTERPRISE**

Baigiamasis magistro darbas

Verslo vadybos studijų programa, valstybinis kodas 62403S121

Verslo vertės valdymo specializacija

Vadybos ir administravimo mokslo kryptis

Vilnius, 2011

VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS

VERSLO VADYBOS FAKULTETAS

FINANSŲ INŽINERIJOS KATEDRA

TVIRTINU

Katedros vedėjas

(parašas)

Rima Tamošiūnienė
(vardas, pavardė)

(data)

Ričardas Jasmontas

**ADEKVAČIŲ VERSLO VERTINIMO METODŲ TAIKYMAS PIENO
PERDIRBIMO ĮMONĖJE**

**APPLICATION OF ADEQUATE BUSINESS VALUATION METHODS IN
MILK PROCESSING ENTERPRISE**

Baigiamasis magistro darbas

Verslo vadybos studijų programa, valstybinis kodas 62403S121

Verslo vertės valdymo specializacija

Vadybos ir administravimo mokslo kryptis

Vadovas doc. dr. Rima Tamošiūnienė
(Moksl. laipsnis, vardas pavardė)

(Parašas)

(Data)

Konsultantas doc. dr. A. Kaulakienė
(Moksl. laipsnis, vardas pavardė)

(Parašas)

(Data)

Konsultantas _____
(Moksl. laipsnis, vardas pavardė)

(Parašas)

(Data)

Vilnius, 2011

VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS
VERSLO VADYBOS FAKULTETAS
FINANSŲ INŽINERIJOS KATEDRA

Socialinių mokslų mokslo sritis

Vadybos ir administravimo mokslo kryptis

Vadybos ir verslo administravimo studijų kryptis

Verslo vadybos studijų programa, valstybinis kodas 62403S121

Verslo vertės valdymo specializacija

TVIRTINU

Katedros vedėjas

(parašas)

Rima Tamošiūnienė
(vardas, pavardė)

(data)

**BAIGIAMOJO MAGISTRO DARBO
UŽDUOTIS**

2009-10-17 Nr.

Vilnius

Studentui

Ričardui Jasmontui

(vardas, pavardė)

Baigiamojo darbo tema **Adekvačių verslo vertinimo metodų taikymas pieno perdirbimo
įmonėje**

patvirtinta 2009 m. spalio mėn. 14 d. dekanų potvarkiu Nr. 367vv

Baigiamojo darbo užbaigimo terminas 2011 m. birželio mėn. 13 d.

BAIGIAMOJO DARBO UŽDUOTIS:

Pasitelkiant mokslinę literatūrą apibūdinti verslo vertinimo sampratą, tikslus, metodus. Nustatyti pagrindinius veiksnius, įtakojančius įmonės verslo vertę. Išanalizavus mokslinėje literatūroje aprašomus verslo vertės nustatymo metodus, parinkti adekvačius verslo vertinimo metodus bei juos pritaikyti, nustatant AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę.

.....
.....

Baigiamojo darbo rengimo konsultantai:

.....

(Moksl. laipsnis, vardas pavardė)

Vadovas

.....
(parašas)

doc. dr. Rima Tamošiūnienė

(Moksl. laipsnis, vardas pavardė)

Užduotį gavau

.....
(parašas)

Ričardas Jasmontas
(vardas, pavardė)

2009 – 10 - 17
(data)

(Baigiamojo darbo sąžiningumo deklaracijos forma)

VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS

Ričardas Jasmontas, 20076409

(Studento vardas ir pavardė, studento pažymėjimo Nr.)

Verslo vadybos fakultetas

(Fakultetas)

Verslo vadybos studijų programa, VVVmit-9

(Studijų programa, akademinė grupė)

**BAIGIAMOJO DARBO (PROJEKTO)
SĄŽININGUMO DEKLARACIJA**

2011 m. _____ d.

(Data)

Patvirtinu, kad mano baigiamasis darbas (projektas) tema „**Adekvачių verslo vertinimo metodų taikymas pieno perdirbimo įmonėje**“ patvirtintas 2009 m. spalio 14 d. dekanų potvarkiu Nr. 367vv, yra savarankiškai parašytas. Šiame darbe (projekte) pateikta medžiaga nėra plagijuota. Tiesiogiai ar netiesiogiai panaudotos kitų šaltinių citatos pažymėtos literatūros nuorodose.

Prenkant ir įvertinant medžiagą bei rengiant baigiamąjį darbą (projektą), mane konsultavo mokslininkai ir specialistai: _____

Mano darbo (projekto) vadovas doc. dr. Rima Tamošiūnienė

Kitų asmenų indėlio į parengtą baigiamąjį darbą (projektą) nėra. Jokių įstatymų nenumatytų piniginių sumų už šį darbą niekam nesu mokėjęs(-usi).

(Parašas)

(Vardas ir pavardė)

Vilniaus Gedimino technikos universitetas

Verslo vadybos fakultetas

Finansų inžinerijos katedra

ISBN ISSN

Egz. sk. 2

Data 2011-06-13

Verslo vadybos studijų programos baigiamas magistro darbas

Pavadinimas **Adekvачių verslo vertinimo metodų taikymas pieno perdirbimo įmonėje**

Autorius **Ričardas Jasmontas**

Vadovas doc. dr. **Rima Tamošiūnienė**

Kalba

☒ X

lietuvių

☐

užsienio

Anotacija

Verslo sektoriaus globalizacija, konsolidacija, internacionalizavimas ir kitos šiuolaikinės tendencijos lemia vertės nustatymo ir vertinimo būtinybę, todėl baigiamajame magistro darbe išnagrinėti plačiai taikomi verslo vertės vertinimo metodai, jų taikymo privalumai ir trūkumai, taip pat parinkti tinkamiausi vertinimo metodai vertinant AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę. Pirmoje darbo dalyje, pasitelkus mokslinę literatūrą išnagrinėti pagrindiniai verslo vertės nustatymo metodai. Išanalizavus pagrindinių verslo vertės nustatymo metodų privalumus ir trūkumus, pasirinkti diskontuotų pinigų srautų ir ekonominės vertės metodai AB „Pieno žvaigždės“ vertei nustatyti. Antroje dalyje atlikta AB „Pieno žvaigždės“ veiklos bei finansinė analizė, palyginamoji pieno perdirbimo sektoriaus įmonių finansinių rodiklių analizė. Trečioje dalyje pritaikius diskontuotų pinigų srautų bei ekonominės vertės metodus nustatyta AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė. Apskaičiuotos vertės grafiškai palyginamos su rinkos verte, apibendrinami gauti rezultatai, pateikiamos baigiamojo darbo išvados.

Darbo apimtis – 78 p. teksto be priedų, 8 iliustr., 20 lent., 50 bibliografinių šaltinių.

Atskirai pridedami darbo priedai.

Prasminiai žodžiai: verslo vertės nustatymo metodai, diskontuotų pinigų srautų metodas, ekonominės vertės metodas, vidutinė svertinė kapitalo kaina, finansinė analizė

Vilnius Gediminas Technical University
Faculty of Business Management
Department of Finance Engineering

ISBN ISSN
Copies No. 2
Date 20011-06-13

Business management study program master thesis.

Title: **Application of adequate business valuation methods in milk processing enterprise**

Author **Ričardas Jasmontas**

Academic supervisor **doc. dr. Rima Tamošiūnienė**

Thesis language

☒ X

Lithuanian

☐

Foreign (English)

Annotation

Globalization, consolidation, internationalization and other contemporary tendencies of business sector determine the necessity of valuation and ranking, therefore in this final Master's thesis there were examined widely applied methods of business value evaluation, advantages and disadvantages of their application, as well as selected the most suitable evaluation methods assessing joint-stock company's „Pieno žvaigždės“ business value. The first part of the work, with the help of scientific literature, analyzes the main methods of business value evaluation. After the analysis of the advantages and disadvantages of the main methods of business value evaluation, the methods of discounted cash flow and economic value were selected to assess the value of the joint-stock company „Pieno žvaigždės“. In the second part of the work performance and financial analysis were carried out as well as the analysis of financial indicators of comparative milk processing sector's companies. In the third part of the work after applying the methods of discounted cash flow and economic value the business value of the joint-stock company „Pieno žvaigždės“ was assessed. The assessed values were graphically compared to the market value, received results were generalized and the conclusions of the final work were submitted.

Thesis consists of: 78 p. without the appendix - 8 illustrations, 20 tables, 50 bibliographical sources.

Appendixes included.

Keywords: business valuation techniques, discounted cash flow method, the economic value method, the weighted average cost of capital, financial analysis

TURINYS

LENTELIŲ SĄRAŠAS	8
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS.....	9
1. VERSLO VERTĖS NUSTATYMO SISTEMA.....	12
1.1. Verslo vertės samprata ir vertinimo tikslai	12
1.2. Verslo vertinimo principai	14
1.3. Pagrindiniai turto ir verslo vertinimo metodai.....	17
1.3.1. Plačiausiai taikomi vertės nustatymo metodai	19
1.3.2. Kiti vertinimo metodai	21
1.4. Verslo vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu	24
1.4.1. Metodo esmė, privalumai(trūkumai) bei taikymo galimybės.....	24
1.4.2. Pagrindiniai diskontuotų pinigų srautų metodo komponentai	28
1.4.3. Diskonto normos nustatymas	32
1.5. Ekonominio pelno metodas	35
1.6. Tinkamo verslo vertės nustatymo metodo pasirinkimas.....	36
1.7. Verslo vertę lemiantys veiksniai	37
1.8. Verslo vertės poveikis įmonės valdymui	44
2. AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ FINANSINĖS VEIKLOS ANALIZĖ.....	46
2.1. AB „Pieno žvaigždės“ veikla.....	46
2.2. Išorinės aplinkos analizė	50
2.3. Vidinės aplinkos analizė	55
2.4. Finansinė analizė.....	57
3. AB PIENO ŽVAIGŽDĖS VERTĖS NUSTATYMAS	63
3.1. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas taikant diskontuotų pinigų srautų metodą	63
3.2. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas taikant ekonominio pelno metodą	71
3.3. AB „Pieno žvaigždės“ gautų verčių palyginimas	72
IŠVADOS	74
LITERATŪRA	76
PRIEDAI	79

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Verčių pavadinimai, dažniausiai vartojami mokslinėje literatūroje	13
2 lentelė. Vartotojų grupių vertinimo tikslai	14
3 lentelė. Gamybos veiksniai ir kompensacija už juos	16
4 lentelė. Kiti vertinimo metodai	22
5 lentelė. Ekonominio pelno metodo privalumai ir trūkumai	36
6 lentelė. Vertinimo metodo naudojimas, atsižvelgiant į vertinimo tikslą	36
7 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ pagrindinių akcininkų sąrašas	48
8 lentelė. Pieno perdirbėjų pardavimai 2006-2010 m.	50
9 lentelė. Pieno sektoriaus dalyvių veiklos rezultatai 2006 - 2010 m.	50
10 lentelė. Strateginės konkurentų grupės	51
11 lentelė. Pieno perdirbėjų stipriųjų ir silpnųjų pusių analizė	54
12 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ stipriosios ir silpnosios savybės	56
13 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ galimybės ir grėsmės	57
14 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ pardavimų prognozės 2011-2015 m.	65
15 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojami 2011-2015 m. laisvieji pinigų srautai	66
16 lentelė. 2001-2010 m. OMX Vilnius indekso vertė ir pokytis	68
17 lentelė. Pagrindiniai rodikliai apskaičiuojant vidutinę svertinę kainą	69
18 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ vertės apskaičiavimas diskontuotų pinigų srautų metodu	70
19 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ – ekonominio pelno skaičiavimas 2011 – 2015 m.	72
20 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ – vertės nustatymas ekonominio pelno metodu	72

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav.	Verslo vertinimo diskontuotų pinigų srautų metodu modelis _____	24
2 pav.	Laisvą pinigų srautą lemiantys veiksniai _____	29
3 pav.	Įmonės pinigų srautų prognozavimo etapai _____	31
4 pav.	Verslo vertę lemiantys veiksniai _____	42
5 pav.	AB „Pieno žvaigždės“ įstatinio kapitalo struktūra 2010 m. pabaigoje _____	49
6 pav.	Pieno sektoriaus dalyvių grynojo pelno svyravimai 2006 - 2010 m. _____	51
7 pav.	2001-2010 m. OMX Vilnius indekso vertė _____	68
8 pav.	AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės palyginimas _____	73

IVADAS

Tiriamąo darbo aktualumas. Prieš 20 metų Lietuvai tapus nepriklausoma valstybe bei žengus pirmuosius žingsnius rinkos ekonomikos link, įmonės, įstaigos ir organizacijos buvo valstybinės. Prasidėjus masiniam turto privatizavimui, atsirado poreikis įvertinti įmones bei jų turimą turtą. Lietuvoje turto ir verslo vertinimo sistema vis dar tobulinama, kadangi ši sistema privalo atitikti tarptautinius turto ir verslo vertinimo standartus. Tobulai suderinta sistema paskatins užsienio investicijų pritraukimą į Lietuvą.

Verslo ar įmonės vertė domina įvairius privataus verslo atstovus. Verslo vertinimas reikalingas tuomet, kai keičiasi verslo savininkai, verslas užstatomas, sujungiamas ar išskaidomas į dalis, t.y. vykdant įmonės restruktūrizaciją ar reorganizaciją. Jis taip pat reikalingas bankrutuojančios įmonės įvertinimui bei kitais atvejais, susijusiais su įmonės struktūros ar statuso pokyčiais. Verslo vertinimo tikslas - padėti priimant sprendimus, susijusius su turto pirkimu ar pardavimu, vidinės strategijos pakeitimu. Kuo teisingiau nustatoma verslo vertė, tuo ji lengviau valdoma, kas savo ruožtu padeda pasiekti maksimalų efektyvumą nukreipiant turimus išteklius į tas sritis, kurios juos geriausiai panaudoja. Racionalus verslo valdymas svarbus pritraukiant kapitalą, įsisavinant naujus produktus bei integruojantis į naujas rinkas. Neteisingas verslo vertės nustatymas bei blogas jo valdymas neleidžia racionaliai paskirstyti turimų išteklių, o tai kenkia galutiniam veiklos rezultatui.

Vakarų šalyse sukurta daug įvairių verslo vertinimo metodų. Lietuvoje tokios patirties ir literatūros, nagrinėjančios verslo vertinimo klausimus nėra pakankamai, todėl belieka pasinaudoti labiau šioje srityje pažengusių valstybių taikomais verslo vertinimo metodais bei pritaikyti juos Lietuvos verslui.

Tyrimo problemos. Verslo sektoriaus globalizacija, konsolidacija, internacionalizavimas ir kitos šiuolaikinės tendencijos lemia vertės nustatymo ir vertinimo būtinybę, todėl yra itin aktualu išnagrinėti plačiai paplitusius vertės vertinimo metodus, jų taikymo privalumus ir trūkumus, taip pat parinkti tinkamiausią vertinimo metodą vertinant atitinkamą verslo objektą. Verslo vertinimo problema Lietuvoje tapo aktuali, nes šių dienų verslo vertės nustatymo praktika ne visuomet remiasi sisteminio vertinimo principais bei užsienio šalių praktika. Norint sukurti efektyvią verslo vertinimo sistemą, reikia atlikti teorinius ir metodologinius tyrimus, kurie padėtų atsakyti į klausimą, kuris verslo vertės nustatymo metodas yra tinkamiausias Lietuvos verslui.

Tyrimo objektas. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės nustatymas taikant diskontuotų pinigų srautų bei ekonominės vertės metodus.

Baigiamojo darbo tikslas – išanalizuoti mokslinėje literatūroje aprašytus ir praktikoje taikomus įmonės verslo vertės nustatymo metodus ir parinkus tinkamiausius pritaikyti juos nustatant AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę.

Darbo tikslui pasiekti formuluojami šie darbo uždaviniai:

- apibūdinti verslo vertinimo sampratą, aprašytą mokslinėje metodinėje literatūroje;
- nustatyti pagrindinius veiksnius, įtakančius įmonės verslo vertę;
- išnagrinėti teorinius vertės vertinimo principus ir taikomus verslo vertės nustatymo metodus;
- atlikti AB „Pieno žvaigždės“ finansinių rodiklių analizę, siekiant juos palyginti su analogiškais konkurentų rodikliais, o taip pat prognozuojant įmonės finansinius rodiklius 2011 – 2015 metams;
- parinkti adekvačius verslo vertės nustatymo metodus AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertei nustatyti;
- šių metodų pagalba nustatyti realią AB „Pieno žvaigždės“ vertę ir palyginti ją su rinkoje egzistuojančia verte.

Tyrimo metodai.

1. Darbe verslo vertė išnagrinėta įvairių vertinimo metodologijų pagrindu. Atlikta išsami informacijos šaltinių, Lietuvos ir užsienio mokslinės literatūros šaltinių analizė. Išnagrinėti pagrindiniai verslo vertės nustatymo metodai.

2. Darbe atliktas įmonės vertinimas, taikant diskontuotų pinigų srautų bei ekonominės vertės metodus. Analizės rezultatai iliustruojami grafiškai.

Tyrimo struktūra. Darbas susideda iš trijų dalių.

Pirmojoje dalyje, pasitelkus pagrindinius teisės aktus, reglamentuojančius turto vertinimą, išnagrinėta turto ir verslo vertinimo situacija Lietuvoje, išanalizuoti verslo vertės vertinimo pagrindai, padedantys suprasti verslo vertinimo esmę.

Antroje dalyje atlikta AB „Pieno žvaigždės“ veiklos bei finansinė analizė, palyginamoji pieno perdirbimo sektoriaus įmonių finansinių rodiklių analizė.

Trečiojoje dalyje pritaikius diskontuotų pinigų srautų bei ekonominės vertės metodus nustatyta AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė. Apskaičiuotos vertės grafiškai palyginamos su rinkos verte, apibendrinami gauti rezultatai, pateikiamos baigiamojo darbo išvados.

1. VERSLO VERTĖS NUSTATYMO SISTEMA

1.1. Verslo vertės samprata ir vertinimo tikslai

Lietuvos Respublikos Vyriausybės patvirtintoje Turto vertinimo metodikoje, verslo vertinimas įvardijamas kaip nešališkas verslo vertės apskaičiavimas, apimantis vertinamo verslo aprašymą, vertintojo nuomonę apie turto būklę, jo tinkamumą naudoti bei tikėtiną piniginę vertę rinkoje [25].

Vertės apibrėžimas priklauso nuo to, koks yra vertinimo tikslas bei įmonės tipas. Nėra vieno teisingo vertės sąvokos apibrėžimo. Toliau pateikiami skirtingų autorių vertės sąvokos apibrėžimai.

Pagal CFA institute „vertės nustatymas - tai turto vertės nustatymas, paremtas kintamaisiais, susijusiais su investicijų ateities pelnu arba lyginimu su panašiu turtu" [12].

Pagal Damodaran vertė - „žinojimas, kiek turtas yra vertas ir kas daro įtaką tai vertei - būtinybė protingiems sprendimams priimti: renkantis investicijas portfeliui, sprendžiant tinkamą kainą mokėti arba gauti susiliejus bendrovėms, pasirenkant investicijas, dividendus pasirinkimuose" [15].

Pagal Kancerevyčių vertė - „įmonės vertinimas, taip pat jos akcijų - įmonės savininkų nuosavybės - vertinimas yra subjektyvus dalykas. Vertinimo rezultatai gali labai skirtis ir priklauso nuo vertinimo tikslo bei pasirinkto vertinimo modelio" [20].

Pagal Palepu, Healy ir Bernard vertė - „vertinimas - procesas, kurio metu prognozės paverčiamos į apytikrį įmonės vertės arba įmonės dalies vertės apskaičiavimą" [32].

Pagal Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymą „vertė - prekių (paslaugų) ar kito turto, ar verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą vertinimo metodą" [41].

Bankininkystės ir finansų enciklopedijoje verslo vertinimas apibūdinamas kaip procesas, susiejantis laukiamą grąžą bei riziką, kuris padeda nustatyti verslo vertę. Šis procesas gali būti pritaikytas laukiamos naudos iš akcijų, obligacijų, nekilnojamojo turto ar kitų aktyvų įvertinimui [46].

Dažniausiai aprašomos dvi plačiai paplitusios verslo vertinimo sampratos. Pagal pirmąją, verslo vertinimas įvardijamas, kaip įmonės turinčios juridinio asmens statusą vertinimas. Antroji samprata yra kur kas labiau paplitusi ir cituojama pasaulyje. Pagal ją verslo vertinimas tai ne pačios įmonės vertinimas, o nuosavybės teisių, technologijų, konkurencinių pranašumų, materialių ir nematerialių aktyvų, kurie suteikia galimybę uždirbti pajamas, vertinimas [48].

Pats terminas *vertė* bendrinėje kalboje dažnai vartojamas netiksliai, tačiau ekonomikoje jis turi tiksliai apibrėžtą reikšmę, kuri išsiskiria tarp tokių terminų, kaip *kaina* ir *išlaidos*.

Vertė ir kaina galėtų būti lygios tik tobulos rinkos sąlygomis. *Vertė* - prekių ar paslaugų naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą vertinimo metodą. Vertės ekonominė koncepcija atspindi rinkos požiūrį į naudingumą. *Kaina* – nustatyta pinigų suma už prekes ar paslaugas. *Kaina* už konkrečias prekes ar paslaugas yra reliatyvus vertės patvirtinimas, padarytas konkrečių paslaugų teikėjų ir paslaugų gavėjų tam tikromis aplinkybėmis [50].

Išlaidos vertinimo procese yra bendrosios piniginės išlaidos darbui, žaliavoms, mokesčiams, kredito palūkanoms ir kitoms išlaidoms susijusioms su gamyba. Išlaidos nėra susijusios su mainais, ir nėra vertės ar kainos sinonimas [9].

Žinoma nemažai vertės rūšių ir su ja susijusių apibrėžimų, kurie pateikti 1 lentelėje, sudarytoje autoriaus. Finansinę naudą teikiančio objekto naudingumas gali būti suvokiamas atsižvelgiant į gautinas pajamas ateityje. Tokiu atveju vertė priklausys nuo metinių pajamų ir diskonto normos.

1 lentelė. Verčių pavadinimai, dažniausiai vartojami mokslinėje literatūroje [sudaryta autoriaus]

Amortizacinė vertė (<i>angl.</i> Depreciated value)
Apskaičiuotoji vertė (<i>angl.</i> Assessed value)
Avarinė vertė (<i>angl.</i> Nuisance value)
Buhalterinė vertė (<i>angl.</i> Book value)
Draudimo vertė (<i>angl.</i> Insurance value)
Ekonominė vertė (<i>angl.</i> Economic value)
Įkeitimo vertė (<i>angl.</i> Value in foreclosure)
Kapitalizuotoji vertė (<i>angl.</i> Capitalized value)
Likutinė vertė (<i>angl.</i> Salvage value)
Likvidacinė vertė (<i>angl.</i> Liquidation value)
Mainomoji vertė (<i>angl.</i> Exchange value)
Nominalioji vertė (<i>angl.</i> Face value)
Nuomos vertė (<i>angl.</i> Lease value)
Pagrįstoji vertė (<i>angl.</i> Fair value)
Paskolos vertė (<i>angl.</i> Loan value)
Paveldėjimo vertė (<i>angl.</i> Inheritance tax value)
Piniginė vertė (<i>angl.</i> Cash value)
Potencialioji vertė (<i>angl.</i> Potential value)
Registruotoji (skelbtoji) vertė (<i>angl.</i> Listing value)
Rentos vertė (<i>angl.</i> Rental value)
Rinkos vertė (<i>angl.</i> Market value)
Vartojamoji vertė (<i>angl.</i> Use value)
Veikiančios įmonės vertė (<i>angl.</i> Going concern value)

Būtina pažymėti, kad įmonės, kaip ūkio subjekto, egzistavimu labiausiai suinteresuoti įmonės darbuotojai ir įmonės savininkai. Visada reikalingi tyrimai, atsakantys į klausimą, kokie veiksniai labiausiai lemia įmonės vertės augimą.

Be to, būtina paminėti, kad kiekviena vartotojų grupė nustato skirtingus, sau naudingus ir aktualius vertinimo tikslus (žr. 2 lentelę).

2 lentelė. Vartotojų grupių vertinimo tikslai [sudaryta autoriaus remiantis [19]]

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

Turto ir verslo vertinimas turi būti vykdomas daugelyje situacijų, todėl ši veiklos sritis turėtų būti nuodugniai ištyrinėta. Be to, profesionalių vertintojų, galinčių atlikti užsakymą pagal tarptautinius turto vertintojams keliamus reikalavimus, nėra daug. Todėl užsienio šalių patirtis šioje sferoje galėtų būti labai naudinga, reikia tik sugebėti ją pritaikyti Lietuvos sąlygoms.

Išskiriami šie įmonės ar jos dalies vertės nustatymo tikslai [48]:

1. patikrinti įmonės akcijų dabartinės rinkos kotiruotės objektyvumą, nustatyti jų kitimo rinkoje tendenciją;
2. sekti uždarų įmonių arba įmonių, turinčių nepakankamo likvidumo akcijas, rinkos vertę;
3. ruošti įvairias rekomendacijas dėl uždarų įmonių arba įmonių, turinčių nepakankamai likvidžias akcijas, pirkimo-pardavimo;
4. suteikti įmonės savininkams išsamią informaciją apie įmonės finansinę padėtį ir ateities perspektyvas.

1.2. Verslo vertinimo principai

Tarpusavyje susijusių vertinimo principų sąranka, suformuluota remiantis daugiamete ekspertų patirtimi yra laikoma verslo vertinimo teorine baze. Šie principai išskiriami pagal keturias kategorijas [49]:

- Įmonės naudotojo principai;
- Žemės, statinių, įrengimų ir kito turto, sudarančio vieningą įmonės turtinį kompleksą, vertinimo principai;
- Rinkos išorinės aplinkos veiksniai;
- Geriausio ir efektyviausio įmonės turtinio komplekso panaudojimo principas.

Analizuojant įmonės veiklą ir ją vertinant turi būti įtraukti visi vertinimo principai, nors jų reikšmingumas gali šiek tiek skirtis. Vertinimo principo reikšmingumo laipsnis priklauso nuo konkrečios situacijos, susiklosčiusios verslo vertinimo metu.

Įmonės naudotojo principai. Tai:

- Naudingumo principas;
- (Pa)keitimo principas;
- laukimo principas.

Naudingumo principas. Jeigu įmonė gali būti naudinga potencialiam savininkui, reiškia ji turi vertę. Įmonės naudingumas visuomenei priklauso nuo to, kiek ji sugeba realizuoti naudingą funkciją - gaminti tam tikrą produktą ar teikti paslaugą ir gauti pelną. Įmonės naudą jaučia ir jos savininkas jei ji yra žinoma bei konkurencinga rinkoje ir jeigu jos turėjimas patenkina savininko psichologinius poreikius.

(Pa)keitimo principas. Protingai mąstantis pirkėjas už įmonę mokės tiek, kiek yra prašoma už kitą analogišką įmonę su panašiu naudingumo laipsniu. Tai reiškia, kad yra neracionalu mokėti už įmonę daugiau, nei tai kainuotų sukurti tokią pačią įmonę per tam priimtina laikotarpį. Analizuodamas konkrečios įmonės pajamas bei atsižvelgdamas į kitų analogiškų įmonių, charakterizuojamų panašia rizika ir produkcijos kokybe, vertintojas nustato jos maksimalią vertę. (Pa)keitimo principas teigia, kad maksimali įmonės vertė nustatoma kaip mažiausia kaina, už kurią gali būti nupirkta kita įmonė su ekvivalenčiu naudingumu.

Laukimo principas. Paprastai įmonės naudingumas susijęs su būsimųjų pelnų laukimu. Egzistuojančių ir nešančių pelną įmonių vertė nustatoma kaip laukiamo pelno, kuris galimai bus gautas iš įmonės turto panaudojimo, o taip pat piniginių lėšų, gautų perpardavus tą turtą.

Žemės, statinių, įrengimų ir kito turto, sudarančio vieningą įmonės turtinį kompleksą, vertinimo principai. Tai:

- likutinio produktyvumo principas;
- indėlio principas;
- didėjančių ir mažėjančių pajamų principas;
- proporcingumo principas;
- optimalaus dydžio principas;

- nuosavybės teisių paketo išskaidymo ir sujungimo principas.

Likutinis produktyvumas. Paprastai, bet kuri ūkinė veikla reikalauja šių gamybos veiksnų: darbo, kapitalo, valdymo ir žemės (žr. 3 lentelę). Šie veiksniai turi atsipirkti sukurdami naują vertę, kuria generuoja konkreti veikla.

3 lentelė. Gamybos veiksniai ir kompensacija už juos [sudaryta autoriaus]

Nr.	Veiksny	Kompensacija
1.	Darbas	Atlyginimas
2.	Kapitalas	Pelnas
3.	Valdymas	Pelnas, atlyginimas vadovams
4.	Žemė	Renta (mokesčiai, nuoma)

Indėlis. Tai priedas prie įmonės vertės, kuris padidina jos vertę dydžiu, viršijančiu įmonės išlaidas. Toks indėlis gali būti negatyvus, jei įmonės išlaidos mažina jos vertę. Indėlis - tai suma, kuria padidėja arba sumažėja įmonės vertė arba grynasis pelnas dėl gamybos veiksnų tam tikrų patobulinimų ar pakeitimų.

Didėjantis arba mažėjantis našumas. Šis principas teigia, kad pridedant lėšas prie pagrindinių gamybos veiksnų, grynasis pelnas tendencingai, iki tam tikro momento auga, po kurio bendroji grąža nors ir didėja, bet mažesniais tempais. Lėtėjimas trunka tol, kol vertės padidėjimas tampa mažesniu nei išlaidų padidėjimas pridėtiniams ištekliams.

Įmonės proporcingumas. Visi be išimties įmonės gamybos veiksniai privalo būti subalansuoti. Proporcingumo principas teigia, kad atitinkamai gamybai yra atitinkami gamybos veiksnų deriniai, kuriems esant pasiekiamas optimalus pelnas, vadinasi, ir optimali įmonės vertė.

Optimalus dydis. Optimalaus dydžio principas gali būti taikomas bet kuriam gamybos veiksmui. Pagal šį principą, bet kuris gamybos veiksnys turi būti optimalus, nepriklausomai ar tai pati įmonė, ar tai jos atskiros gamybos, ar tai žemės sklypas, kuriame randasi įmonė.

Nuosavybės turtinių teisių suskaidymas ir sujungimas. Šis principas teigia, kad turtines teises reikia suskaidyti ir sujungti taip, kad padidėtų bendroji įmonės vertė. Nuosavybės turtinių teisių suskaidymas ir sujungimas realizuojamas tuomet, kai atsiranda interesų skirtumas į nuosavybę. Turtinių teisių optimalūs išskyrimai ir sujungimai didina įmonės vertę.

Rinkos išorinės aplinkos principai. Tai:

- priklausomybės principas;
- atitikimo principas;
- pasiūlos ir paklausos principas;
- konkurencijos principas;
- pasikeitimo principas.

Priklausomybės principas. Šis principas teigia, kad įmonės vertė priklauso nuo daugelio veiksnų. Priklausomybės principas pasireiškia tuo, kad vertinama įmonė pati įtakoja aplinkinių

nekilnojamojo turto objektų ir kitų įmonių vertę, esančių tame pačiame regione. Labai svarbu ištirti ryšius bei nustatyti priklausomybes tarp įmonės vertės ir jos vertę įtakančių veiksnių. Tokia analizė leistų tiksliau bei patikimiau nustatyti įmonės realią vertę.

Atitikimo principas. Atitikimas - tai koku lygiu pati įmonė, jos architektūra bei jos įtaka supančiai aplinkai atitinka šią supančią aplinką ir rinkos poreikius.

Pasiūlos ir paklausos principas. Labai didelę įtaką įmonės vertei daro santykis tarp pasiūlos ir paklausos. Paklausai viršijant pasiūlą produkto (paslaugos) kaina kyla, jei pasiūla viršija paklausą kaina krenta, o jei paklausa atitinka pasiūlą - kaina stabilizuojasi. Įmonei egzistuojant netobulos konkurencijos sąlygomis pirkimo - pardavimo kainą (kai pasiūla ir paklausa neatitinka) įtakoja tokie veiksniai kaip derybų dalyvių skaičius arba sandorio finansavimo schemos. Kai sutartis turi būti pasirašyta per labai trumpą laikotarpį, šių veiksnių įtaka ypatingai sustiprėja. Paklausa įmonės vertei daro didesnę įtaką, nei pasiūla, nes ji yra labiau kintanti nei pasiūla.

Konkurencijos principas. Konkurencija - tai verslininkų varžybos gaunant pelną, jos suintensyvėja tose ekonomikos sferose, kuriose numatomas pelno augimas, o tai savo ruožtu veda prie pasiūlos augimo ir pelno mažėjimo (paklausai nedidėjant). Todėl neretai nauji subjektai bando įsitvirtinti ten, kur gaunami pertekliniai pelnai.

Pasikeitimo principas. Šis principas teigia, kad įmonės vertė keičiasi veikiami vidinių veiksnių, supančios aplinkos bei rinkos kitimo. Todėl ekspertai įmonės vertę nustato konkrečiai datai.

Geriausio ir efektyviausio įmonės turtinio komplekso panaudojimo principas.

Tai protingas ir teisiškai leistinas, finansiškai naudingas įmonės panaudojimas, kada vertinamas turtas įgauna didžiausią vertę. Geriausio ir efektyviausio įmonės turtinio panaudojimo vertinimo principas nustato veiksnių, darančių įtaką įmonės vertei, rinkinį ir tuo pačiu apsprendžia kitus žinomus principus - naudingumo, keitimo, laukimo, likutinio produktyvumo, indėlio, didėjančio arba mažėjančio našumo, proporcingumo, optimalaus dydžio, nuosavybės teisių ekonominio suskaidymo, priklausomybės, pasiūlos ir paklausos, atitikimo, konkurencijos ir pasikeitimo.

1.3. Pagrindiniai turto ir verslo vertinimo metodai

Skirtingi verslo vertinimo metodai taikytini skirtingoms situacijoms. Kitaip tariant, konkrečiai situacijai pritaikomas geriausiai tinkantis verslo vertinimo metodas. Suinteresuotos pusės, skirtingai suvokia verslo vertę. Verslo savininkas suinteresuotas turimą verslą parduoti kaip įmanoma brangiau, o pirkėjas bijodamas apsigauti šį verslą bando įsigyti kuo pigiau. Neretai skirtingi

vertinimo metodai duoda skirtingą rezultatą (nustatoma skirtinga verslo vertė). Norint nustatyti kuo tikslesnę verslo vertę, reikia pasirinkti tinkamiausią metodą.

Parenkant verslo vertinimo metodą svarbiausiais kriterijais laikomas įmonės tipas pagal jos nuosavybės struktūroje dominuojančius materialius bei nematerialius aktyvus, įmonės dydis bei amžius, ūkio šaka, kurioje funkcionuoja įmonė ir kiti veiksniai. Pasirenkant verslo vertinimo metodą, atsižvelgiama į galimybę gauti reikalingą pradinę informaciją (mažiausiomis laiko bei piniginių išlaidų sąnaudomis), nes verslo vertinimas remiantis netinkama, pasenusia ar nepatikima informacija, sąlygos klaidingų rezultatų gavimą.

Mokslinėje literatūroje išskiriama daug įmonės vertės nustatymo tikslų. Pagal Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo įstatymą turtas vertinimas, kai [41]:

1. keičiasi jo savininkas, t. y. turtas parduodamas, perduodamas kaip nepiniginis (turtinis) įnašas, mainomas, dovanojamas, paveldimas;
2. jis apdraudžiamas;
3. jis apmokestinamas, deklaruojamas;
4. jis jungiamas su kitu turtu, padalijamas ar atidalijamas iš bendro turto;
5. jis įkeičiamas;
6. jis įrašomas į finansinės apskaitos dokumentus;
7. jis išnuomojamas arba perduodamas kitiems asmenims paslaugos, panaudos pagrindais ar patikėjimo teise;
8. jis paimamas įstatymų nustatyta tvarka visuomenės poreikiams;
9. jis pripažįstamas be šeimininkų;
10. įmonėms taikomos bankroto procedūros;
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;
12. to pageidauja turto savininkas arba turto vertinimo užsakovas.

Verslo vertinimas neretai siejamas su išorinio kapitalo pritraukimu ar verslo savininkų pasikeitimu. Turto ar verslo vertinimui parenkamas metodas priklauso nuo tikslo, taip pat nuo vertinamo objekto, priklausomai nuo to, kuriai turto grupei ar verslo sričiai priklauso vertinimas objektas. Taip yra todėl, kad skirtingoms kategorijoms tikslinga taikyti atitinkamus vertinimo metodus.

Nustatant verslo vertę, yra naudojamos tiek vidinė, tiek išorinė informacija. Įmonės vidinę informaciją sudaro:

- Įmonės finansinės ataskaitos;
- Aiškinamieji raštai;

- Finansinės prognozės;
- Kiti įmonės vidaus dokumentai ir pan.

Iš išorės gaunamą informaciją sudaro:

- Analogiškų įmonių finansinių rodiklių vertinimas;
- Rinkos ir ūkio šakos tendencijos;
- Vartotojų poreikių analizė;
- Konkurencinė aplinka;
- Bendra makroekonominė perspektyva ir pan.

Egzistuoja bent keliolika įmonės vertės nustatymo metodų ir būdų, kurie mokslinėje literatūroje įvairiai klasifikuojami. Vertintojas turto ar verslo vertės nustatymo metodą parenka atsižvelgdamas į tai, kokia turto vertė aktuali užsakovui ir tai, kas geriausiai atspindi turto vertę atviroje rinkoje.

1.3.1. Plačiausiai taikomi vertės nustatymo metodai

Mokslinėje literatūroje aprašoma daug skirtingų metodų, tačiau pagrindiniai, dažniausiai aprašomi ir naudojami, kurie išskirti Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo įstatyme yra šie [41]:

Palyginamosios vertės (pardavimo kainos analogų) metodas, kurio esmė yra palyginimas, t.y. turto rinkos vertė nustatoma palyginus analogiškų objektų faktinių sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į nedidelius vertinamo turto bei jo analogo skirtumus.

Palyginamosios vertės metodu verslas arba turtas yra vertinamas lyginant rinkoje įvykusius panašių arba palyginamų verslų ar turto pirkimo/pardavimo sandorius. Norint rasti panašias įmones, reikia nusistatyti tam tikrus kriterijus, pagal kuriuos jas lyginsime. Aswath Damodaran siūlo tokius būdus [15]:

- Rasti analogišką įmonę. Kadangi realiai tai nėra įmanoma, reikia ieškoti panašių įmonių;
- Analizuoti segmentą. Reikia apžvelgti ir išnagrinėti visas įmones veikiančias nagrinėjamam verslo segmente ir išsirinkti panašiausias arba „palyginamas“ įmones;
- Vertinimu grįstas palyginimas. Reikia išsirinkti įmones, kurių panašūs pinigų srautai, augimas, prisiimama rizika, pelningumo ir apyvartumo santykiniai rodikliai, uždirbamos pajamos.

Informacijos, reikalingos *palyginamosios vertės metodui*, galima ieškoti tokiuose šaltiniuose [18]:

- turto vertintojo asmeniniame duomenų banke;

- valstybiniuose ir kituose duomenų bankuose;
- apklausiant sandorių dalyvius, notarų biurus;
- apklausiant prekybos firmas ir agentūras;
- spaudoje ir kitose visuomenės informavimo priemonėse;
- statistikos ir informacijos tarnybų žinynuose, analitiniuose dokumentuose;
- biržų, prekybos agentūrų informaciniuose biuleteniuose;
- kituose informacijos šaltiniuose.

Palyginamosios vertės (pardavimo kainos analogų) metodu rekomenduojama vertinti:

- žemės/miškų ūkio paskirties žemės sklypus;
- kitos paskirties (privačioms namų valdoms, įvairios paskirties gyvenamiesiems, socialiniams ir pramonės objektams statyti ir kt.) sklypus;
- gyvenamuosius butus ar namus bei jiems priklausančius objektus;
- gamybinės, ūkinės-komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius;
- smulkias įmones;
- likviduojamas įmones.

Atstatomosios vertės (kaštų) metodas, kurio pagrindas yra skaičiavimai, kiek kainuotų atkurti esamos fizinės būklės ir esamų eksploatacinių bei naudingumo savybių objektus pagal vertinimo metu taikomas darbų technologijas bei kainas.

Šiuo metodu turto vertė nustatoma dviem etapais:

1. nustatomi vertinamo objekto atstatymo kaštai;
2. nustatoma vertinamo objekto nusidėvėjimo vertė.

Atstatymo kaštams nustatyti gali būti naudojami du būdai:

1. vertinamo objekto atkūrimas;
2. vertinamo objekto pakeitimas kitu objektu.

Atstatomosios vertės (kaštų) metodu rekomenduojama vertinti:

- įrenginius bei inžinerinės infrastruktūros objektus;
- gyvenamuosius butus, namus ir jų priklausinius;
- gamybinės, ūkinės/komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius;
- specialiosios paskirties turtą (maldos namus, sporto objektus, valdžios institucijų ir reprezentacinius pastatus, elektrines, specialius įrenginius ir kt.);
- kitą turtą (tais atvejais, kai jo vertės negalima nustatyti **palyginamosios vertės** ar **naudojimo pajamų vertės** metodais);
- vertinamo objekto pagerinimo vertę.

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

Naudojimo pajamų vertės metodu rekomenduojama vertinti:

- gyvenamuosius butus ir namus bei jiems priklausančius objektus;
- gamybinės, ūkinės/komercinės paskirties pastatus, statinius bei įrenginius;
- įmones (išskyrus smulkias arba likviduojamas);
- kitą turtą (kaip verslo objektą), duodantį pelną, arba tikintis, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės jo vertę rinkoje.

Ypatingosios vertės metodas. Šis metodas taikytinas unikalioms meno ir istorijos vertybėms, juvelyriniams ir antikvariniams dirbiniams, įvairioms kolekcijoms įvertinti [41].

1.3.2. Kiti vertinimo metodai

Neretai skirtingų ekspertų vertinimai skiriasi ~30 % ir daugiau. Tokį skirtumą įtakoja, vertinimo procese subjektyvus vertintojo požiūris į tam tikrus rodiklius. Žinoma skirtingi vertinimo metodai taip pat gali lemti skirtingus rezultatus. Dažniausiai parduodant verslą pardavėjo vertintojas kainą bus nustatęs didesnę, negu tą kainą nustatė pirkėjo vertintojas. Taip yra dėlto, kad pardavėjas norės parduoti verslą kuo brangiau o pirkėjas jį įsigyti kuo pigiau. Jei būtų viena teisinga vertė ir ji sutaptų su tikrąja akcijos verte, prekyba akcijomis taptų nebeįmanoma, nes nebeliktų suinteresuotų, tikinčių jos nuvertinimu ar pervertinimu investuotojų. Išnagrinėjus finansinę literatūrą [20, 15, 12] 4 lentelėje pateikiami kiti verslo vertės nustatymo metodai.

4 lentelė. Kiti vertinimo metodai [sudaryta autoriaus remiantis [20, 15, 12]]

Metodo pavadinimas	Metodo aprašymas	Metodo privalumai	Metodo trūkumai
1. Palyginamosios vertės metodai			
Kainos ir pelno koeficiento (<i>angl. price earnings multiple</i>)	Remiamasi kainos-pelno koeficientu (<i>angl. Price/Earnings (P/E) ratio</i>). Kainos-pelno koeficientas - vienos įmonės akcijos kaina, padalinta iš vienai akcijai tenkančio grynojo pelno. Šį koeficientą padauginus iš grynojo pelno, gaunama įmonės vertė.	Lengvai pritaikomas praktikoje.	Jei vertinamo verslo akcijomis neprekiuojama rinkoje, tai šis metodas tampa labai subjektyviu. Jei pelno nėra, įvertinti verslą šiuo metodu neįmanoma.
Pardavimų koeficiento (<i>angl. sales multiple</i>)	JAV vienas iš populiariesnių vertinimo metodų. Vertinant šiuo metodu reikia turėti metinių pardavimų duomenis ir pramonės šakos multiplikatorių, kuris siekia nuo 0,25 iki 1 ir daugiau. Pramonės šakos multiplikatorius galima rasti įvairiuose finansiniuose leidiniuose.	Šis metodas lengvai suprantamas ir pakankamai tikslus.	Lietuvoje retai taikomas, todėl gali kilti problemų surandant pramonės šakos multiplikatorių.
Pelno multiplikatoriaus (<i>angl. profit multiple</i>)	Verslo vertė nustatoma naudojant pelno prieš mokesčius duomenis ir rinkos multiplikatorių, kuris gali siekti nuo 1 iki 5. Pelno multiplikatorius galima rasti įvairiuose finansiniuose leidiniuose.	Šis metodas lengvai suprantamas ir pakankamai tikslus.	Lietuvoje retai taikomas, todėl gali kilti problemų surandant pelno multiplikatorių.
Spėjimo (<i>angl. rule of thumb</i>)	Greitas ir grubus metodas, besiremiantys pramonės šakos vidurkiais. Šiuo metodu galima pradėti vertinimą, pradėti orientuotis, ko firma verta.	Lengvai pritaikomas praktikoje.	Skirtas tik pradiniam vertinimui. Įvertinti galutinai neįmanoma, dėl galimo didelio netikslumo.
2. Turtu pagrįsti metodai			
Balansinės vertės (<i>angl. book value</i>)	Šiuo metodu verslas vertinamas pagal balansinę nuosavybės vertę. Turto ir įsipareigojimų skirtumas lygus nuosavybei, ir šiuo atveju atitinka balansinę verslo vertę.	Lengvai pritaikomas praktikoje.	Trūkumas yra tas, kad apskaitos duomenys gali neteisingai atspindėti realią turto vertę.
Likvidacinės vertės (<i>angl. liquidation value</i>)	Šiuo metodu skaičiuojama ne balansinė turto vertė, o likvidacinė parduodamo turto vertė, kuri dažniausiai būna mažesnė už balansinę vertę.	Lengvai pritaikomas praktikoje.	Naudojamas tik likviduojamo verslo vertės nustatymui.

4 lentelės tęsinys

3. Naudojimo pajamų vertės metodai			
Diskontuoto (būsimo) pelno (<i>angl. discounted (future) earnings</i>)	Verslo vertė nustatoma pagal dabartinę būsimųjų pelnų vertę, diskontuojant reikalaujamo pelningumo (kapitalizacijos) norma. Svarbiausia šiam metodui teisinga pelno prognozė.	Jei būsimųjų pelnų prognozė tiksli, verslo įvertinimas šiuo metodu taip pat labai tikslus.	Jei būsimųjų pelnų prognozė netiksli, galimas labai didžiulis nuokrypis nuo realios vertinamo verslo kainos.
Dividendų kapitalizacijos (<i>angl. dividend capitalization arba dividend paying capacity</i>)	Vertinant šiuo metodu reikia įvertinti artimo laikotarpio kapitalo poreikį, plėtros planus, skolos grąžinimo grafikus, taip pat galima remtis panašios dividendus mokančios įmonės rodikliais. Įvertinus šiuos veiksnius, galima nustatyti, kokia dalis vidutinio grynojo pelno ir vidutinio pinigų srauto gali būti išmokėta dividendais.	Turint reikalingus duomenis šiam metodui pakankami tikslus.	Dauguma uždarų firmų dividendų nemoka, todėl naudojant šį metodą reikia įvertinti firmos dividendų mokėjimo potencialą, kuris matuojamas remiantis vidutiniu grynuoju pelnu ir vidutiniu pinigų srautu o tai padaryti gali būti sudėtinga.

Analitikai naudoja platų vertės nustatymo metodų spektrą, kuris varijuoja nuo paprastų iki sudėtingų praktiniam metodų taikymui. Daugelis metodų yra glaudžiai susiję tarpusavyje, papildantys vienas kitą. Praktikoje dažniausiai naudojami diskontuotų pinigų srautų, diskontuotų dividendų bei ekonominio pelno metodai. Kiti metodai, tokie kaip spėjimo, įsteigimo kaštų, dažniausiai sutinkami tik literatūroje.

Įvairūs praktikai bei teoretikai šiuos metodus linkę grupuoti skirtingai, tačiau randama ir panašių grupavimo principų. Dažniausiai išskiriami trys verslo vertinimo požiūriai (*angl. approaches*) - palyginamosios vertės, atstatomosios vertės bei naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba diskontuotų pinigų srautų) metodai.

1. *palyginamosios vertės*: kainos ir pelno, kainos ir pardavimų, kainos ir balansinės vertės, kiti metodai, besiremiantys rodikliais;
2. *turtu pagrįstas*: balansinės vertės, pakoreguotos balansinės vertės, pakeitimo (atstatymo) kaštų, likvidacinės vertės;
3. *naudojimo pajamų vertės*: diskontuotų pinigų srautų, pajamų kapitalizacijos, perteklinio pelno.

Norint nustatyti tikslesnę verslo vertę, verslą reikėtų įvertinti dviem ar trim metodais, o gautus rezultatus palyginti. Vertinimo proceso pabaigoje reikia gauti 2-3 skaičius, kurie rodo tikėtiną įmonės vertę. Galutinis skaičius paprastai nėra nurodomas. Viena kaina negali būti, nes vertinimas

susijęs su daugeliu prielaidų ir iš esmės stengiamasi nuspėti įmonės ateitį. Niekas negali tiksliai nustatyti, kokie bus pinigų srautai ateityje. Kartais kiekvienam iš dviejų ar trijų rezultatų suteikiamas svertas pagal tikimybę, ir tada jau galima pateikti vieną labiausiai tikėtiną vertės variantą [19].

1.4. Verslo vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu

1.4.1. Metodo esmė, privalumai(trūkumai) bei taikymo galimybės

Diskontuotų pinigų srautų metodas (*angl.* Discounted Cash Flow, (toliau – DCF)) yra vienas iš universaliausių verslo vertinimo metodų, todėl dažnai taikomas vakarų šalyse, taip pat ir Lietuvoje. Šiuo metodu verslas vertinamas kaip objektas, iš kurio tikimasi gauti ilgalaikius piniginius srautus. Jo pagrindą sudaro būsimų pinigų srautų diskontavimas. DCF metodu, dabartinė vertė nustatoma diskontuojant ateities pinigų srautus nustatyta diskonto norma, kuri atspindi būtiną investuojamo kapitalo grąžą bei riziką, susijusią su vertinamu verslu. Diskontavimas - tai procesas, kurio metu kiekvieno ateities periodo pinigų srautas sumažinamas nustatytu procentu, siekiant atspindėti neapibrėžtumą, susijusį su prognozuojamais ateities pinigų srautais. Kadangi tai vienas labiausiai paplitusių vertinimo metodų, jį reikėtų aptarti plačiau.

DCF metodo etapus sudaro:

1. Praeities rezultatų analizė;
2. Ateities rezultatų prognozė;
3. Laisvųjų pinigų srautų apskaičiavimas;
4. Diskonto normos nustatymas;
5. Verslo vertės apskaičiavimas.

Nustatant verslo vertės vertinimo etapus, taip pat galima naudoti verslo vertinimo modelį, kuris pateiktas 1 paveiksle.



1 pav. Verslo vertinimo diskontuotų pinigų srautų metodu modelis [39]

DCF metodo privalumai:

- parodo turto sugebėjimą, duoti pajamas;
- padeda įvertinti išorinės aplinkos riziką;
- įvertina laukiamus pinigų srautus;
- nepriklauso nuo rinkos lūkesčių ir nuomonių svyravimo;
- tinka investuojant ilgam laikotarpiui, kai investuotojas gali įtakoti įmonėje vykstančius procesus, kurie vienaip ar kitaip veiktų įmonės vertę;
- pasižymi universalumu.

Kiekvienai konkrečiai situacijai yra geriausias jai tinkantis vertinimo metodas. Renkantis verslo vertinimo metodą, svarbiausiais kriterijais laikomi:

- įmonės tipas;
- įmonės dydis;
- įmonės amžius;
- ūkio šaka, kurioje įmonė vykdo savo veiklą.

Pasirenkant verslo vertinimo metodą, reikia atsižvelgti į galimybę gauti reikalingą pradinę informaciją, kadangi verslo vertės nustatymas, remiantis pasenusia, netinkama, ar nepatikima informacija, sąlygos neteisingą galutinį įvertinimą. Kuo būsimųjų piniginių srautų prognozavimo laikotarpis yra ilgesnis tuo vertinimo procesas tampa sudėtingesnis.

Vertinant diskontuotų pinigų srautų metodu, įmonė laikoma kaip būsimų pinigų srautų šaltinis. Remiantis testinumo principu, šiuo metodu vertinamos veikiančios ir artimiausiu metu veiksiančios įmonės. Taigi, iš anksto daroma prielaida, kad įmonė savo finansinę-ūkinę veiklą vykdys ir ateityje. Atsižvelgiant į įmonės vykdomą veiklą, DCF metodas labiausiai tinka nesenai dirbti pradėjusių įmonių vertinimui.

DCF vertinio metodas turi keletą trūkumų:

- šio metodo tikslumas priklauso nuo gryųjų pinigų prognozių tikslumo, todėl finansiniai duomenys ir įvairios prielaidos turi didžiulę svarbą;
- reikalauja daug duomenų ir informacijos, kurią kartais sunku gauti;
- verslo vertinimas šiuo metodu yra sudėtingas procesas, reikalaujantis patirties šioje srityje, kur beveik visuomet reikalinga išorinė pagalba;
- jis nustato konkrečius skaičius, kurie vis dėlto yra tik prielaidos.

Diskontuotų pinigų srautų metodas gali būti įvairiai modifikuojamas, siekiant pritaikyti jį konkrečiai situacijai, t. y. vietoj pinigų srautų galima naudoti grynąjį pelną, dividendus, palūkanas, kupono mokėjimus, nuomos mokesčius ir pan. Šiuo metodu vertinamos ne tik įmonės ir

investiciniai projektai, bet ir įvairių ūkio veiklų veiksmingumas, finansinių instrumentų bei operacijų pelningumas [47].

Pagal Damodaran kai kurioms įmonėms nepalanku pritaikyti diskontuotų pinigų srautų metodą [15]:

- nuostolį patiriančioms bei neigiamus pinigų srautus generuojančioms įmonėms. Tokiu atveju dėl didelės bankroto galimybės, prognozuoti pinigų srautus labai sudėtinga;
- cikliškumą turinčioms įmonėms. Bendrovių pelningumas bei pinigų srautai turi tendenciją kilti ekonominio pakilimo metu ir leistis ekonominio nuosmukio metu. Jei taikomas šis metodas, prognozuojami pinigų srautai išsilygina ir neatspindi realios situacijos;
- nenaudojamo turto turinčioms bendrovėms, kadangi diskontuotų pinigų srautų metodas naudoja tik to turto vertę, kuris sukuria pinigų srautus. Tokiu atveju rezultatas neįskaičiuoja nenaudojamo turto vertės ir sumažina įmonės vertę;
- jei įmonė turi nenaudojamų patentų, nors jie ir turi vertę. Kaip ir nenaudojamo turto turinčių įmonių atveju, šis metodas neįtraukia tokių patentų vertės, nes jie nekuria pinigų srautų ir įmonės vertė sumažėja;
- įmonėms, esančioms restruktūrizavimo procese. Restruktūrizuojant įmonę perkamas ir parduodamas turtas, keičiasi kapitalo struktūra, dividendų politika. Dėl išvardintų priežasčių prognozuoti pinigų srautus sudėtinga, sunku įvertinti įmonės rizikos laipsnį;
- bendrovėms, susijusioms su įmonių pirkimais. Sunku įvertinti, kokį efektą bendrovės pinigų srautams, rizikos parametrams, atneš naujai įsigyta ar perimta įmonė;
- uždaroms, nedidelėms įmonėms. Susiduriama su problema kaip nustatyti diskonto normą. Kadangi diskonto normos skaičiavimas remiasi istorinėmis akcijų kainomis, o uždaros akcinės bendrovės nėra listinguojamoms, tai padaryti sudėtinga.

Diskontuotų pinigų srautų metodų pagrindas yra dabartinė vertė, kuri apskaičiuojama pagal 1 formulę:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}, \quad (1)$$

čia V - įmonės vertė;

CF - pinigų srautai t laikotarpiu;

k - diskonto norma;

n - prognozuojamas laikotarpis;

t - metai.

Diskontuoti pinigų srautai, tenkantys kapitalui apskaičiuojami pagal 2 formulę:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}, \quad (2)$$

čia V - vertė;

FCFE - prognozuojami pinigų srautai kapitalui t laikotarpiu;

n - prognozuojamas laikotarpis;

t – metai;

k_e - diskonto norma.

Diskontuoti pinigų srautai, tenkantys įmonei, apskaičiuojami pagal 3 formulę:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}, \quad (3)$$

čia FCFF - laisvas pinigų srautas, tenkantis įmonei;

n - prognozuojamas laikotarpis;

t – metai;

WACC - vidutinė svartinė kapitalo kaina.

Pagal Damodaran išskiriami keturi pagrindiniai metodo elementai [15]:

1. pinigų srautai;
2. diskonto norma;
3. prognozuojamas laikotarpis;
4. tęstinė vertė.

Pinigų srautai yra svarbiausias ir geriausiai apibūdinantis įmonės būsimų pajamų įvertinimo rodiklis. Kuo prognozuojamas periodas ilgesnis, tuo labiau argumentuota bendrovės esama vertė. Tačiau kuo ilgesnis prognozuojamas periodas, tuo sunkiau prognozuoti pinigų srautus. Dažniausiai prognozuojamas periodas apima 3-7 metus. Diskonto normos nustatymas reikalauja didelių pastangų, tai - vienas sunkiausių vertinimo etapų. Diskonto norma - tai investuotojo reikalaujama pelno grąža už prisiimtą riziką. Įmonės vertė priklauso ne tik nuo esamo pinigų srauto, bet ir nuo vertės po prognozuojamo periodo, todėl būtina įvertinti tęstinę vertę.

Atsižvelgiant į visus išvardintus šio metodo privalumus ir trūkumus, galima pagrįstai teigti, kad tai universaliausias verslo vertinimo metodas.

1.4.2. Pagrindiniai diskontuotų pinigų srautų metodo komponentai

Diskontuotų pinigų srautų metodo pagrindą sudaro tikslus piniginių srautų planavimas. Vertinama įmonė privalo turėti mažiausiai penkerių metų strateginį veiklos planą, kurio sudėtyje būtų ir finansinis planas. Be detalaus finansinio plano, kuriame atsispindi būsimųjų pinigų srautai, šis metodas nėra taikytinas, kadangi be būsimųjų pinigų srautų prognozės neįmanoma nustatyti verslo vertės. Būsimųjų piniginių srautų planą gali parengti vertinamos įmonės darbuotojai arba specialiai pasamdyti ekspertai [37].

Kadangi prognozuojant pinigų srautus yra atsižvelgiama ne tik į nuosavų, bet ir į skolintų lėšų, skirtų verslui finansuoti dalį, pinigų srautai gali būti diskontuojami naudojant diskonto normą, kurios pageidauja potencialus investuotojas ir kuri lygi minimaliai nuosavų lėšų įdėjimo pelno normai. Tokia norma dar vadinama diskonto norma nuosavam kapitalui.

Prognozuojant pinigų srautus, daromos prielaidos, kurios remiasi kruopščia verslo, verslo šakos ir rinkos raidos analize. Dažniausiai prognozė prasideda nuo integruotų pelno (nuostolio) ataskaitų ir balansų sudarymo. Iš jų yra sudaroma finansinės būklės pakitimų (pinigų srautų) ataskaita. Taip pat gali būti nustatomi prognozuojamieji finansiniai rodikliai ir jų tarpusavio ryšiai. Prireikus sudaromi keli verslo plėtojimo scenarijai. Kiekvienas scenarijus vertinamas atskirai. Bendrai verslo vertei nustatyti skaičiuojamas svertinis gautų rezultatų vidurkis, kur svertai yra scenarijaus pasitvirtinimo tikimybės. Dažnai pagal kiekvieną scenarijų atliekama verslo plėtojimo jautrumo analizė, leidžianti nustatyti, kurios sudedamosios verslo dalys daugiausia lemia verslo vertę [19].

Pinigų srautų diskonto būdas dažniausiai taikomas, kai reikia vertinti verslą (įmonės, investicinio projekto ir kitų objektų vertinimas). Vertinant šiuo būdu, verslo vertė (VV) yra lygi verslo savininkų nuosavybės vertės (V_n) ir verslo skolų vertės (V_s) sumai [25]:

$$VV = V_n + V_s \quad (4)$$

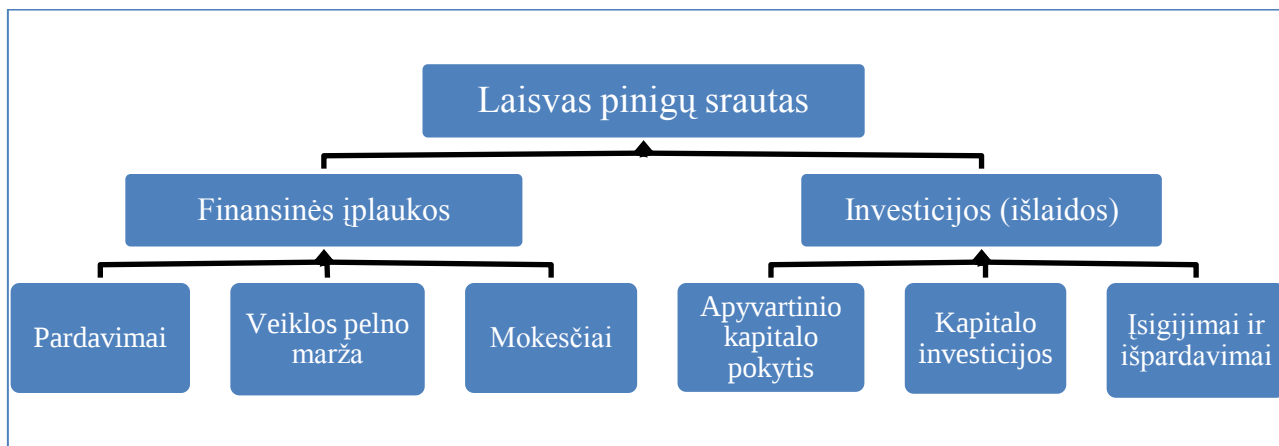
Laisvas pinigų srautas. Vienas svarbiausių rodiklių, parodančių verslo įprastinės veiklos vertę yra pinigų srautas, kuris dažniausiai apibrėžiamas kaip *laisvas pinigų srautas*. Laisvą pinigų srautą sudaro įprastinės veiklos pelnas atskaičius mokesčius, pridėjus nepinigines išlaidas bei atsižvelgus į apyvartinėms lėšoms, įrangai ar kitam turtui skirtas investicijas (šis srautas neapima pinigų srautų, susijusių su finansine veikla (palūkanų, dividendų ir pan.)). Planuojant pinigų srautus, patogiausia naudoti pinigų srautų ataskaitą, kuri modifikuojama atsižvelgiant į vertinimo uždavinius. Pinigų srautų prognozė - tai būsimi pinigų gavimai, išleidimai bei prognozuojamas pinigų balansas tam tikro laikotarpio pabaigoje.

Pinigų srautų ataskaitoje visi pinigų srautai skirstomi į tris grupes:

1. pinigų srautai vykdant pagrindinę įmonės veiklą;

2. pinigų srautai vykdant investicinę veiklą;
3. pinigų srautai vykdant finansinę veiklą.

Apskaičiuojant laisvą pinigų srautą, reikia atkreipti dėmesį į tai, kad pinigų srautų ataskaitoje palūkanų išlaidos ir pajamos, kurios yra finansinės veiklos pinigų srauto sudedamosios dalys, jau yra įtrauktos į pinigų srautą vykdant įmonės pagrindinę veiklą, kaip grynojo pelno sudedamosios dalys. 2 paveiksle, pavaizduoti veiksniai lemiantys laisvus pinigų srautus.



2 pav. Laisvą pinigų srautą lemiantys veiksniai [sudaryta autoriaus]

Laukiamas pelnas, gaunamas realizavus produkciją, skaitomas pagrindiniu pinigų srauto elementu. Pelno prognozė periodu t gali būti apskaičiuota pagal 5 formulę:

$$G_t = P_t + Q_t - \sum_{k=1}^k P_{tk} \times Q_{tk} - W_t, \quad (5)$$

čia G_t - pelnas, gautas realizavus produkciją, periodu t ;

P_t - laukiama produkto realizacijos kaina periodu t ;

Q_t - planuojamas įmonės produkto pardavimo kiekis, esant kainai P_t , periodu t ; P_{tk} - žaliavos k įsigijimo kaina periodu t ;

Q_{tk} - žaliavos k , reikalingos galutinio produkto kiekiui Q_t pagaminti, apimtis natūrine išraiška;

W_t - numatomos pridėtinės išlaidos periodu t (įmonė, gaminanti vieną produktą, gali jų neturėti).

Vidutinės svertinės kapitalo sąnaudos. Laisvo pinigų srauto diskontui taikoma norma turi apimti visų finansavimo šaltinių sąnaudas, įvertinus jų dalį bendrame kapitale. Ši norma vadinama svertiniu kapitalo kaštų vidurkiu (angl. Weighted Average Cost Of Capital (**WACC**)) [45].

Tam, kad kapitalo sąnaudų įvertinimas atspindėtų realiuosius laisvus pinigų srautus, reikia laikytis šešių pagrindinių taisyklių:

1. į ribines vidutines svertines kapitalo sąnaudas įtraukiami visi šaltiniai (paskolų, akcinis ir kt.);

2. skaičiavimai turi būti atliekami išskaičius bendrovių mokesčius;
3. naudojamos nominaliosios pelningumo normos, gautos realiojo pelningumo, atsižvelgiant į tikėtiną infliaciją, pagrindu;
4. atliekamos sisteminės rizikos pataisos, kai atsižvelgiama į visus kapitalo davėjus;
5. naudojami kiekvieno finansinio elemento rinkos vertės lyginamieji svoriai;
6. atsižvelgiama į pinigų srauto pasikeitimus per prognozuojamą periodą, kuriuos gali sukelti tikėtinų infliacijos tempų, sisteminės rizikos arba kapitalo struktūros pokyčiai.

Rekomenduojama tokia bendra formulė (6), naudotina WACC įvertinimui:

$$WACC = k_c(1 - T_c)\left(\frac{D}{V}\right) + k_p\left(\frac{P}{V}\right) + k_e\left(\frac{E}{V}\right), \quad (6)$$

čia WACC - vidutinės svertinės kapitalo sąnaudos,

k_c = tikėtinas bendrasis rinkos pelningumas,

T_c = ribinė mokesčių norma vertinamajam objektui,

D = procentinių skolinių įsipareigojimų rinkos vertė,

V = vertinamojo objekto rinkos vertė ($V = D + P + E$),

k_p = kapitalo sąnaudos po apmokestinimo,

P = privilegijuotųjų akcijų rinkos vertė,

k_e = rinkos nustatyti alternatyvūs paprastųjų akcijų kaštai,

E = akcinio kapitalo rinkos vertė. [34, 44]

WACC apskaičiuojamas naudojant šiuos tarpusavyje susijusius žingsnius:

1. Svorio koeficientų pagal rinkos vertę nustatymas kapitalo struktūriniais elementams;
2. Skolinto kapitalo alternatyviųjų kaštų įvertinimas;
3. Nuosavojo kapitalo alternatyviųjų kaštų įvertinimas.

Prognozuojant pinigų srautus tikslinga išskirti 7 etapus, kurie tiesiogiai vienas su kitu yra susiję (žr. 3 pav.).



3 pav. Įmonės pinigų srautų prognozavimo etapai [34]

Tęstinės vertės samprata. Nustatant verslo vertę pasirenkami du pinigų srautų laikotarpiai:

- Prognozuojamasis laikotarpis;
- Po prognozuojamojo einantis laikotarpis, kurio metu verslo vertė vadinama tęstine verte.

Verslo vertė yra lygi abiejų laikotarpių pinigų srautų susumuotai dabartinei vertei.

Tęstinė vertė nustatoma pasitelkus į pagalbą laisvų pinigų srautų ilgo prognozuojamojo laikotarpio ir nuolat didėjančio laisvo pinigų srauto skaičiavimo technologijas ir jų modifikacijas. Prognozuojant laisvų pinigų srautus labai ilgam laikotarpiui (40 metų ir ilgiau), tęstinė vertė gali netekti savo prasmės, kadangi ji bus labai maža, ir jos galima atsisakyti visiškai. Pritaikant nuolat didėjančio laisvo pinigų srauto technologiją, galima tikėtis, kad verslo sukuriamas laisvas pinigų srautas po paskutinio prognozuojamojo laikotarpio pastoviai didės tam tikru dydžiu.

Teoriškai, norint įvertinti akcijų kainą, reikia diskontuoti prognozuojamus pinigų srautus begaliniam laikotarpiui. Tačiau praktikoje analizuojamas tam tikras apibrėžtas laikotarpis (58 metai), ir pridedama galutinė (tęstinė) vertė (*angl.* terminal value). Ši tęstinė vertė turi atspindėti po prognozuojamo laikotarpio įvyksiančių pinigų srautų bendrą vertę, todėl galutinės vertės dydis gali būti labai diskutuotinas. [34]

Tęstinei vertei apskaičiuoti taikoma 7 formulė:

$$TV = \frac{FCF_n}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}, \quad (7)$$

čia TV – tęstinė pinigų srautų vertė;

FCF_n – n-ojo laikotarpio gryniesi būsimieji pinigų srautai;

g – vidutinis piniginių srautų augimo tempas;

WACC – svertinis kapitalo kaštų vidurkis;

n – paskutinis laikotarpis, kurio pajamos yra prognozuojamos.

Nustatant tęstinę vertę yra taikomi trys diskontuoto pinigų srauto būdai. Visi jie pagrįsti diskontuotu pinigų srautu, todėl naudojant tas pačias esminės prielaidas, numatomas tas pats tęstinės vertės įvertis. Rekomenduojami būdai:

- ilgalaikė tiksliai apibrėžta prognozė;
- didėjančio laisvųjų pinigų srauto neribotam laikui formulė;
- vertės matų formulė.

Prognozės laikotarpio nustatymas. Rekomenduojama pasirinkti 3-7 metų prognozuojamą periodą. Abejojant, reikėtų rinktis ilgesnį prognozinį periodą.

1.4.3. Diskonto normos nustatymas

Diskonto norma naudojama būsimiems pinigų srautams paversti (diskontuoti) į dabartinę jų vertę. Ekonominė prasme diskonto norma yra kapitalo pajamingumas, kurį tikisi pasiekti investuotojas, gaudamas būsimas pajamas, atsižvelgiant į riziką. Rizika yra esminis veiksnys nustatant diskonto normą, ji suprantama kaip būsimų pajamų gavimo tikimybė. Įmonės diskonto norma - tai kapitalo iš įvairių šaltinių pritraukimo kaina. Ji turi būti apskaičiuojama atsižvelgiant į naudojamo kapitalo įvairumą, kadangi tai lemia skirtingą pajamingumą, būtinumą investuotojams apskaičiuoti pinigų vertę per laiką ir riziką [15].

Matematinė prasme diskonto norma - tai procentinis dydis, naudojamas būsimuosius pinigų srautus perskaičiuoti į dabartinę vertę, kuri yra verslo rinkos vertės nustatymo pagrindas [18].

Diskonto normos parinkimas remiasi prielaida: investuotojui reikalingos papildomos pajamos, viršijančios pajamas iš visiškai apdraustų nuo rizikos vertybinių popierių, pavyzdžiui, ilgalaikių vyriausybinių obligacijų. Papildomos pajamos yra kompensacija investuotojui už investicijas į rizikingus aktyvus. Dažniausiai taikomi šie diskonto normos apskaičiavimo metodai [10]:

- Vidutinės svertinės kapitalo kainos;
- Kapitalo įkainojimo;

- Suminis.

Vidutinė svertinė kapitalo kaina (WACC) - naudojama įvertinti pinigų srautus iš viso investuoto kapitalo. Diskonto norma lygi nuosavo kapitalo pelningumo ir skolintų lėšų palūkanų normos svertiniam vidurkiui. Svoriais laikomos nuosavo ir skolinto kapitalų dalys (žr. 8 formulę) [31, 44].

$$WACC = W_{sk} * K_{sk} \times (1 - T) + W_{pa} \times K_{pa} + W_a \times K_a, \quad (8)$$

čia K_{sk} - skolinto kapitalo kaina;

T - pelno mokesčio norma;

K_{pa} - privilegijuotųjų akcijų kaina;

K_a - paprastųjų akcijų kaina;

W_{sk} - skolinto kapitalo dalis;

W_{pa} - privilegijuotųjų akcijų dalis;

W_a - paprastųjų akcijų dalis.

Naudojant WACC, skaičiuojama viso kapitalo vertė - tiek nuosavo, tiek skolinto. Todėl diskonto norma turi būti derinama su viso kapitalo pinigų srautais. Diskonto norma turi parodyti visų kapitalą teikiančių subjektų alternatyvias išlaidas, atsižvelgiant į jų įmonės kapitalo dalį. Rodiklis, kaip ir pinigų srautai, skaičiuojamas atmetus mokesčius. Naudojami nominalūs dydžiai, susidedantys iš realių dydžių ir prognozuojamos infliacijos, kadangi prognozuojami laisvieji pinigų srautai taip pat išreiškiami nominaliais dydžiais. WACC atsižvelgia į kiekvieno kapitalo šaltinio rizikos dydį. Dėl rizikos, infliacijos, kapitalo institucijų pokyčių diskonto normos dydis nėra pastovus ir gali kisti prognozuojamu periodu [18].

Norint tiksliai nustatyti vidutinę svertinę kapitalo kainą, reikia atlikti ciklinius skaičiavimus. 8 formulėje yra naudojami dydžiai, parodantys nuosavo ir skolinto kapitalo dalis, tačiau nenustačius šių kapitalų rinkos vertės, negalima nustatyti ir jų įmonės kapitalo dalies. Kita vertus, apskaičiuoti kapitalo vertę galima tik turint WACC reikšmę. Dėl šios priežasties vidutinė svertinė kapitalo kaina gali būti panaudota tik tada, kai kaina ir jos nominalus santykis apytiksliai atitinka rinkos situaciją. Kitu atveju gautas rezultatas bus klaidinantis [18].

Kapitalo įkainojimo modelis (*angl.* Capital Asset Pricing Model (**CAPM**)) - remiasi vertybinių popierių rinkos informacijos analize, laisvoje apyvartoje esančių akcijų pajamingumo tyrimu. Modelis rodo, kad rizika už investavimo į ilgalaikį aktyvą tiesiogiai priklauso nuo šio aktyvo jautrumo rinkos pokyčiams. Nuosavo kapitalo kaina apskaičiuojama pagal 9 formulę [21]:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + \alpha, \quad (9)$$

čia R - norima gauti nuosavo kapitalo pajamų norma;

R_f - nerizikinga pelningumo norma;

R_m - bendrojo rinkos portfelio pelningumo (rinkos pajamų) norma;

β - koeficientas beta;

x – papildoma rizikos premija.

Uždarosioms įmonėms reikia detalesnės analizės:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2, \quad (10)$$

čia S_1 - premija mažoms įmonėms;

S_2 - premija už atskirų įmonių riziką.

Koeficiento beta ženklas rodo verslo vertės kitimo kryptį – jei beta teigiamas, verslo vertė kinta ta pačia linkme kaip ir rinkos pokyčiai. Koeficiento dydis rodo aktyvo reakcijos dydį į rinkos pokyčius. Nerizikingo aktyvo koeficientas beta lygus nuliui, tuo tarpu visų aktyvų rinkos portfelio koeficientas beta bus lygus 1. Koeficientas beta leidžia prognozuoti verslo vertės pokyčius, keičiantis rinkai. Tai tiesiogiai nulemia investavimo riziką.

Beveik nėra galimybių įvertinti numatomą įmonės ir rinkos portfelio pelningumą. Teorine prielaida apie koeficiento beta priklausomybę nuo būsimų įmonės ir rinkos pokyčių yra pakeičiama ankstesnių laikotarpių pelningumais. Jeigu ankstesni pokyčiai rodo būsimą vystymąsi, koeficientas beta gali tiksliai parodyti numatomą įmonės pelningumo priklausomybę nuo rinkos. Koeficientas beta apskaičiuojamas analizuojant statistinę rinkos informaciją pagal 11 formulę:

$$\beta = \beta_{unlevered} \left(1 + \frac{D}{E} \times (1 - t)\right), \quad (11)$$

čia β – svertinis beta koeficientas;

$\beta_{unlevered}$ – nesvertinis beta koeficientas;

D/E – įsiskolinimo ir nuosavybės santykis;

t - prognozuojamas pelno mokestis.

Suminis (kumuliacinis) metodas yra panašus į CAPM. Abiem atvejais pagrindas yra nerizikinga pajamų norma, prie kurios pridedama papildoma pelningumo norma už investavimo į konkrečią įmonę riziką. Ekspertiniu būdu apskaičiuojant premiją už riziką atsižvelgiama į šiuos veiksnius: valdymo kokybė, įmonės dydis, įmonės finansavimo šaltiniai, prekių ir teritorijos įvairinimas, vartotojų įvairinimas, pelno dydis ir jo prognozavimo galimybė, kitos rizikos. Kiekvienam iš paminėtų veiksnių vertintojas gali priskirti nuo 0 iki 5 procentų rizikos premiją [18].

Suminis diskonto normos skaičiavimas išreiškiamas 12 formule:

$$I = R + Q_1 + Q_2 + Q_3 + \sum g, \quad (12)$$

čia R - nominali be rizikos pelno norma;

Q_1 - papildoma premija už šalies riziką;

Q_2 - papildoma premija už investavimą į smulkų verslą;

Q_3 - papildoma rizika už investavimą į uždarąją akcinę bendrovę;
g - premija už nesisteminę riziką pagal rizikos veiksnius.

Diskonto norma turėtų būti tikėtina pelno norma, gaunama iš alternatyvinių investavimo galimybių, esant sulyginamai rizikai. Kitais žodžiais, tinkama diskonto norma yra "galimybių" kaštų, kurie yra pelno norma, gaunama iš kitų sulyginamų investavimo būdų, prigimtyje. Tai būtų norma, kuriai esant investuotojai tikėtusi turėti investicinį uždarbį iš nuosavybės ir paskatintų juos daryti investavimą. Jeigu kapitalo rinkos veikia efektyviai, šie galimybių kaštai nustato kapitalo kainą.

1.5. Ekonominio pelno metodas

Ekonominio pelno metodas - tai įmonės ekonominės vertės kūrimo įvertinimas, sutelkiantis dėmesį į akcininko gaunamos naudos sukūrimą. Apskaičiuojamas iš grynojo pelno po apmokestinimo atimant kapitalo kainą [36].

Šis metodas susilaukė daugiausiai kritikos lyginant su kitais verslo vertės nustatymo metodais. Šio metodo šalininkai teigia, kad jo privalumas yra jo paprastume. Jis lengvai suvokiamas ir jį nesunku pritaikyti praktiškai. Daugumos šio metodo tyrinėtojų teigimu, pagrindinis pranašumas tas, jog šis metodas leidžia įvertinti įmonės pažangą atskirais metais.

Taip pat įmonės vadovai turi suprasti, kurie veiksniai nulemia ekonominio pelno dydį. Kadangi organizacija negali tiesiogiai padidinti savo vertės, ji turi veikti kuriamą vertę per veiksnius, kuriuos ji gali veikti. Šie veiksniai skirstomi [8]:

- Finansiniai (kaip įmonė atrodo akcininkams, kreditoriams, potencialiems investuotojams);
 - Pirkėjų (kaip atrodo įmonės produktai ir jų patrauklumas pirkėjams)
 - Vidaus (ką įmonė turi tobulinti);
 - Inovacijų (kaip įmonė kuria naują vertę).

Vertei įtaką darantys veiksniai yra bet kokie veiklos įvertinimo dydžiai, kurių pasikeitimas keičia įmonės kuriamą vertę. Tačiau, kad įmonė būtų valdoma, siekiant sukurti didesnę vertę, turi būti aiški kiekvieno veiksnio įtaka verslo vertei. Atsižvelgiant į šiuos veiksnius, atitinkamai turi būti nustatomi tikslai įmonės padaliniams ir vadovams [7].

5 lentelėje pateiki ekonominio pelno metodo taikymo vertinant verslą pagrindiniai privalumai ir trūkumai.

5 lentelė. Ekonominio pelno metodo privalumai ir trūkumai [sudaryta autoriaus]

Ekonominio pelno metodas	
PRIVALUMAI	TRŪKUMAI
1. Pranašesnis prieš kitus alternatyvius metodus ir ypač svarbus, kai vertinamos įmonės, kurių akcijomis viešai neprekiuojama; 2. Motyvuoja vadovus dirbti kaip savininkus; 3. Paprastumas ir plačios pritaikymo galimybės; 4. Apima visus verslo gyvavimo etapus.	1. Ignoruoja būsimus pinigų srautus; 2. Neįvertina laiko veiksnio; 3. Neįvertina nusidėvėjimo; 4. Tinkamas ne visoms įmonėms vertinti; 5. Pagrįstas finansinėmis ataskaitomis, kurios gali būti nelabai tikslios; 6. Mažina naujovių galimybes.

1.6. Tinkamo verslo vertės nustatymo metodo pasirinkimas

Kol kas nėra sukurto universalaus įmonės vertinimo modelio, kuris būtų visuotinai taikomas, ir sunku pasakyti, ar pavyks jį sukurti. Pasaulio šalys labai skiriasi savo išsivystymo lygiu, tradicijomis, specifiniais ypatumais ir pan. Todėl ne visuomet įmanoma vienoje šalyje efektyvius verslo vertės metodus pritaikyti kitoje šalyje ir tikėtis, jog rezultatai bus tokie pat efektyvūs ir teisingi. Išsivysčiusiose šalyse vertinimo procesas yra tapęs strateginių uždavinių sprendimo sudedamąja dalimi. Jis padeda ištirti potencialias įmonės galimybes kurti vertę ateityje. O besivystančiose šalyse situacija visiškai kitokia. Rinkos čia dar tik formuojasi. Besivystančiose šalyse vertinimo klausimas plačiau diskutuojamas. Šių šalių įmonės ir jų vadovai priešinasi siūlymui vertės maksimizavimo uždavinį pripažinti pagrindiniu įmonės tikslu. Todėl nepripažįstami ir šiuo pagrindu paremti įmonės vertinimo modeliai [8]

Tam, kad vertinimo metodą pasirinkti būtų lengviau, pirmiausia reikia atsižvelgti į vertinimo tikslus (investavimo ir sprendimo priėmimo) ir priklausomai nuo tikslo pasirinkti vertinimo metodą. 6 lentelėje pateikiama susisteminta vertinimo metodų naudojimo, atsižvelgiant į vertinimo tikslus analizė [13].

6 lentelė. Vertinimo metodo naudojimas, atsižvelgiant į vertinimo tikslą [sudaryta autoriaus, remiantis [13]]

Tikslas	Tinkamiausi metodai	Netinkami metodai
Sprendimų priėmimas	1. Pridėtinės ekonominės vertės;	1. Diskontuotų dividendų;
	2. Diskontuotų pinigų srautų metodas;	2. Rinkos multiplikatoriaus;
	3. Gryniosios dabartinės vertės;	3. Dividendų/pajamų kapitalizacijos;
	4. Vidinės gražos normos;	4. Santykinės vertės;
	5. Buhalterinės vertės;	5. Likvidacinės vertės.
	6. Pinigų pridėtinės vertės;	
	7. Finansiniai rodikliai.	

6 lentelės tęsinys

Tikslas	Tinkamiausi metodai	Netinkami metodai
Investavimas	1. Rinkos vertės;	1. Pelningumo indekso;
	2. Santykinės vertės;	2. Vidinės gražos normos;
	3. Rinkos multiplikatoriaus;	3. Pinigų pridėtinės vertės.
	4. Finansinių rodiklių;	
	5. Dividendų/pajamų kapitalizacijos;	
	6. Diskontuotų pinigų srautų;	
	7. Diskontuotų dividendų.	

Praktikoje dažniausiai yra naudojami ekonominio pelno ir diskontuotų pinigų srautų metodai. Įvertinus verslo vertinimo metodų esmę, privalumus, trūkumus galima teigti, kad tiksliausiai AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę bus galima nustatyti naudojant diskontuotų pinigų srautų ir ekonominio pelno metodus. Toks sprendimas buvo priimtas dėl to, kad pirmasis metodas įvertina laiko veiksni, riziką, rinkos situaciją ir dar galima jį įvairiai modifikuoti, kuo geriau pritaikant konkrečiai situacijai, o antrasis plačiai vartojamas verslo vertinimo praktikoje.

1.7. Verslo vertę lemiantys veiksniai

Didelę svarbą įmonės vertės kūrimui ir jos vertinimo procesui turi vertę lemiantys veiksniai. Vertinant verslą atliekama įmonės vidinės aplinkos analizė, kuri turi būti nukreipta į veiksmų, lemiančių laisvuosius pinigų srautus ir diskonto normą, nustatymą. Yra išskiriami tokie vidiniai veiksniai [5]:

- Marketingas;
- Gamyba;
- Personalas;
- Finansai.

Marketingas. Atliekant marketingo analizę yra nustatomas vartotojų poreikių patenkinimas, kadangi nuo jų išlaikymo priklauso įmonės pelningumas. Taip pat būtina įvertinti taikomą kainodaros politiką, įmonės sugebėjimą išlaikyti savo rinkos dalį, skverbimosi į naujas pelningas rinkas perspektyvas, pardavimų augimo tempus, naujos produkcijos perspektyvas bei produktų diferenciacijos pobūdį dar išskiria prestižą, kaip veiksni, sąlygojantį įmonės vertę. Taip pat akcentuoja marketingo politikos įtaką įmonės vertei ir pažymi, kad šie veiksniai sąlygoja laisvuosius įmonės pinigų srautus [17, 38].

Gamyba. Gamybos procese svarbu pagaminti kokybišką, konkurencingą produkciją. Svarbu įvertinti ir įmonės veiklos (produkcijos) diversifikavimo galimybes, nes nepalankiai pasikeitus

pagrindinės produkcijos rinkos konjunktūrai, įmonė galėtų apsidrausti nuo rizikos, specializuodamasi naujos produkcijos gamyboje. Šis veiksnys apsprendžia ir laisvuosius pinigų srautus, ir padeda nustatyti diskonto normos dydį. Gamybiniai pajėgumai, jų būklė lemia gaminamos produkcijos apimtį [22].

Personalas. Žmogiškieji ištekliai taip pat turi itin svarbią reikšmę kuriant įmonės vertę, nes tai yra vienas iš nesisteminės rizikos veiksnių, kuris įvertinamas nustatant diskonto normą. Įmonių vertei turi įtakos ir įmonių kultūra, darbuotojų pasitenkinimas darbu, darbo užmokesčio sistema, darbuotojų motyvacija [26]. Pastarieji veikia laisvuosius pinigų srautus Svarbus ir darbuotojų lojalumas. Kuo ilgiau darbuotojai dirba toje pačioje įmonėje, tuo jie geriau susipažinę su jos ypatumais, tam tikra darbo specifika, dėl to padidėja darbo našumas [14].

Nuosavybės ir valdymo atskyrimą ir kontrolę, kaip veiksnį, sąlygojantį įmonės vertę, išskiria [6]. Akcininkai suteikia sprendimų priėmimo teises įmonių vadovams. Jie įmonę mato kaip investicijų šaltinį ir nori, kad samdomi vadovai dirbtų stropiai ir efektyviai. Tačiau vadovai į įmonę žiūri kaip į atlyginimo šaltinį. Todėl dažnai tarp šių dviejų suinteresuotųjų šalių kyla konfliktai, kurie turi neigiamos įtakos įmonės vertei [6].

Finansai. Didžiausią įtaką įmonės vertei turi finansiniai veiksniai [22]. Jie geriausiai atspindi įmonės esamos ir būsimos veiklos rezultatyvumą ir tiesiogiai sąlygoja laukiamas pajamas ir sąnaudas bei diskonto normą. Svarbiausias iš jų yra laukiami pinigų srautai, kurie yra pagrindas vertei skaičiuoti. Įmonės, norėdamos įgyvendinti investicinius projektus, kurie leistų padidinti įmonės vertę, turi surasti pakankamai finansavimo šaltinių ir pasirinkti tam tikrą finansavimo būdą, t. y. finansavimo šaltinių derinį – kapitalo struktūrą [29].

Dividendų politikos poveikio įmonės akcijų vertei negalima apskaičiuoti pagal formulę, tačiau įmonės vadovai turi pasirinkti tokią dividendų politiką, kuri būtų nukreipta akcininkų turto vertei maksimizuoti, derinant ją su strateginiais įmonės tikslais [4].

Nuo dividendų mokėjimo politikos ir jų sumos priklauso būsimi įmonės laisvieji pinigų srautai. Produkcijos savikaina turi didelę reikšmę prognozuojant kainas, įvertinant įmonės ir jos padalinių ūkinę veiklą, priimant racionalius valdymo sprendimus [27].

Įmonės vertė priklauso ir nuo apyvartinio kapitalo. Kiekviena įmonė turi turėti pakankamai kapitalo ir atsargų, kad galėtų vykdyti savo veiklą Įmonės vertę taip pat apsprendžia tiek materialiojo, tiek nematerialiojo turto dydis [28].

Norint įvertinti įmonės finansinę būklę, yra skaičiuojami santykiniai rodikliai. Jie atsako į klausimus kaip įmonė veikia, ar jos veikla sėkminga, perspektyvi. Santykinų rodiklių yra daug ir vertintojai gali pasirinkti tokius rodiklius, kurie jų požiūriu geriausiai atspindi įmonės finansinę padėtį, jos kitimo tendencijas, leidžia įvertinti riziką bei numatyti veiklos perspektyvas [42]. Išskiriami tik tokie santykiniai rodikliai, labiausiai sąlygojantys įmonės vertę: kintamųjų ir

pastoviųjų išlaidų santykis, turto ir kapitalo panaudojimo efektyvumas, veiklos pelno marža bei P/E santykis [22, 38].

Galima teigti, kad netikslinga santykinius rodiklius laikyti vertę sąlygojančiais veiksniais, kadangi jie yra išvestiniai iš kitų rodiklių. Kiti veiksniai, kurie nesiejami su pajamų uždirbimu, bet yra reikšmingi akcijų vertei, yra akcijų likvidumas, uždaros ar atviros akcinės bendrovės steigimas, kontrolinis akcijų paketo įsigijimas. Akcijų likvidumas parodo kaip greitai akcijos gali būti paverčiamos pinigais. Kuo akcijos likvidesnės, tuo jų vertė didesnė. Viešai platinamų įmonių akcijos yra likvidesnės palyginus su uždarytųjų akcinių bendrovių, todėl pastarųjų įmonių akcijų dalis yra mažiau vertinga. Akcijų vertinimui didelės įtakos turi ir akcijų savininkams suteikiamas kontrolės lygis. Akcijos, suteikiančios jų savininkams daugiau balsavimo teisių ir didesnę kontrolės lygį, yra vertingesnės už mažumos akcijas [22].

Siekiant sukurti naujus produktus ir taip didinti pardavimų pajamas, tuo pačiu būsimus laisvuosius pinigų srautus, tikslinga investuoti į mokslinius tyrimus ir atradimus [14].

Prie vidinių veiksmų, sąlygojančių įmonės vertę, siūloma priskirti ir valdymo apskaitos įdiegimo laipsnį. Valdymo apskaita pateikia vadovams sprendimų priėmimui naudingą informaciją apie įmonės kuriamą vertę bei potencialias galimybes ją kurti ateityje [27].

Informacija apie išlaidų susidarymą yra nepakeičiama užtikrinant racionalų įmonės valdymą. Tuo tikslu išlaidos turi būti tinkamai klasifikuojamos. Nuo išlaidų kontrolės lygio priklauso jų naudojimo racionalumas. Suklasifikavus išlaidas, įmonė turėtų ir pasirinkti tinkamą savikainos kalkuliavimo sistemą (pilnąją ar dalinę). Naudojant produkcijos savikainos kalkuliavimo duomenis, ne tik apskaičiuojama produkcijos savikaina, prognozuojama kaina ir pelnas, bet ir įvertinamas gamybos efektyvumas bei užtikrinamas operatyvus gamybos produktų valdymas [27]. Įmonės vertę sąlygoja ir jos pasirinkta **apskaitos politika**. Nusidėvėjimo metodo pasirinkimas ir atsargų įkainojimo būdai apsprendžia įmonės laisvuosius pinigų srautus laike.

Išorinė aplinka traktuojama kaip visos už įmonės ribų esančios jėgos, nuo kurių priklauso pastarosios veikla. Ji skirstoma į makroaplinkos ir šakos aplinkų lygius. Makroaplinkos veiksniai yra svarbūs tuo, kad įmonė negali jų paveikti, bet turi prie jų prisitaikyti. Makroaplinkos veiksniai klasifikuojami į [22]:

- Ekonominius;
- Politinius;
- Teisinius ir technologinius.

Didžiausią įtaką verslui turi **ekonominiai veiksniai** [17, 22, 38]:

Bendrasis vidaus produktas (BVP). Jis apibūdina šalies ekonominio išsivystymo lygį. BVP dinamika suteikia informaciją apie struktūrinius pokyčius šalies ekonomikoje ir leidžia numatyti

veiklos plėtimosi galimybes, suformuluoti veiklos strategiją. Tai lemia tiek laisvųjų pinigų srautų prognozes, tiek diskonto normos dydį.

Infliacija. Ji sąlygoja kaštus, susijusius su kapitalo pritraukimu. Siekiant išlaikyti nuoseklumą pinigų srautų ir diskonto normos prognozėse turi būti įvertintas infliacijos dydis.

Palūkanų normos kitimas yra reakcija į makroekonominės reguliavimo priemones. Vertinant verslą palūkanų normos sąlygoja diskonto normą.

Valiutų kursų pasikeitimas. Svarbus eksportuojančioms įmonėms. Kintant valiutos, kuria produkcija realizuojama kitoje šalyje, kursui, būtinas prognozuojamų pardavimo pajamų koregavimas. Tai tiesiogiai veikia prognozuojamus laisvuosius pinigų srautus.

Vertinant verslą būtina atsižvelgti ir į **politinius – teisinius veiksniai**, kurie gali lemti laisvųjų pinigų srautų ir diskonto normos skaičiavimuose naudojamų rodiklių (pajamų, sąnaudų, mokesčių ir kt.) dydį [17, 22]. Išskiriami tokie politiniai – teisiniai veiksniai [22]:

Tarptautinė politinė situacija. Aktuali eksportuojančiom ar importuojančiom įmonėms.

Vidinė politinė šalies situacija. Įvertinama skirtingų politinių partijų, interesų grupių nuostatos, turinčios tiesioginį ryšį ar reglamentuojančios įmonių veiklą.

Santykiai su šalies valdžios institucijomis. Svarbus toms įmonėms, kurių įstatinio kapitalo dalis priklauso valstybei.

Teisinis reglamentavimas. Reglamentuoja santykius su darbuotojais, vartotojais, partneriais, konkurentais. P. Fernandez [17] siūlo prie politinės - teisinės makroaplinkos priskirti ir šalies mokesčių sistemą, kadangi ji veikia laisvuosius pinigų srautus [38].

Technologiniai – moksliniai veiksniai apima mokslinius tyrimus, žinias bei technologijas. Technologinės naujovės sąlygoja efektyvumą, produkto senėjimo greitį, informacijos rinkimą, laikymą ir paskirstymą ir kt. [23]

Norint nustatyti tikrąją verslo vertę, taip pat reikia atsižvelgti ir į šakos aplinkos veiksnių įtaką prognozuojamiems laisviesiems pinigų srautams ir diskonto normai. Šakos aplinkai priskiriami [17]:

- Konkurentai;
- Tiekėjai;
- Vartotojai.

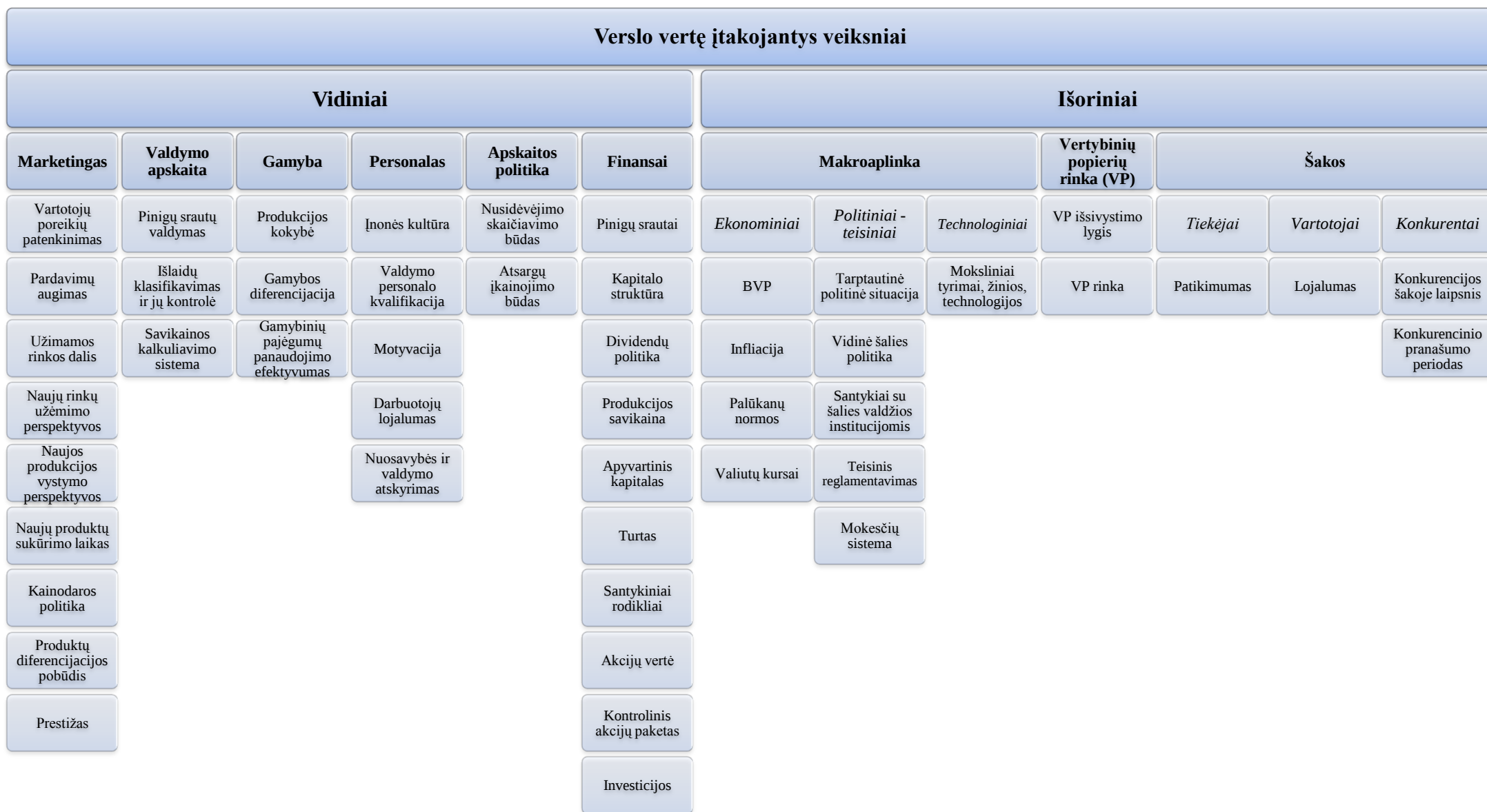
Konkurentų analizė padeda nustatyti konkurencijos situaciją nagrinėjamoje rinkoje, nustatyti įmonės padėtį rinkoje, ištirti įmonės stipriąsias ir silpnąsias puses. Tai svarbu siekiant išplėtoti savo konkurencinius pranašumus, kurie sudaro įmonės strategijos pagrindą.

Vartotojai yra vieni iš svarbiausių veiksnių, kadangi be vartotojų negalės įmonė funkcionuoti, todėl svarbu nustatyti jų poveikį įmonės veiklai ir užtikrinti jų lojalumą [14].

Tiekėjų patikimumas taip pat yra pakankamai reikšmingas ir galintis sąlygoti įmonės pelningumą veiksnys. Tiekėjų kreditų terminų suteikimo liberalioji politika turi įtakos bankui nustatant palūkanų normas už suteikiamas paskolas ir veikia diskonto normą.

Tikslinga prie išorinių veiksnių išskirti ir **vertybinių popierių rinką**. Kuo labiau išsivysčiusi rinka, tuo tikresnės vertybinių popierių kainos rinkoje. P. Fernandez taip pat išskiria ir bendravimą su rinka kaip veiksnį, sąlygojantį nuosavybės vertę. Šis veiksnys svarbus tuo, kad akcijų kainos reaguoja į asimetrinę ir signalinę informaciją, o tai gali įtakoti akcijų pervertimą arba nepakankamą įvertinimą [17].

4 paveiksle pateikiama susisteminta schema, kurioje išskiriami veiksniai įtakojantys įmonės vertę.



4 pav. Verslo vertę lemiantys veiksniai [sudaryta autoriaus]

Išanalizavus didžiąją daugumą įmonės vertę lemiančių veiksnių, pastebėta, kad kiekvieno veiksnio įtaka įmonės vertei yra skirtinga, o daugumos jų net negalima kiekybiškai įvertinti. Tačiau yra tokių vertę lemiančių veiksnių, kuriuos derinant galima padidinti įmonės vertę. Šie veiksniai ir jų derinimo galimybės yra tokios [5]:

- Nusidėvėjimo suma - reikia įtraukti kuo daugiau galimų išlaidų į ilgalaikio materialiojo turto savikainą ir pasirinkti kuo mažesnę likvidacinę vertę. Nusidėvėjimo metodo pasirinkimas turi įtakos verslo vertei. Pagal tiesiogiai proporcingą nusidėvėjimo metodą, nusidėvėjimo suma paskirstoma tolygiai per visą ilgalaikio turto naudingo tarnavimo laikotarpį, todėl ir laisvieji pinigų srautai pasiskirsto tolygiai. Taikant dvigubai mažėjančios vertės ar metų skaičiaus metodus pirmaisiais metais būna didžiausia nusidėvėjimo suma, antraisiais - mažesnė negu pirmaisiais, o trečiaisiais ir dar vėlesniais metais - tolygiai mažėjanti nusidėvėjimo suma. Tad pirmaisiais metais gaunama daugiausiai laisvųjų pinigų srautų, o po to kas metai mažėja. Rinktis šį metodą naudinga toms įmonėms, kurios nori greitai padidinti vertę;

- *Dividendai* - įmonė gali laisvai nustatyti, kiek ji mokės dividendų akcijų savininkams, įvertinant kaip tai paveiks įmonės vertę. Mokamų dividendų suma tiesiogiai veikia įmonės pinigų srautus ir gali paveikti ir ateinančių metų pelną, kadangi mažesnė ar didesnė dalis paliekama įmonės reinvesticijoms. Dažniausiai, atvirosios akcinės bendrovės, kurių akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržoje didina savo vertę mokamais dividendais;

- *Prestižo dydis* - įmonės, turinčios didesnę prestižą, ir vertė yra didesnė. Tačiau dėl apskaitos taisyklių dauguma įmonių neįvertina viso prestižo ir neįtraukia jo į balansą. Tai iškraipo tikrąją įmonės vertę, todėl įmonės turi stengtis teisingai įvertinti savo prestižą;

- *Produkcijos savikaina* - norint padidinti verslo vertę reikia mažinti produkcijos savikainą. Įmonė turi įtraukti į parduotų prekių ir paslaugų savikainą kuo mažiau galimų išlaidų. Tai yra pagrindinis pelno ir pinigų srautų didinimo šaltinis;

- *Kapitalo struktūra* - reikia pasirinkti tokią kapitalo struktūrą, kuri leistų sumažinti kapitalo kainą ir finansinę riziką.

Naudojant diskontuotų pinigų srautų metodą, įmonės vertę galima padidinti darant įtaką esamiems pinigų srautams, augimo normą po prognozuojamo laikotarpio, diskonto normą. Pasak A. Damodaran [15], pinigų srautams, kuriuos kuria įmonės turtas, padidinti būtina stengtis sumažinti produkcijos savikainą, likviduoti nuostolingą turtą, sumažinti įmonės efektyvią mokesčių normą, efektyviai valdyti atsargas ir t. t. O norint padidinti tęstinę vertę reikia įgyti ir išlaikyti konkurencinį įmonės pranašumą [40].

Dar vienas būdas padidinti įmonės vertę yra restruktūrizacija, kuri tinka šiais atvejais:

- Gerinant išteklių išdėstymą tarp verslo vienetų, padalinių;
- Derinant pelno centrus, kad jie geriau sutaptų su visa organizacija. Visi organizacijos vienetai turi siekti bendros strategijos;
- Didinant tam tikro tikslo konkurencingumą;
- Nukreipti įmonės veiklą nauja kryptimi;
- Didinant įmonės skolinimosi galimybes.

1.8. Verslo vertės poveikis įmonės valdymui

Investuotojai investuodami savo lėšas į verslą, reikalauja iš įmonių vadovų optimalaus kapitalo augimo, kuris duotų maksimalų pelną. Todėl į racionalų kapitalo valdymą turi būti kreipiama daug dėmesio. Verslą reikėtų suvokti kaip finansinių išteklių judėjimą, kurį įtakoja valdymo sprendimai. Verslo sėkmė priklauso nuo nenutrūkstamo teisingų sprendimų priėmimo. Kiekvienas sprendimas daro įmonei geresnį ar blogesnį ekonominį poveikį. Įmonės valdymo procesas – tai ekonominių sprendimų seka, kurie iššaukia finansinių išteklių judėjimą.

Sprendimai susiję su investicijomis į naujas technologijas, naujos produkcijos ar paslaugos įvedimu į rinką yra vieni svarbiausių, žiūrint į įmonės ateities perspektyvas ir gebėjimą duoti ilgalaikes pajamas. Likę sprendimai yra įmonės padalinių valdymo kasdieninio proceso dalis.

Finansų valdymas išeina iš apskaitos rėmų, ir jam svarbiausia ne didžiausias vienai akcijai tenkantis pelnas, bet didžiausia būsimųjų pinigų srautų vertė. Pagrindinės finansų valdymo funkcijos:

1. **Investavimas.** Tai tokie sprendimai, kurie sukuria įmonei ne tik pajamas, bet ir tie, kurie taupo;
2. **Finansavimas.** Tai sprendimai, kaip finansuoti investicinius projektus ir koki finansavimo derinį įmonei parinkti;
3. **Dividendų paskirstymas.** Sprendžiama, kiek investicinių sprendimų sukurto pinigų srauto atiduoti akcininkams.

Kiekvienas sprendimas susijęs su įmonės valdymu turėtų didinti įmonės vertę. Svarbu neužmiršti esminių principų:

- pinigai yra svarbiausia, dažnai net svarbiau negu pelnas. Įmonė gali uždirbti balansinį pelną, tačiau neturėti pinigų kasoje ar sąskaitoje, ir negalėti apmokėti pateikiamų sąskaitų;
- esama turto struktūra turi būti analizuojama ir keičiama keičiantis ekonominėms sąlygoms.

Ar bus kuriama vertė firmoje priklauso nuo:

- teisingų investavimo sprendimų;
- teisingo finansavimo (kapitalo struktūros) sprendimų;
- teisingų reinvestavimo sprendimų [19].

Bendra visoms įmonėms išlieka pagrindinio ekonominio tikslo nustatymas: *pasirinktų išteklių planingas panaudojimas, siekiant sukurti per tam tikrą laiką pagrįstą rinkos vertę, galinčią padengti visus sunaudotus išteklius ir užtikrinti priimtina pajamų lygį esant sąlygoms, atitinkančioms verslo savininkų rizikos lūkesčius* [9].

2. AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ FINANSINĖS VEIKLOS ANALIZĖ

2.1. AB „Pieno žvaigždės“ veikla

AB „Pieno žvaigždės“ įkurta 1998 m. gruodžio 23 d. susijungus Lietuvoje savarankiškai veikusioms pieno perdirbimo įmonėms AB „Mažeikių pieninė“ bei AB „Pasvalio sūrinė“. Vėliau buvo prijungta AB „Kauno pienas“ ir 2004 metais AB „Panevėžio pienas“. Šiandien tokia struktūra leidžia specializuoti gamybą atskiruose filialuose, pasiekiant aukščiausią efektyvumo lygmenį ir tolygiai paskirstant žaliavinio pieno surinkimo pajėgumus šalyje.

AB „Pieno žvaigždės“ yra didžiausia Lietuvos pieno perdirbimo įmonė, 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 yra pagrindiniai AB „Pieno žvaigždės“ eksporto rinkoms gaminami produktai, užsitarnavę pripažinimą nepriekaištingos kokybės dėka. Jiems suteikti tarptautiniai produkto kokybės sertifikatai.

Bendrovės pagrindinė veikla - pieno perdirbimas. Šis verslas yra rizikingas dėl galimų pokyčių žaliavos ir produktų rinkose, konkurencijos, taip pat galimų teisinių, politinių, technologinių bei socialinių pokyčių, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusių su Emitento verslu, kas gali neigiamai paveikti Emitento pinigų srautus ir veiklos rezultatus.

Koncerno pagrindinė žaliava yra pienas, kurio pardavimo perdirbimui kiekis Europos Sąjungos pieno gamintojams yra apribotas nacionalinėmis pieno kvotomis. Žaliavos tiekimo apribojimas gali įtakoti žaliavos trūkumą bei žaliavos kainų kilimą. Šie pokyčiai gali neigiamai paveikti Emitento pinigų srautus ir veiklos rezultatus.

Emitento verslas (ypatingai pieno surinkimas ir pristatymas) yra daug darbo jėgos reikalaujanti veikla. Darbuotojų trūkumas ir jų atlyginimų didėjimas gali neigiamai paveikti Emitento veiklos rezultatus.

AB „Pieno žvaigždės“ įdiegtos integruotos kokybės vadybos ir aplinkos vadybos sistemos pagal ISO 9001: 2008 ir ISO 14001: 2004 standartų reikalavimus. Taikomomis programomis užkertamas kelias biologinei, cheminei ar fizinei taršai, užtikrinant gaminamų pieno produktų saugą ir kokybę. Pieno gaminių kokybės ir ypač jų saugos užtikrinimas, t.y. nekenksmingumas vartotojui, yra vienas iš pagrindinių bendrovės uždavinių. Bendrovėje veikianti prevencinė maisto saugos sistema leidžia valdyti nustatytus pavojus ir rizikos veiksnius bei svarbius kontrolės taškus, kurie susiję su pieno gaminių gamybos procesais, transportavimu ir vartojimu, pagerina kokybės kontrolę. Bendrovėje yra parengtos, įdiegtos ir veikia programos, kuriose numatytos sąlygos, priemonės ir elgsenos taisyklės, užkertančios kelią biologinei, cheminei ar fizinei taršai, užtikrinančios pieno gaminių saugą ir kokybę.

1998-2002 m. Valstybinė maisto ir veterinarijos tarnyba AB „Pieno žvaigždės“ filialams išdavė eksporto į Europos Sąjungą patvirtinimus, kurie suteikia teisę eksportuoti pieno gaminius, paženklintus identifikavimo ženklu, į ES šalis.

2002 m. bendrovėje buvo atliktas pirminis kokybės vadybos sistemos sertifikacinis auditas, o 2005 m. resertifikacinis išoriniai audita. Bendrovei buvo išduoti sertifikatai, liudijantys, kad įmonėje yra sukurta, įforminta dokumentais, įgyvendinta ir prižiūrima kokybės vadybos sistema, atitinkanti ISO 9001 standarto reikalavimus.

2005 m. bendrovėje buvo pradėta diegti aplinkos vadybos sistema, atitinkanti ISO 14001 standarto reikalavimus. Naujoji sistema buvo integruota į bendrovėje jau veikiančią kokybės vadybos sistemą.

2007 m. vasario mėn. tarptautinė sertifikavimo įmonė TUV CERT įmonėje atliko aplinkos apsaugos vadybos sistemos sertifikacinį auditą ir kokybės vadybos resertifikacinį auditą, o 2010 m. I ketv. integruotos kokybės ir aplinkos apsaugos vadybos sistemos resertifikacinį auditą, įvertino šių sistemų atitikimą ISO 9001 ir ISO 14001 standartų reikalavimams. Išduoti sertifikatai patvirtina, kad bendrovė įdiegė ir dirba pagal integruotą kokybės ir aplinkos apsaugos vadybos sistemą šiose srityse: pieno gaminių projektavimas, kūrimas, gamyba ir realizavimas. Sertifikatai galioja iki 2013-04-10.

Bendrovėje įdiegta integruota kokybės ir aplinkos apsaugos vadybos sistema užtikrina, kad įmonėje struktūra, atsakomybė, procesai ir procedūros aprašyti, pagrindiniai dokumentai kontroliuojami ir nuolat atnaujinami, patikrinimai ir kontrolės veiksmai reguliariai atliekami, neatitiktys identifikuojamos, analizuojamos ir taisomos, užtikrinama neatitikčių prevencija, atitiktis teisiniais ir kitiems reikalavimams, taršos prevencija, nuolatinis aplinkos apsaugos situacijos gerinimas.

Gaminant ekologiškus pieno gaminius griežti reikalavimai keliami ne tik gamybos procesams, bet ir jų sudėtinėms dalims. Sertifikuoti ekologiški gaminiai ženklinami papildoma informacija: ekologiškų produktų sertifikavimo ženklu, sertifikavimo įstaigos kodu, nuoroda kur užaugintos gaminių sudėtyje esančios žemės ūkio žaliavos.

Pagrindiniai įmonės kokybės ir aplinkos vadybos principai:

- Kokybės vadybos sistema orientuota į vartotoją, didelis dėmesys skiriamas vartotojo poreikių ir lūkesčių užtikrinimui.
- Privaloma laikytis švaresnės gamybos principų; identifikuoti ir valdyti tuos aspektus, kurie daro reikšmingą poveikį aplinkai, užtikrinti tinkamą pasirengimą avarinėms situacijoms.
- Įmonės vadovybė nustato vieningus tikslus ir uždavinius. Vadovai sukuria įmonėje tokią atmosferą, kurioje, siekiant tikslų, dalyvauja visi darbuotojai.
- Į įmonės veiklą įtraukiami visų lygių darbuotojai.

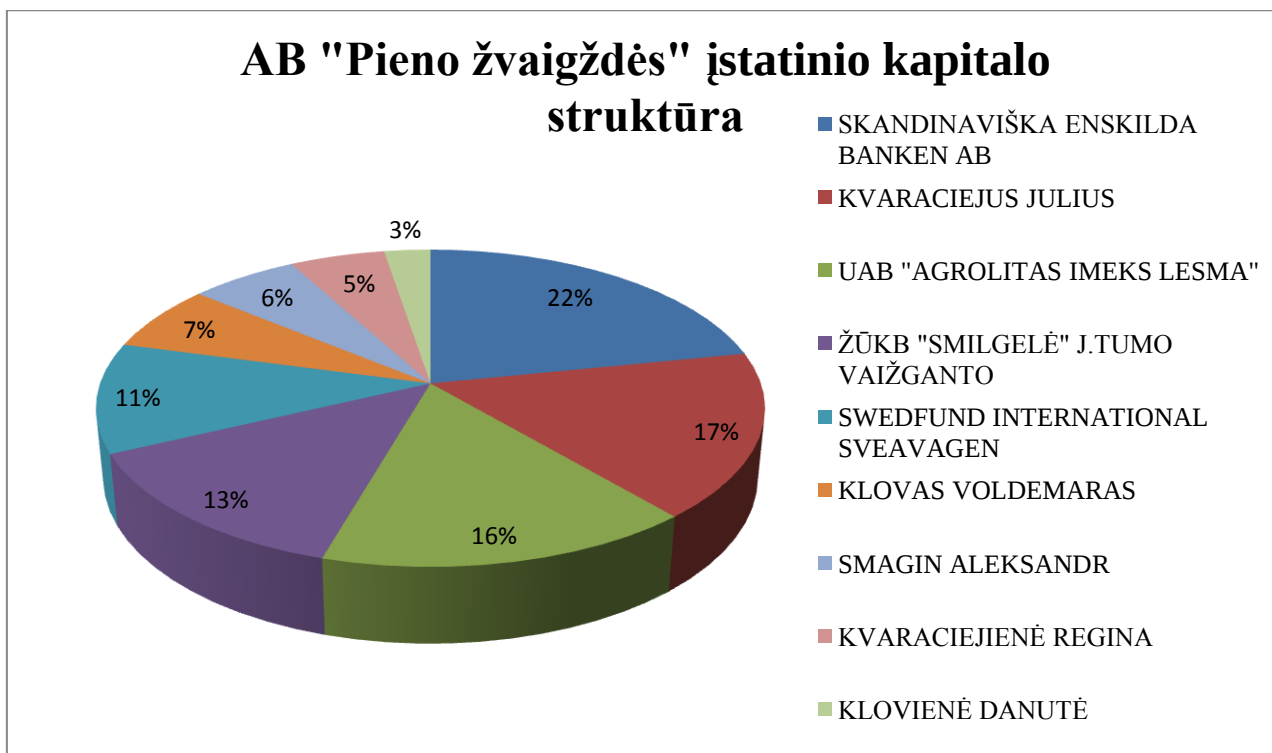
- Visa įmonės veikla ir su ja susiję ištekliai yra valdomi kaip procesas.
- Tarpusavyje susiję procesai apibrėžiami, suvokiami ir valdomi kaip sistema, o tai didina įmonės rezultatyvumą ir veiksmingumą.
- Įmonės tikslas - nuolatinis gerinimas. Gerinimo veikla yra suderinta su įmonės strategija, o kiekvienas dirbantis siekia nuolat gerinti produktus, procesus, sistemas.
- Rezultatyvūs sprendimai pagrindžiami duomenų ir informacijos analize.
- Didelis dėmesys skiriamas ryšiams su tiekėjais.

ISO 9001 ir ISO 14001 sertifikatų turėjimas įrodo, kad įmonėje struktūra, atsakomybė ir įgaliojimai yra apibrėžti, procesai ir procedūros aprašyti, pagrindiniai dokumentai kontroliuojami ir nuolat atnaujinami, patikrinimai ir kontrolės veiksmai reguliariai atliekami, neatitiktys identifikuojamos, analizuojamos ir taisomos, užtikrinama neatitikčių ir avarių prevencija, mažinamas neigiamas poveikis aplinkai.

Juridinių asmenų registre įregistruotas 54 205 031 Lt įstatinis kapitalas. Jis padalytas į 54 205 031 paprastąsias vardines 1 Lt nominalios vertės akcijas. Visos akcijos yra pilnai apmokėtos. Vertybinių popierių perleidimo apribojimai netaikomi. 2010 m. gruodžio mėn. 31 d. bendrovėje iš viso buvo 3 825 akcininkų. 7 lentelėje bei 5 paveiksle pateikiama informacija apie akcininkų sudėtį.

7 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ pagrindinių akcininkų sąrašas [sudaryta autoriaus remiantis [1]]

Akcininkas	Turimų akcijų skaičius	Turimų balsų dalis su kartu veikiančiais asmenimis %
SKANDINAVIŠKA ENSKILDA BANKEN AB SERGELS TORG 2, 10640 STOCKHOLM, SWEDEN	9 147 911	18,06
UAB "AGROLITAS IMEKS LESMA" LAISVĖS PR.125, VILNIUS, ĮM. K. 2191855	6 614 985	13,06
SWEDFUND INTERNATIONAL SVEAVAGEN 24-26, BOX 3286, SE-103 65 STOCKHOLM, SWEDEN	4 700 000	9,28
ŽŪKB "SMILGELĖ" J.TUMO VAIŽGANTO 8/27-3. VILNIUS, ĮM. K. 2490652	5 655 632	11,17
KVARACIEJUS JULIUS	7 081 907	31,95
KVARACIEJENĖ REGINA	2 246 959	31,95
KLOVAS VOLDEMARAS	2 842 567	31,95
KLOVIENĖ DANUTĖ	1 091 691	31,95
SMAGIN ALEKSANDR	2 547 123	31,95



5 pav. AB „Pieno žvaigždės“ įstatinio kapitalo struktūra 2010 metų pabaigoje [sudaryta autoriaus remiantis [1]]

AB „Pieno žvaigždės“ 2011 m. vasario 28 d. baigė įgyvendinti Europos Sąjungos (ES) finansuojamą projektą „AB „Pieno žvaigždės“ konkurencingumo didinimas užsienio rinkose (eksporto plėtra)“, projekto Nr. VP2-2.1-ŪM-04-K-01-401. 2010 m. vasario mėn. 3 d. buvo pasirašyta ES finansavimo ir administravimo sutartis 422.428,00 Lt sumai pagal Lietuvos 2007 - 2013 metų Ekonomikos augimo veiksmų programos 2 prioriteto „Verslo produktyvumo didinimas ir aplinkos verslui gerinimas“ įgyvendinimo priemonę VP2-2.1-ŪM-04-K „Naujos galimybės“. Įmonė šį projektą įgyvendino per 15 mėn. Projekto įgyvendinimo metu buvo pasiekti pagrindiniai tikslai - atlikti Rusijos, Kazachstano bei Azerbaidžano rinkų tyrimai, kurių dėka buvo išanalizuoti pardavimo kanalai bei imtasi veiksmų didinant pardavimų apimtis. AB „Pieno žvaigždės“ šiame projekte dalyvavo 3-e parodose: "PRODEXPO'10" Maskvoje, „WORLDFOOD'10“ Almatoje, „PRODEXPO'11“ Maskvoje. Parodų metu įmonė pristatė eksportui skirtų produktų asortimentą, užmezgė kontaktus su potencialiais klientais. Projekto tęstinumui bei tolimesniam įmonės konkurencingumo didinimui ir darbo našumo augimui užtikrinti bus naudojamos įmonės lėšos. ES paramos dėka išaugusi įmonės eksporto apyvarta ir darbo našumas įgalino investicijas nukreipti į naujų rinkų ES šalyse bei NVS valstybėse plėtrą ir į profesionalų vadybos, pardavimų bei gamybos personalo rengimą [1].

2.2. Išorinės aplinkos analizė

Rinkos analizė. Lietuvos pieno perdirbėjų rinka nėra didelė. Pagrindiniai pieno perdirbėjai, kurie užima didžiąją rinkos dalį ir kurių akcijomis prekiaujama Vilniaus vertybinių popierių biržoje (toliau VVPB) pateikiami 8 lentelėje.

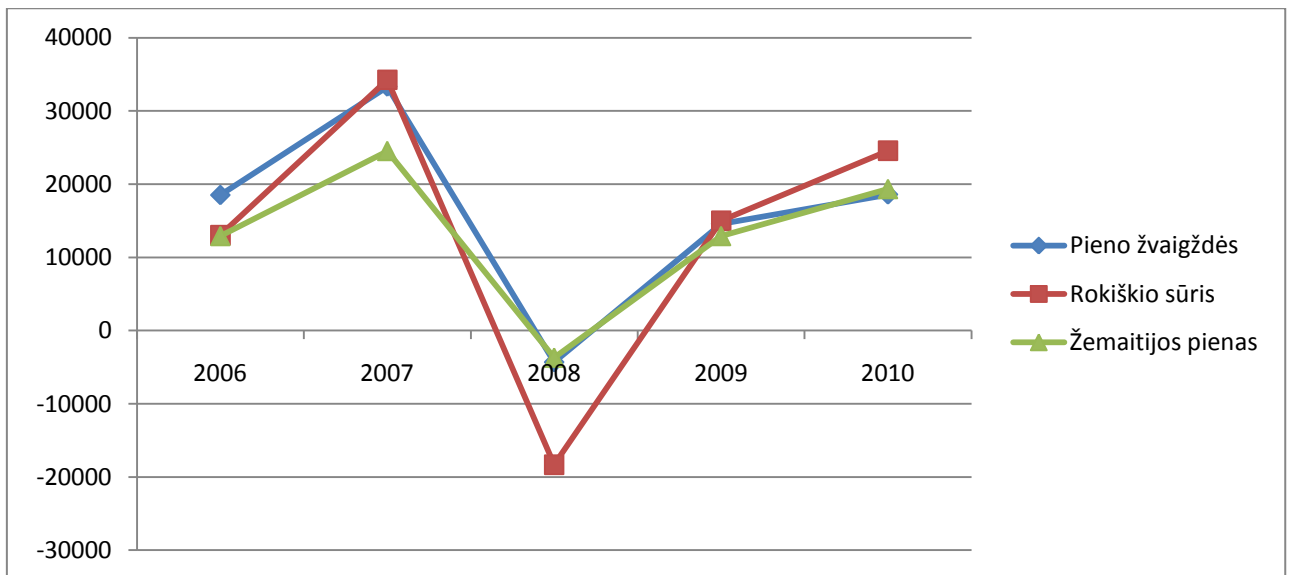
8 lentelė. Pieno perdirbėjų pardavimai 2006-2010 m. tūkst. Lt [sudaryta autoriaus remiantis [1,2,3]]

	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB „Pieno žvaigždės“	545 033	663 379	666 289	622 467	620 255
AB „Rokiškio sūris“	518 144	664 962	681 821	560 395	553 760
AB „Žemaitijos pienas“	383 258	464 226	471 829	372 863	433 692
Viso:	1 446 435	1 792 567	1 819 939	1 555 725	1 607 707
Augimas %	-	23,93%	25,82%	7,56%	11,15%

8 lentelėje pateikta informacija apie pagrindinių Lietuvos pieno sektoriaus dalyvių pardavimus nuo 2006 iki 2010 metų. Iki 2008 m. pardavimų apimtys sparčiai augo, o nuo 2009 m. augimas krenta ~20%. Pardavimų apimtys parodo, kad pagrindiniai lyderiai ir konkurentai šioje rinkoje – AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Rokiškio sūris“. Jų apyvartos nuo 2006 iki 2008 metų auga panašiu tempu, tačiau 2009-2010 metais, ekonominio sunkmečio paliestos, bendrovės tai išgyvena ne vienodai. 9 lentelėje pateikiami duomenys apie įmonių 2006 – 2010 metais gautą grynąjį pelną (nuostolius). 2008 metais, kai apie ekonominį sunkmetį dar nebuvo šnekama, pieno perdirbimo bendrovės jau patyrė nemažus nuostolius, kurie rodė ekonomikos „perkaitimo“ rezultatą.

9 lentelė. Pieno sektoriaus dalyvių veiklos rezultatai 2006 - 2010 m., tūkst. Lt [sudaryta autoriaus remiantis [1,2,3]]

	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB „Pieno Žvaigždės“	18 492	33 305	-4 332	14 565	18 570
AB „Rokiškio sūris“	13 021	34 238	-18 327	14 989	24 561
AB „Žemaitijos pienas“	12 900	24 519	-3 710	12 905	19 322
Viso:	44 413	92 062	-26 369	42 459	62 453



6 pav. Pieno sektoriaus dalyvių grynojo pelno svyravimai 2006 - 2010 m., tūkst. Lt [sudaryta autoriaus remiantis [1,2,3]]

Pieno perdirbimo rinka nėra didelė. Kasmet rinka auga apie 7-10 %. Importas sudaro apie 10 % rinkos. Ši rinka ir toliau išliks nedidelė ir konservatyvi, nežymiai auganti dėl riboto gyventojų skaičiaus bei tradicinių vartojimo įpročių. 2008 - 2009 m. pablogėjus ekonominei situacijai, netradicinių, ekologiškų ir aukščiausios kokybės gaminių paklausa silpnėjo, o tradicinių, žemo pelningumo gaminių paklausa stiprėjo.

Lietuvos pieno sektoriaus dalyviai - gamybinės įmonės. Gamybos kaštai, tokie kaip aprūpinimas medžiagomis ir įrengimais, gamyba, sandėliavimas ir pristatymas, sudaro apie 90 % visų kaštų. Kiti 10 % sudaro administravimo ir naujų produktų kūrimo kaštus. Nė vienas iš konkurentų neturi struktūrinių kaštų pranašumų, todėl įmonės nėra konkurencingos kaštų atžvilgiu. Kaštų struktūra nesukuria pridėtinės vertės nė vienai iš įmonių.

Pieno pramonės dalyviai produkciją parduoda prekybos tinkluose, specializuotose parduotuvėse, tarpininkaujant didmeninės ir mažmeninės prekybos bendrovėms. Eksportuojant produkciją dėl rinkų ypatumų, sudėtingos muitinės sistemos ir prekybos centrų nepasitikėjimo, stengiamasi prekiauti tik per prekybos tarpininkus. AB „Pieno žvaigždės“ Lietuvoje didžiąją dalį produkcijos - apie 80 % - realizuoja prekybos tinkluose: Maxima, Rimi, IKI, Norfa. Likusi dalis – realizuojama per mažmeninės prekybos atstovus.

Pagal Porter pasiūlyta penkių jėgų rinkos analizę, pateikiama pieno produktų rinkos analizė [33]:

- *Įėjimo į rinką barjerai.* Pieno perdirbimo įrenginiai brangūs, todėl naujo konkurento įėjimo į rinką barjerai - dideli. Šiai sričiai būdinga masto ekonomija. Vartotojai gali laisvai rinktis įvairių gamintojų prekes, todėl produkto pakeičiamumo kaštai lygūs nuliui.

- *Esantys konkurentai.* Rinkos vidaus konkurencija intensyvi dėl panašaus produktų asortimento, kainos bei kokybės santykio. Kadangi visos pieno pramonės dalyvės - gamybinės įmonės, kaštų struktūra panaši, todėl nė vienas konkurentas neturi ryškaus pranašumo.

- *Tiekėjai.* Pagrindinė žaliava - pienas, kurio tiekėjų Lietuvoje yra labai daug, todėl įmonių derybinė galia aukšta. Kiti perkami produktai - pakavimo medžiagos, energija, įrengimai bei marketingo paslaugos. Šių produktų ir paslaugų pasiūla yra pakankamai didelė.

- *Pirkėjai.* Didžiąją dalį pirkėjų Lietuvoje sudaro prekybos centrai, kurie yra itin organizuoti ir jų derybinė galia yra aukšta. Eksportuojant prekybiniai tarpininkai yra patyrę pieno pramonės srities specialistai, kurių derybinė galia yra taip pat aukšta.

- *Produkto pakaitalai.* Būtinosioms prekėms, tokioms kaip pienas, varškė, sviestas - pakaitalų nėra. Tai fundamentalios vartojimo prekės, kurios įeina į standartinį vartotojo prekių krepšelį: pienas, duona, mėsa. Išvestiniai pieno produktai, tokie kaip jogurtai, sūreliai, desertai, yra lengvai pakeičiami arba jų atsisakoma.

Apibendrinant galima teigti, kad naujos pieno perdirbimo įmonės atsiradimo rinkoje grėsmė žema dėl didelio pradinio kapitalo ir sudėtingos rinkodaros sistemos. Vidinė konkurencija didelė, nes kainos ir produkto skirtumai yra labai maži. Eksportuojant kainos pranašumas mažėja dėl didelių transportavimo kaštų. Žaliavinio pieno tiekėjų daug ne tik Lietuvoje, bet ir kitose Baltijos šalyse, todėl grėsmė gamintojui prarasti vieną ar kelis tiekėjus - žema. Pieno produktų didmeninių pirkėjų nėra daug. Gamintojui praradus kelis pagrindinius pirkėjus iškyla didelė grėsmė patirti didelių nuostolių, kadangi didžioji dauguma produkcijos parduodama ne galutiniam vartotojui, o per tarpininkus (Prekybos centrai Lietuvoje. Prekybos tarpininkai eksporto rinkose). Produkto pakaitalų būtinosioms prekėms nėra.

Vartotojų analizė. Pirkėjai klasifikuojami į fizinius ir juridinius asmenis. Juridiniai asmenys skirstomi į sekančias kategorijas:

- didieji prekybos tinklai;
- mažieji prekybos tinklai;
- pavieniai prekybos taškai;
- uždari tinklai (ligoninės, kariuomenė, kalėjimai);
- verslas (kavinės, restoranai, kitos maitinimo įstaigos).

Fizinius asmenis prekės pasiekia tik per įmonių specializuotas parduotuves. Pieno pramonės produktus galime suskirstyti į tris grupes: pirmo būtinumo (pienas, varškė, grietinė, sviestas), išvestiniai (fermentiniai sūriai, jogurtai, sūreliai, ledai) ir prabangos (pelėsinis, ožkos sūris ir kiti). Pirmo būtinumo gaminius vartoja visos žmonių amžiaus grupės nepaisant pajamų dydžio. Išvestinius produktus vartoja žmonės gaunantys vidutines ir aukštas pajamas. Prabangos pieno

produktus vartoja vidutinės ir aukštos pajamos gaunantys žmonės.

AB „Pieno žvaigždės“ didžiąją dalį produkcijos parduoda juridiniams asmenims. Įmonė turi tik keletą specializuotų parduotuvių didžiuosiuose Lietuvos miestuose, joms tenka iki 1 procento parduodamos produkcijos.

Konkurentų analizė. 10 lentelėje pateikiama informacija, apie pieno sektoriuje užima rinkos dalį. Kiekviena grupė sudaryta atsižvelgiant į panašų pajamų ir gamybos apimčių struktūrą, produktų asortimentą, kainos ir kokybės santykį.

10 lentelė. Strateginės konkurentų grupės [sudaryta autoriaus]

Strateginė konkurentų grupė	Grupei priskiriamos įmonės	Rinkos dalis %
Lyderiai	AB „Pieno žvaigždės“ AB „Rokiškio sūris“ AB „Žemaitijos pienas“	80%
Pagrindiniai pieno produktų gamintojai	AB „Vilkyškių pieninė“ UAB „Marijampolės pieno konservai“	15%
Smulkūs pieno produktų gamintojai	UAB „Varėnos pienelis“ AB „Alytaus pieninė“ Bariūnų ŽŪB UAB „Lukšių pieninė“	5%

AB „Pieno žvaigždės“ patenka į lyderių pieno pramonės strateginę grupę, įmonės pagrindiniai konkurentai - AB „Rokiškio sūris“ ir AB „Žemaitijos pienas“.

Pagrindiniai pieno produktų gamintojai. UAB „Marijampolės pieno konservai“ gamina tik kelių rūšių pieno produktus jų specializacija labai siaura. AB „Vilkyškių pieninė“ didžiąją dalį produktų eksportuoja į užsienį. Dėl gamybos apimčių bei siauro asortimento šie konkurentai nėra vertinami kaip grėšmingi konkurentai lyderiams.

Smulkiųjų pieno produktų gamintojų gamybos apimtys itin mažos, išvardintos įmonės konkuruoja tarpusavyje.

11 lentelėje pateikiama pieno perdirbėjų (lyderių) stipriųjų ir silpnųjų pusių analizė. Visos įmonės turi savo projektavimo skyrius, kurie rūpinasi nuolatiniu asortimento atnaujinimu. AB „Pieno Žvaigždės“, AB „Rokiškio sūris“ ir AB „Žemaitijos pienas“ gamina panašius produktus, bet turi skirtingas gamybinės linijas. AB „Pieno žvaigždės“ labiau orientuojasi į aukštesnės pajamos gaunančius žmones, AB „Žemaitijos pienas“ ir AB „Rokiškio sūris“ - į vidutinės ir žemesnės pajamos gaunančius asmenis. Visi trys konkurentai turi įdiegę kokybės vadybos sistemą atitinkančią ISO 9001:2001 standarto reikalavimus.

11 lentelė. Pieno perdirbėjų stipriųjų ir silpnųjų pusių analizė [sudaryta autoriaus]

Įmonė	Apibūdinimas	Stipriosios pusės	Silpnosios pusės	Užimama rinkos dalis
AB "Pieno žvaigždės"	Įkurta 1998 m. Dirba 2030 darbuotojų. Įmonę sudaro keturi filialai. Gamina per 500 prekių ženklų. Įmonė turi specializuotas parduotuves didžiuosiuose Lietuvos miestuose.	Stiprus prekių ženklų įvaizdis; ilgametė patirtis; šiuolaikiškos technologijos; vienintelė įmonė, gaminanti visą pieno produktų gamą; kelios specializuotos parduotuvės.	Technologinių pajėgumų neišnaudojimas; nesugebėjimas pakankamai apkrauti gamybą.	30 proc.
AB "Rokiškio sūris"	Įkurta 1964 m. Dirba 2100 darbuotojų. Grupę sudaro trys filialai. Specializuojasi fermentinių sūrių gamyboje.	Stiprus pardavimų skyrius.	Silpnas marketingo skyrius; neaiškus prekių pozicionavimas.	30 proc.
AB "Žemaitijos pienas"	Įkurta 1924 m. Dirba beveik 3000 darbuotojų. Gamina apie 200 prekių ženklų produktų. Įmonių grupę sudaro trys filialai. Pieno perdirbimo įmonė, turi specializuotą parduotuvių tinklą visoje Lietuvoje.	Ilgametė patirtis; platus produktų asortimentas; specializuotų parduotuvių tinklas Lietuvoje	Silpnas produktų pozicionavimas rinkoje; trūksta aiškumo apie įmonės marketingo politiką.	20 proc.

Lietuvoje konkuruojama visuose produktų segmentuose. Pagrindiniai vietos konkurentai turi vos kelis išskirtinius produktus, kurie konkuruoja su atvežtiniais gaminiais.

Makroaplinkos analizė. Pieno pramonės įmonių sektoriuje didžiąją dalį kaštų sudaro produktų gamyba. Gamyboje vis daugiau naudojami sudėtingi įrengimai vietoj brangstančios žmonių darbo jėgos. Įrengimai dažniausiai perkami iš tarptautinių kompanijų. Dėl didelės įrengimų gamintojų konkurencijos technologinė aplinka pieno pramonės įmonėms yra palanki, ypatingai pablogėjus ekonominei situacijai.

Svarbiausias rodiklis - vartotojų paklausa, kuri tiesiogiai priklauso nuo rinkų stabilumo. 2008 m. susidariusi ekonominė situacija neigiamai paveikė pieno sektoriaus įmones (krito akcijų kainos). Ekonominė aplinka yra vienas svarbiausių faktorių, kuris daro įtaką įmonių veiklos finansiniams rezultatams. Ekonominė aplinka analizuojama remiantis bendrojo vidaus produktu, vidutiniu kainų indeksu ir nedarbo lygio rodikliais.

- Bendras vidaus produktas 2009 m. krito 14,7% o 2010 m. augo vidutiniškai 1,3%. 2010 m. Pieno pramonės pajamos augo kartu su BVP. Remiantis šia prielaida, galima daryti išvadą, kad 2010 m. augant pajamoms ir išlaikant kaštus 2008-2009 metų lygyje, auga pelningumas. Dėl šios priežasties įmonės vertė didėja [11].

- Nuo 2008 metų (8,5 %) pradėjus augti suderintam vartotojų kainų indeksui (toliau SVKI) 2009 m. jis augo 4,2%, o 2010 m. buvo lygus 2,6%. Kartu su SVKI augo ir pieno produktų kaina. Nuo 2008 m. pradžios kritusi perkamoji galia sąlygojo pardavimų apimčių mažėjimą [43].

- Nedarbo lygis Lietuvoje 2010 m. buvo vienas didžiausių Europos Sąjungoje, jis sudarė 17,8%. 2006 m. nedarbo lygis sudarė 4,2 %, 2008 m. 5,8 % o 2009 m. 13,7 %. Nedarbo lygis augo prasidėjus ekonominiam sunkmečiui. Bedarbystei pradėjus kilti, padidėjo darbuotojų pasiūla. Dėl šio ekonominio veiksnio mažėjo vidutinis darbo užmokestis atitinkamai ir įmonių kaštai [30].

Būtinųjų pieno produktų vartojimo tendencijos išlieka tokios pačios, kadangi būtinieji pieno produktai yra nepakeičiami. Bėgant metams ir keičiantis kultūrinei aplinkai, žmonės pradeda vartoti įvairius produktus atkeliavusius iš kitų kultūrų. Pieno perdirbėjai stengiasi įvesti į rinką naujus produktus taip konkuruodami su atvežtiniais, kad vartotojas gautų visą pieno produktų krepšėlį iš vienos rankų.

Lietuvoje dėl mažo gimstamumo ir emigracijos gyventojų skaičius mažėja. Dėl šių priežasčių potenciali paklausa mažėja, todėl pieno perdirbėjai kasmet didina investicijas į naujų produktų kūrimą, marketingą bei reklamą, kad esami vartotojai didintų perkamų prekių krepšėlį.

2.3. Vidinės aplinkos analizė

Prieš susijungimą į AB „Pieno žvaigždės“, kiekviena pieninė turėjo plačią produktų gamą. Nuo 1998 m. įmonės pradėjo įgyvendinti specializacijos siaurinimo strategiją. Po strategijos įgyvendinimo kiekvienas filialas gamina tik specializuotus produktus. Pavyzdžiui, sviestas gaminamas tik Mažeikių pieninėje, sūris - tik Pasvalio sūrinėje. Dėl didelių įrengimų atnaujinimo ir išlaikymo kaštų buvo uždaryti mažieji cechai: Raguvos sūrių gamykla, Tauragės sūrių gamykla, Akmenės cechas, Skuodo cechas. Vykdam tą gamybos paskirstymo strategiją įmonė sumažino kaštus, padidino gamybinius pajėgumus bei produktų kokybę.

Pardavimo skyriai buvo restruktūrizuoti norint padidinti įmonės veiklos efektyvumą. Prekybos eksporto skyrius buvo centralizuotas ir šiuo metu sėkmingai veikia Vilniuje. Produkcijos pardavimais Lietuvoje rūpinasi kiekvienas filialas bei pardavimų skyriai Klaipėdoje ir Šiauliuose.

Įmonės valdymas, struktūra ir darbo organizavimas vykdam ūkinę – finansinę veiklą:

- *Finansai.* Finansų planavimas bei valdymas centralizuotas. Centrinė būstinė įsikūrusi Vilniuje. Filialai pirminius dokumentus apskaito individualiai. Vilniuje, surinkus, apdorojus ir susisteminus buhalterinius duomenis sudaroma finansinės atskaitomybės ataskaita.

- *Marketingas.* Marketingo ir reklamos planavimas vykdomas Vilniaus centrinėje būstinėje. Marketingo skyrius paruošia įmonės rinkodaros planą, kurį įgyvendina reklamos kūrimo specialistai (tinklapių, reklamos, viešųjų ryšių agentūros).

- *Personalas.* Įmonėje dirba apie 2030 darbuotojų: pardavimų, eksporto, rinkodaros, logistikos ir transporto specialistų. Įmonė vertinama kaip viena iš 20 patraukliausių darbdavių Lietuvoje. Darbuotojų kaita mažesnė už Lietuvos vidurkį: įmonės darbuotojų kaita - apie 8 %, vidurkis Lietuvoje siekia 13-15 %. Darbuotojai motyvuojami galimybe tobulėti ir kelti kvalifikaciją.

- *Organizacinė kultūra.* Valdymo struktūra yra tinklinė. Įmonėje stengiamasi teisingai deleguoti įgaliojimus ir skatinti asmeninę atsakomybę. Vadovai nuolat orientuojasi į savarankišką darbo grupių organizavimą.

- *Gamyba.* Tai - pagrindinė veikla, kuriai skiriama daugiausiai dėmesio ir kuri sudaro didžiausią dalį įmonės kaštų. Dėl šios priežasties įmonės gamybinė veikla decentralizuota skirtingose Lietuvos vietose.

- *Kaštų struktūra.* Išlaidos žaliavoms sudaro apie 60 % kaštų. Surinkimo ir pristatymo kaštai sudaro apie 10 % (superkamas pienas transportuojamas į filialus). Šiluminė bei elektros energija sudaro apie 6 %, įrangos priežiūros ir aptarnavimo kaštai - 4 %, likusieji - darbo užmokesčiui, socialiniam draudimui bei kitoms įmonės išlaikymo išlaidoms.

12 ir 13 lentelėse pateikiama sutrumpinta stiprybių-silpnybių, galimybių-grėsmių (toliau SSGG) analizė:

12 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ stipriosios ir silpnosios savybės [sudaryta autoriaus]

Įmonės stipriosios savybės	Įmonės silpnosios savybės
stiprus įmonės prekinis ženklas; įmonėje dirba aukštos kvalifikacijos darbuotojai bei kompetentingi vadovai; įmonėje įdiegti ISO 9001 ir ISO 14001 kokybės standartai, kurie įpareigoja gaminti aukščiausios kokybės produkciją; aukšta reputacija vartotojų tarpe; pripažintas pieno rinkos lyderis; aukšti gamybiniai pajėgumai.	silpnas paskirstymo kanalas; įmonės vadovai dėl sudėtingos muitinių sistemos riboja eksportą į Rytų rinkas; neefektyvus pirkimų skyrius; nepakankamai gerai išvystytas pardavimų skyrius; 2009 metais įmonė atleido net 150 darbuotojų, taip prisidėdama prie nedarbo lygio didinimo.

13 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ galimybės ir grėsmės [sudaryta autoriaus]

Įmonės galimybės	Įmonės grėsmės
naujų rinkų paieška, kadangi nėra pilnai išnaudoti gamybiniai pajėgumai, o produktai yra kokybiški, pripažinti ir vertinami; stiprinti savo prekės ženklą; praplėsti gaminamos produkcijos turinį.	naujo konkurento iš užsienio rinkos įsiveržimas; didelė konkurencija pieno perdirbimo pramonėje; rytų rinka tampa vis uždaresnė dėl valstybės ES vykdomos politikos importo atžvilgiu.

2.4. Finansinė analizė

Horizontalioji analizė. Ši analizė atliekama lyginant finansinių ataskaitų duomenis su praėjusių laikotarpių baziniais duomenimis, o nuokrypis išreiškiamas santykiniais dydžiais, kurie rodo rodiklių pokytį laiko atžvilgiu, jo dinamiką. Atliekant AB „Pieno žvaigždės“ analizę buvo pasirinktas 5 metų laikotarpis. Horizontaliosios analizės pagalba, galima įvertinti ilgalaikio ir trumpalaikio turto, pajamų ir sąnaudų, apyvartinio kapitalo, grynujų pinigų srautų pokyčius. Tačiau ši analizė turi trūkumą, kadangi nėra galimybės nustatyti rodiklių pokyčių priežastis.

Struktūrinė (vertikali) analizė. Atliekant šią analizę parodoma analizuojamo objekto struktūra. Ji atliekama kiekvieną finansinės ataskaitos rodiklį lyginant su bendroju baziniu tos ataskaitos rodikliu, o gautas dydis išreiškiamas procentais. Atliekant struktūrinę analizę, galima įvertinti: ar optimaliai bei racionaliai naudojamas turtas, finansavimo struktūros pokyčius – nuosavomis ir skolintomis lėšomis, įmonės pajamų ir sąnaudų struktūra ir jų kitimo priežastis, įmonės finansinės būklės kitimo tendencijas ir kita. Atliekant struktūrinę analizę, turtas iš viso, savininkų nuosavybė ir įsipareigojimai bei pardavimai prilyginami 100 %.

Vertikali ir horizontali balanso analizė. Atliekant vertikalią bei horizontalią balanso analizę, pasirinktas laikotarpis yra 2006-2010 metai. Šis laikotarpis pasirinktas dėl dviejų priežasčių: pirmoji priežastis yra literatūroje rekomenduojamas 3-7 metų laikotarpis. Antroji priežastis, ekonominė situacija šalyje t.y. 2006-2007 metai buvo ekonomikos augimo viršūnė, 2008 metais įvyko staigus nuosmukis, o 2009-2010 metai buvo atsigavimo bei veiklos optimizavimo metai. Atliekant horizontaliąją analizę, baziniais metais pasirinkti 2006 metai, kai įmonė uždirbo vieną iš didžiausių pelnų per visą jos gyvavimo istoriją.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ 2006-2010 metų vertikaliąją balanso analizę (žr. G priedą), galima teigti, kad įmonės vadovybė laikosi konservatyvios turto valdymo politikos. Per visą pasirinktą laikotarpį ilgalaikis turtas sudaro apie 60 % turimo turto. Trumpalaikis turtas atitinkamai

sudaro apie 40 % viso turto. Reikėtų atkreipti dėmesį į 2007 bei 2009 metus kai ilgalaikis turtas pasiekia 67 % o tai reiškia, kad įmonė turėjo mažiau likvidaus turto, kas savo ruožtu sumažina įmonės mokumą. 2010 metais įmonės turto struktūra normalizuojasi, pasiekiamas įprastas ilgalaikio ir trumpalaikio turto santykis. Per visą analizuojamą laikotarpį ilgalaikis materialus turtas sudaro didžiąją ilgalaikio turto dalį. Žvelgiant į trumpalaikio turto sudėtį gautinos sumos vidutiniškai sudarė apie 20 %, o atsargos apie 11-20 % viso turto. Pinigai ir pinigų ekvivalentai analizuojamu laikotarpiu, stabiliai sudaro iki 2 % viso turto.

Akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų dalyje, būdingas toks pat konservatyvumas, kaip ir turto dalyje. Nuosavas kapitalas 2006-2008 metais sudaro vidutiniškai 39 %, o 2009-2010 metais jis siekia 45 %. Tai reiškia, kad įmonės valdyba apsisprendusi mažinti įsipareigojimų dalį nuosavu kapitalu. Per analizuojamą laikotarpį, bendrovės akcinis kapitalas bei akcijų priedai išlieka tie patys, didėja tik nepaskirstytas pelnas.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ 2006-2010 metų horizontaliąją balanso analizę (žr. H priedą) matome, kad beveik visi balanso rodikliai kiekvienais metais yra didesni nei 2006 metais. 2007-2008 metais matomas ženklus turto augimas, kuris 2008 m. padidėja ketvirtadaliu. 2009-2010 metais, grįžtama į 2006 metų lygmenį.

Bendrovės veiklos finansavimas tiek iš nuosavo tiek iš skolinto kapitalo, per analizuojamą laikotarpį augo. Per 2006-2010 metus akcininkų nuosavybė išaugo 19 % o įsipareigojimai sumažėjo 9 %. Nepaskirstytas pelnas 2010 metų pabaigoje išaugo 41 %. Analizuojant įsipareigojimų dalį, akivaizdžiai matosi, kad įmonės vadovai ilgalaikes paskolas keičia į trumpalaikes. Taip elgiamasi taupymo sumetimais, nes trumpalaikės paskolos yra žymiai pigesnės už ilgalaikes.

Apibendrinant AB „Pieno žvaigždės“ balanso analizę, galima teigti, kad įmonės turto struktūra yra stabili. Bendrovės pinigai ir pinigų ekvivalentai nuolat augo, tačiau išaugo ir ilgalaikės gautinos sumos.

Vertikaliąją ir horizontaliąją pelno (nuostolių) ataskaitos analizė. Atliekant šią analizę pasirinktas laikotarpis 2006-2010 metai. Laikotarpio pasirinkimui įtakos turi tos pačios priežastys, kurios buvo išvardintos atliekant balanso struktūrinę analizę t.y. literatūroje rekomenduojamas 3-7 metų laikotarpis ir ekonominė situacija šalyje analizuojamuoju laikotarpiu.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ *vertikaliąją pelno (nuostolių) ataskaitos analizę* (žr. E priedą) analizuojamu laikotarpiu pardavimo savikaina vidutiniškai sudaro 80 % nuo gautų pajamų. Tai reiškia, kad bendrasis pelnas sudaro apie 20 % nuo pardavimo pajamų. Veiklos pelnas prieš finansines sąnaudas sudaro apie 4,5 %. Tai lemia administracinės sąnaudos, kurios vidutiniškai sudaro apie 15 % sąnaudų nuo gautų pajamų. Grynosios finansinės veiklos sąnaudos ir pelno mokestis per analizuojamą laikotarpį sudarė apie 2 %, kurios sąlyginai turėjo nedidelę įtaką įmonės veiklos rezultatams. Grynasis pelnas vidutiniškai sudarė apie 3 %, tačiau 2008 metais įmonė patyrė

nuostolius, kurie sudarė 1 % nuo gautų pajamų. Didžiausias grynasis pelnas buvo gautas 2007 metais prieš prasidedant ekonominiam sunkmečiui. Jis sudarė 5 % nuo pardavimo pajamų.

2006-2010 metų *pelno (nuostolių) ataskaitos horizontaliosios analizės* (žr. F priedą) rezultatai rodo, kad pardavimo pajamos iki 2008 metų išaugo 22 %, o 2009-2010 metais sumažėjo maždaug 8 procentiniais punktais. Augant pardavimo pajamoms augo ir pardavimų sąnaudos. Iki 2008 metų, pardavimų sąnaudos išaugo 27 %, tačiau 2009-2010 metais optimizavus veiklą jos sumažėjo perpus iki 13 %. Veiklos pelnas prieš finansinės veiklos sąnaudas kito labai įvairiai nuo 75 % augimo 2007 metais iki 72 % sumažėjimo 2008 metais. 2007 metų augimui įtakos turėjo išaugusios pardavimų pajamos ir sumažėjusios pardavimų sąnaudos, o 2008 metų staigų sumažėjimą įtakoję išaugusios pardavimų bei administracinės sąnaudos. Stabilizavus ekonominei padėčiai ir atsigavus vartojimui šalyje, 2009-2010 metais veiklos pelnas pradeda augti. Grynosios finansinės veiklos sąnaudos nuo 2007 iki 2008 išaugo dvigubai, o nuo 2009 iki 2010 metų tendencingai sumažėjo. Per visą analizuojamą laikotarpį, bendrovė tik 2008 metais patyrė nuostolį. Tai buvo susidariusios recesijos šalyje rezultatas, kuris palietė ir pieno perdirbėjus. 2007 metais grynasis pelnas išaugo 80 % lyginant su 2006 metais, tačiau 2008 metais grynasis pelnas sumažėja 123 % kas savo ruožtu duoda neigiamą rezultatą. 2009 metais grynasis pelnas yra 21 % mažesnis negu 2006 metais, o 2010 metais įmonės finansinė padėtis stabilizuojasi, uždirbtas grynasis pelnas lygus 2006 metais uždirbtam grynajam pelnui.

Santykinė analizė. Toliau darbe remiantis 2006-2010 metų finansinių rodiklių duomenimis atliekama AB „Pieno žvaigždės“ santykinė rodiklių analizė. Apskaičiuojami šių grupių santykiniai rodikliai (žr. A priedą):

- Likvidumo (mokumo);
- Apyvartumo;
- Pelningumo;
- Įsipareigojimų;
- Rinkos vertės.

Gauti rodikliai, palyginami su pagrindinių konkurentų - AB „Rokiškio sūris“, AB „Žemaitijos pienas“ - tų pačių metų rodikliais.

Likvidumo (mokumo) rodikliai. Likvidumo rodikliai apibūdina įmonės finansinį patikimumą. Likvidumo rodikliai parodo, ar įmonė pajėgs įvykdyti savo finansinius įsipareigojimus, pasibaigus atitinkamam terminui. Atliekant finansinę analizę dažniausiai skaičiuojami bendrojo ir skubaus padengimo koeficientai.

Bendrojo likvidumo koeficientas padeda nustatyti, kiek trumpalaikis turtas viršija trumpalaikius įsipareigojimus. Šis koeficientas geriausiai parodo, kokių laipsnių trumpalaikių kreditorių teisės yra padengtos turtu, kurį lengva paversti pinigais. Kuo jis didesnis, tuo artimiausiu

metu saugesnė situacija. Patenkinamas likvidumo rodiklio lygis svyruoja nuo 1,2 iki 2,0. Jei rodiklis pasiekia 2,5 ir daugiau, tiriamo subjekto vadovybė privalo nustatyti, ar nėra sukaupusi tiek apyvartinių lėšų, jog nepajėgia jų visų panaudoti.

Skubaus (kritinio) padengimo koeficientas yra santykis tarp didžiausio likvidumo turto komponentų ir trumpalaikių įsipareigojimų. Tam, kad rodiklis būtų patenkinamas jis turėtų būti lygus 1 ar mažesnis.

Grynasis apyvartinis kapitalas parodo kokia suma trumpalaikis turtas viršija trumpalaikius įsipareigojimus. Neigiama rodiklio reikšmė parodo, kad įmonė gali neįvykdyti savo trumpalaikių įsipareigojimų.

Padengimo gryniaisiais pinigais rodiklis - tai pats konservatyviausias rodiklis, nes jį apskaičiuojant daroma prielaida, kad gautinos sumos irgi gali būti nelikvidžios. Šis rodiklis parodo faktišką pinigų sumą, kurią pasinaudodama įmonė gali padengti trumpalaikius įsipareigojimus.

Grynojo apyvartinio kapitalo santykis su turtu - tai nėra absoliutus rodiklis. Jis patogus tuo, kad leidžia palyginti įvairaus dydžio įmones. Santykinai aukštesnis rodiklis parodo aukštesnį įmonės likvidumo lygį. Jo dinamika atspindi didėjančią ar mažėjančią tikimybę, kad įmonė bankrutuos.

Palyginus AB „Pieno žvaigždės“ 2006-2010 metų likvidumo rodiklius (žr. I priedą) su pagrindinių konkurentų rodikliais, galima teigti, kad visų įmonių mokumo galimybės panašios. 2006-2007 metais AB „Pieno žvaigždės“ bendrojo likvidumo rodiklis sudarė daugiau negu 2, o tai parodo, kad įmonė nepajėgia panaudoti visų sukauptų apyvartinių lėšų. Nuo 2008 metų šis rodiklis pasiekia optimalią ribą ir toks išlieka iki 2010 metų. Iš visų likvidumo rodiklių, nerimą kelia tik padengimo gryniaisiais pinigais rodiklis, jis per visą analizuojamą laikotarpį nė karto nesiekė saugios ribos. Visi kiti likvidumo rodikliai rodo, kad įmonė yra moki. Lyginant visų trijų įmonių likvidumo koeficientus, AB „Pieno žvaigždės“ praktiškai neišsiskiria tarp konkurentų mokumo atžvilgiu. Bendrovės silpna vieta - skubaus padengimo koeficientas, kuris parodo sugebėjimą įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus iš mobiliiausio (galimo greitai paversti pinigais) turto. 2010 metais padengimo gryniaisiais pinigais rodiklis rodo, kad faktiška pinigų suma yra 3 centai, kuriuos pasinaudodama įmonė gali padengti trumpalaikius įsipareigojimus finansiniais metais, o praėjusiais finansiniais metais šis rodiklis buvo 4 centai. Tai rodo bendrovės trumpalaikio mokumo problemas.

Išanalizavus AB „Pieno žvaigždės“ *apyvartumo* rodiklius (žr. Y priedą) galima teigti, kad įmonė sugeba efektyviai valdyti ir kontroliuoti savo atsargas, efektyviai panaudoja grynąjį apyvartinį kapitalą ir ilgalaikį turtą pajamoms uždirbti. Lyginant visų trijų bendrovių apyvartumo rodiklius tik AB „Žemaitijos pienas“ nusileidžia savo konkurentams. AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Rokiškio sūris“ apyvartumo rodikliai yra panašūs.

Pelningumo rodikliai. Pelno dydžio kitimo tendencijos labai svarbios įmonei, nes nuo jo didėjimo ar mažėjimo priklauso ir dividendų kaupimas, ir įmonės plėtra, tačiau veiklos rezultatyvumui įvertinti daug geriau tinka santykiniai dydžiai, nes jie sintetina daugiau veiksnių ir koncentruotai išreiškia finansinius rezultatus. Iš jų sprendžiama, kokią realią naudą gaus akcininkai, investuodami savo kapitalą į šią įmonę. Svarbiausias įmonės veiklos efektyvumą apibūdinantis kriterijus yra grynasis pelnas, kuriuo remiantis skaičiuojami pagrindiniai santykiniai pelningumo rodikliai, parodantys kokia kaina gaunamas pelnas.

Įmonės veiklos pelningumo rodikliai laikomi labai svarbiais, nes būtent jie parodo, kokį pelną uždirba akcininkų investuoti pinigai. Paprastai įmonės pelningumo rodikliai lyginami su kitų ūkio šakų įmonių rodikliais, su ankstesniųjų metų rodikliais arba su pelningumu, kuris galėjo būti gautas pasirinkus alternatyvius investavimo būdus. Jie padeda investuotojams orientuotis, ar verta investuoti į tą įmonę, ar pinigus geriau padėti į banką. Tokį sprendimą galima priimti lyginant bankų mokamas palūkanas su akcinio kapitalo pelningumu įmonėje.

Išanalizavus AB „Pieno žvaigždės“ pelningumo rodiklius (žr. J priedą) galima sakyti, kad visi įmonės pelningumo rodikliai yra patenkinami. Pelningumas nors ir nėra aukštas, tačiau jis stabilus ir apart 2008 metų teigiamas. AB „Pieno žvaigždės“ pelningumo rodikliai 2006-2010 metais, kaip ir pagrindinių konkurentų rodikliai yra panašūs. Visos trys įmonės sugeba efektyviai vykdyti veiklą, sėkmingai kontroliuoti bendrąsias sąnaudas, efektyviai ir pelningai panaudoti nuosavą kapitalą ir visą turtą, užtikrinti didelį finansinės veiklos rezultatyvumą.

Įsipareigojimų rodikliai. parodo įmonės sugebėjimą vykdyti savo ilgalaikius ir trumpalaikius finansinius įsipareigojimus verslo partneriams, bankams, mokesčius surenkančioms institucijoms. Svarbiausias įsipareigojimų grupės rodiklis yra skolos - nuosavybės santykis. Manoma, kad santykis 1:2 yra normalus, t.y. maždaug pusė finansavimo šaltinių turėtų būti skolinami. Taip pat apskaičiuojamas skolos koeficientas, - tai santykis tarp įmonės skolų ir viso turto. Skolos čia apima tiek ilgalaikius, tiek trumpalaikius įsipareigojimus. Kreditoriai pirmenybę teikia žemiems skolos santykiniams rodikliams, nes bankroto atveju tai sumažina jų nuostolių riziką, o savininkai pirmenybę teikia aukštesnio lygio finansiniam svertui, nes jie siekia padidinti pelną bei išlaikyti įmonės kontrolę. Optimalus skolos lygis yra daugumos akademinių ir praktinių diskusijų objektas. Ilgalaikių skolų koeficientas parodo, kaip įmonė sugeba įvykdyti savo įsipareigojimus mokėti palūkanas.

Išanalizavus AB „Pieno žvaigždės“ 2006-2010 metų įsipareigojimų rodiklius (žr. K priedas) galima teigti, kad įmonė efektyviai tvarkosi su įsipareigojimais. Bendrovės įsipareigojimų rodikliai 2009-2010 metais pagerėjo, o tai savo ruožtu patvirtina, kad įmonės pasirinkta kapitalo struktūra yra gera, kad įmonė yra patraukli kreditoriams, nes sudaro didesnę apsaugą, taip pat sumažėjo finansinių įsipareigojimų rizika ir įmonė be jokių sunkumų gali padengti savo palūkanas. Bendrovė

per pastaruosius du metus yra sumažinusi savo rizikingumą ir situacija yra palanki gauti pakankamai lėšų tolimesniam finansavimui.

Rinkos vertės finansiniai rodikliai. Šie rodikliai skaičiuojami įmonių, kurių akcijos yra kotiruojamos vertybinių popierių biržose, analitikų. Rinkos vertės koeficientai - tai ekonominio įmonės įvertinimo rodikliai. Jie apskaičiuojami siekiant įvertinti akcinės bendrovės akcinio kapitalo struktūrą, veiklos efektyvumą.

Kapitalizacija yra lygi paprastųjų akcijų skaičiaus sandaugai su akcijos rinkos kaina. Įmonės kapitalizacija arba rinkos vertė - tai suma, kurią investuotojas turėtų sumokėti, norėdamas rinkoje įsigyti įmonę konkrečiu laiko momentu. Skaičiuojant įmonės kapitalizaciją, atsižvelgiama tik į faktinį išleistų paprastųjų akcijų skaičių sandorio (pardavimo) momentu. Jei per metus įmonė išleido vieną ar kelias papildomas emisijas, tai kapitalizacija perskaičiuojama nuo padidinto įstatinio kapitalo įregistravimo dienos.

Kainos ir pelno santykis atspindi, kiek investuotojas moka už vieną įmonės pelno litą. Jo pagalba galima palyginti dvi ar daugiau įmonių, nes jis nustato akcijos rinkos kainos ir jai tenkančio pelno dalies ryšį.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ ir jos pagrindinių konkurentų rinkos vertės rodiklių analizę (žr. L priedą), matome, kad nuo 2008 iki 2010 metų AB „Pieno žvaigždės“ yra brangiausia bendrovė iš visų trijų. Kainos – pelno (P/E) koeficientas parodo, kiek investuotojas sumoka už vieną litą įmonės pelno praėjusiais finansiniais metais. Tarp trijų bendrovių, AB „Pieno žvaigždės“ P/E koeficientas buvo prasčiausias t.y. investuotojų sumokėti pinigai atnešė mažiausiai pelno.

Reziumuojant AB „Pieno žvaigždės“ gautus finansinės analizės rezultatus galima drąsiai teigti, kad įmonė sėkmingai vykdo savo veiklą ir neturi jokių finansinių sunkumų. Nors dauguma gautų rodiklių yra panašūs su konkurentų rodikliais, dėl savo stabilumo bei rinkos vertės AB „Pieno žvaigždės“ yra neabejotina lyderė.

3. AB PIENO ŽVAIGŽDĖS VERTĖS NUSTATYMAS

3.1. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas taikant diskontuotų pinigų srautų metodą

Nustatant verslo vertę diskontuotų pinigų srautų metodu bus naudojamas verslo vertinimo diskontuotų pinigų srautų metodu modelis (žr. 1 pav.). Kadangi pirmasis etapas (praėjusių laikotarpių veiklos rezultatų analizė) išanalizuotas antrajame skyriuje, sekančius etapus sudarys:

- Įmonės pinigų srautų prognozavimas;
- Diskonto normos nustatymas;
- Tęstinės vertės nustatymas;
- Pinigų srautų diskontavimas ir įmonės vertės nustatymas.

Įmonės pinigų srautų prognozavimas. Siekiant nustatyti įmonės vertę, neužtenka nustatyti įmonės pinigų srautus. Vertinant įmones, pagrindinis dėmesys yra skiriamas laisvam pinigų srautui dar kitaip vadinamam grynajam pinigų srautui. Grynųjų pinigų srautas parodo, kiek bendrovei lieka pinigų po to kai bendrovė apmokėjo visas įmonės išlaikymo išlaidas. Grynieji pinigų srautai yra lyg pinigų perviršis, kurį kompanija gali naudoti kaip nori, nekenkdamai vykdomai veiklai. Grynieji pinigų srautai gali būti grąžinti akcininkams arba panaudoti bendrovės plėtrai.

Kadangi analitikai skirtingai vertina tų pačių įmonių perspektyvas ir laisvus pinigų srautus, todėl jie nustato skirtingą tos pačios kompanijos akcijos kainą. Individualus investuotojas turį turėti savo nuomonę apie įmonės laisvuosius pinigų srautus tam, kad sugebėtų atlikti teisingus sprendimus [16].

Laisvieji pinigų srautai nustatomi remiantis įmonės veiklos prognozėmis. Laisvųjų pinigų srautų nustatymas - sudėtinga diskontuotų pinigų srautų modelio dalis. Prognozuojant įmonės pinigų srautus buvo pasirinktas 5 metų laikotarpis t.y. 2011-2015 metai. Toks laikotarpis pasirinktas dėl ekonomikos neapibrėžtumo, galimo mokesčių sistemos pasikeitimo, numatomo BVP augimo bei atsigaunančio vartojimo. Prognozuoti pinigų srautus ilgesniam laikotarpiui būtų ypač sunku. Netikslios prognozės įtakotų neteisingą galutinį rezultatą.

Antrame skyriuje buvo išanalizuoti įmonės istoriniai duomenys, todėl sekantis žingsnis būtų pajamų prognozė. Ši prognozė yra viena iš svarbesnių, kadangi būtent nuo pardavimų ir gautų pajamų priklauso didžioji dalis kitų finansinių ataskaitų straipsnių. Todėl norint nustatyti įmonės pardavimų apimtį ateityje, reikia atsižvelgti į bendrą rinkos situaciją, šalies ekonominę situaciją, įmonės planus ir būsimųjų laikotarpių strategiją.

AB „Pieno žvaigždės“ – viena didžiausių pieno perdirbimo bendrovių ne tik Lietuvoje, bet ir Baltijos regione, kurios pagrindinė veikla yra pieno gaminių gamyba ir didmeninė prekyba.

Prasidėjęs ekonominis sunkmetis 2008 m. sukrėtė pieno perdirbimo sektorių. Tais metais visos didžiosios pieno perdirbėjos, tame tarpe ir AB „Pieno žvaigždės“, patyrė nuostolius, kurie privertė pakeisti įmonių strategijas bei prioritetus. 2009 – 2010 metais, pardavimai sumažėjo 8 % lyginant su 2008 metų pardavimais. Tiek užsienio, tiek Lietuvos ekonomistai 2010 metų pabaigoje prognozavo spartų Lietuvos ekonomikos atsigavimą ir augimą 2011 metais. Pirmasis 2011 metų ketvirtis parodė, kad prognozės pildosi. Remiantis pirminiais Europos Sąjungos (ES) statistikos agentūros „Eurostat“ duomenimis, pirmąjį 2011 metų ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, tiek euro zonos, tiek visos ES bendrasis vidaus produktas (BVP) padidėjo 0,8 %. Ketvirtąjį 2010 m. ketvirtį euro zonos BVP prieaugis buvo 0,3 %, o visos ES - 0,2 %. Pirmąjį 2011 metų ketvirtį, palyginti su tuo pačiu laikotarpiu prieš metus ir atsižvelgus į sezoninius pokyčius, tiek euro zonos, tiek ES ekonomika ūgtelėjo 2,5 %. „Eurostat“ duomenimis, per pirmąjį 2011 metų ketvirtį Lietuvos ekonomika ūgtelėjo 3,5 %, o metinis prieaugis sudarė 6,8 %. Palyginimui, per pirmąjį 2011 m. ketvirtį JAV BVP ūgtelėjo 0,4 %, o metinis prieaugis siekė 2,3 %. Šie duomenys leidžia daryti optimistines ateinančių metų prognozes.

AB „Pieno žvaigždės“ vadovybė neslepia, kad ekonominis sunkmetis pakoregavo pardavimų apimtis, tačiau įmonė ir toliau investuoja pinigus į naujų produktų kūrimą ir ieško būdų kaip įveikti rinkos nuosmukį. Labai svarbu netaupyti kokybės sąskaita, o norint išlaikyti esamus klientus, reikia visais laikais garantuoti aukščiausią produkcijos kokybę. Įmonei suteikti kokybės vadybos sertifikatai įpareigoja palaikyti produkcijos kokybę. Bendrovė stengiasi naudoti tik natūralius ingredientus, kurie naudojami gamyboje.

Vienas iš būdų įveikti rinkos nuosmukį - aktyvi įmonės gaminamų produktų eksporto plėtra vakarų Europoje, nes Lietuvos rinka yra per maža ir vien tik vidaus vartojimo skatinimas nepadės įmonei pasiekti norimų rezultatų. Turint omenyje, kad bendrovė praktiškai išnaudojo visą vidaus rinkos potencialą, todėl didesnę augimą galima planuoti tik eksporto sąskaita. Siekdama didesnio gaminamos produkcijos patrauklumo užsienyje ir stiprindama savo prekės ženklą eksporto šalyse, 2009-2010 metais dalyvavo daugybėje parodų, kuriose pristatė gaminamą produkciją bei užmezgė ryšius su potencialiais partneriais. Skatinti eksporto plėtrą, gali padėti „Prodexpo 2010“ ir „Prodexpo 2011“ parodose gauti apdovanojimai, kurie yra tarsi rekomendacija ieškant naujų rinkų.

AB „Pieno žvaigždės“ kiekvienais metais investuoja į gamybos modernizavimą, naujas technologijas susijusias su pieno perdirbimu bei atnaujiną produktų išvaizdą. Šiomis investicijomis siekiama, kad įmonės gaminami gaminiai taptų konkurencingesni tarptautinėje rinkoje.

Atsižvelgus į pieno perdirbimo rinkos tendencijas, ES ir Lietuvos ekonominę situaciją bei AB „Pieno žvaigždės“ vykdomą strategiją, galima prognozuoti įmonės pardavimus 2011-2015 metais. 2011-2015 metais numatomas pardavimų augimas vidutiniškai sudarys apie 2,3 % kas metus.

Kitaip tariant 2015 metais pardavimai, lyginant su 2010 metais, turėtų išaugti 11,8 %. Tokį nežymų, bet tolygų pardavimų augimą, įtakos atsigavusi tiek vidaus, tiek išorės rinka. (žr. 14 lentelę).

14 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ pardavimų prognozės 2011-2015 metais [sudaryta autoriaus, remiantis B priedu]

	2010 m.	Prognozės				
		2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.	2015 m.
Pardavimai tūkst. Lt	620 255	634 500	647 805	658 650	678 450	693 564
Augimas (+), smukimas(-) procentais	-0,4 %	+2,3 %	+2,1 %	+1,7 %	+3,0 %	+2,2 %

Žinant pardavimų prognozes, galima prognozuoti ir kitus pelno (nuostolių) ataskaitos straipsnius. Tam būtina istorinių įmonės duomenų analizė. Kaip galima pastebėti iš AB „Pieno žvaigždės“ 2006-2010 metų pelno (nuostolių) ataskaitos vertikaliosios analizės (žr. E priedą), pardavimo savikaina visą analizuojamą laikotarpį sudaro apie 80 % pardavimų. Taip pat išanalizavus 2006-2010 metų pardavimo savikainos duomenis, nustatyta nedidelės pardavimo savikainos augimo tendencijos. Remiantis šiais duomenimis buvo nustatyta AB „Pieno žvaigždės“ pardavimo savikaina 2011-2015 metais.

Kitos veiklos pajamos, grynąja verte bei administracinės sąnaudos priklauso nuo pardavimų. Keičiantis pardavimams 2006-2010 metais, šių sąnaudų dalis išliko panaši visą laikotarpį. Kitos veiklos pajamos, grynąja verte 0,1 %, o administracinės sąnaudos - apie 15 %. 2011-2015 metais atsižvelgiant į vidutinio darbo užmokesčio augimą administracinės sąnaudos po truputį didės.

Įmonė per pastaruosius penkerius metus turėjo ilgalaikių ir trumpalaikių paskolų, todėl manytina, kad ir jų turės ateinančius penkerius metus, už kurias turės mokėti palūkanas. Atsižvelgus į Lietuvos banko palūkanų normos prognozes 2011–2015 metais palūkanų norma bus apie 7 %.

Pelno mokestis per prognozuojamą laikotarpį turėtų išlikti toks pat t.y. apie 15 %.

Išanalizavus įmonės istorinius duomenis bei įvertinus ateities tendencijas, priede B pateikiama 2011-2015 metų pelno (nuostolių) prognozinė ataskaita.

Sekantis, nemažiau svarbus etapas - balanso prognozavimas. Svarbiausi balanso straipsniai yra apyvartinis kapitalas ir ilgalaikis turtas. Skaičiuojant apyvartinio kapitalo pokytį buvo naudojamosi pardavimų prognoze. Taip pat buvo pasinaudota įmonės istoriniais apyvartumo santykiniais rodikliais. Apyvartinį kapitalą sudaro atsargos, prekybos ir kitos gautinos sumos, prekybos ir kitos mokėtinos sumos, todėl buvo analizuojamas jų apyvartumas. Žinant prognozuojamus atsargų, prekybos ir kitų gautinų sumų, prekybos ir kitų mokėtinų sumų duomenis, galima apskaičiuoti grynąjį apyvartinio kapitalo pokytį. Jis yra lygus atsargų pokyčio ir prekybos ir

kitų gautinų sumų pokyčio sumai atėmus prekybos ir kitų mokėtinų sumų pokytį. Prognozuojamas 2011-2015 metų balansas pateikiamas C priede.

Prognozuojant investicijas, buvo remtasi iki šiol įmonės vykdoma investicijų politika. Įmonė kiekvienais metais atlieka milijonines investicijas į gamybos optimizavimą, nuolat atnaušina technologinę bazę, o tai leidžia gaminti aukštos kokybės produkciją patiriant mažiausius kaštus. Taip pat investicijomis įmonė tikisi didinti pardavimus užsienio šalyse. Todėl prognozuojant investicijas buvo daroma prielaida, kad investicijos po truputį didės.

Nusidėvėjimas apskaičiuojamas taikant tiesiogiai proporcingą (tiesinį) metodą, nurašant turto įsigijimo vertę iki likvidacinės vertės per nustatytą naudingo tarnavimo laikotarpį.

Žinant 2011-2015 metų investicijas ir turto nusidėvėjimą galima apskaičiuoti grynąsias investicijas. Grynosios investicijos yra lygios investicijų ir nusidėvėjimo skirtumui.

Kiti balanso straipsniai, tokie kaip paskolos, ateinančio laikotarpio pajamos, pelno mokesčio įsipareigojimai, atidėjiniai kitiems įsipareigojimams prognozuojami naudojantis istoriniais įmonės duomenimis.

Atlikus visų reikalingų straipsnių prognozes ir skaičiavimus, galima apskaičiuoti laisvuosius pinigų srautus. Iš apskaičiuoto veiklos pelno reikia atimti mokesčius, pridėti apyvartinio kapitalo skirtumą(pokytį) ir atimti investicijas (žr. 15 lentelę).

15 lentelė. AB „Pieno žvaigždės" prognozuojami 2011-2015 metų laisvieji pinigų srautai tūkst., Lt
[sudaryta autoriaus]

Rodiklio pavadinimas	2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.	2015 m.
Veiklos pelnas (EBIT)	27 184	31 107	34 639	37 058	40 954
Mokesčiai	6 058	9 425	11 714	12 039	13 744
Apyvartinio kapitalo pokytis	396	4 890	-6 180	-6 420	-7 350
Investicijos	2 150	2 500	2 050	2 100	2 600
Laisvas pinigų srautas (FCFF)	19 372	24 072	14 695	16 499	17 260
Augimas (+), mažėjimas (-)		24.26	-38.95	12.28	4.61

Diskonto normos nustatymas. Koeficientas, kuriuo diskontuojami pinigų srautai vadinami diskonto norma arba kapitalo kaštai. Kompanijos kapitalą gali pritraukti iš savininkų ir iš skolintojų. Ir vieni ir kiti už šias investicijas nori gauti investicinę grąžą. Skolintojai reikalauja palūkanų, o investuotojams reikia dividendų.

Stabilių ir lengvai prognozuojamų kompanijų kapitalo kaštai yra maži, tuo tarpu rizikingos kompanijos, kurių pinigų srautą sunku nuspėti, patiria daug didesnius kapitalo kaštus. Jeigu kompanijų pelnas yra vienodas, rizikingų kompanijų ateities pinigų srautas bus mažesnis nei stabilų kompanijų. Tai geriausiai paaiškina, kodėl stabilų kompanijų akcijos paprastai būna

brangesnės. Diskontuotų pinigų srautų modelyje naudojami kapitalo kaštai daro didelę įtaką, nustatant tikrąją kompanijos vertę, todėl šiam rodikliui nustatyti svarbu skirti tinkamą dėmesį [16].

Diskonto normos nustatymas yra viena iš pagrindinių užduočių vertinant verslą. Mokslinėje literatūroje pateikiama daug įvairių diskonto normos apskaičiavimo metodų. AB „Pieno žvaigždės“ diskonto norma bus lygi vidutinei svertinei kapitalo kainai. Tačiau pirmiau reikia apskaičiuoti nuosavo kapitalo kainą.

Nuosavo kapitalo kaina dažniausiai yra nustatoma naudojant kapitalo įkainojimo modelį (CAPM). O pati kaina nustatoma pagal 9 formulę, įvertinant papildomą rizikos premiją.

Nerizikinga pelno norma yra lygi ilgalaikių Vyriausybės vertybinių popierių pajamingumui. Išanalizavus Lietuvos banko pateiktą informaciją apie Lietuvos Vyriausybės obligacijų pardavimo aukcionus, nerizikinga pelno norma buvo pasirinkta dešimties metų obligacijos vidutinė pelningumo norma, kuri yra lygi 4,5 % [24].

Beta koeficientas atspindi įmonės kapitalo struktūrą su įsiskolinimais ir yra apskaičiuojamas pagal 11 formulę.

Įsiskolinimo ir nuosavybės santykis skaičiuojamas visus įsipareigojimus padalinus iš visos akcininkų nuosavybės. (pagal 2010 m. finansinę ataskaitą):

$$\frac{178\,792}{147\,043} = 121,6\%$$

Beta koeficientas - tai įsiskolinusios įmonės rizikos laipsnis. Skaičiuojant nesvertinį beta koeficientą (*angl.* unlevered beta) svarbu nustatyti tinkamą laiko periodą. Ilgesnis periodas suteikia daugiau duomenų, tačiau įmonės rizika laikui bėgant keičiasi, šiame skaičiavime naudojami penkių metų duomenys. Nesvertinis beta koeficientas apskaičiuojamas įmonės akcijos uždarymo kainos ir Vilniaus vertybinių popierių biržos uždarymo akcijų kainos nuolydžio (*angl.* slope) funkcija. Apskaičiuotas įmonės nesvertinis beta koeficientas - 0,6.

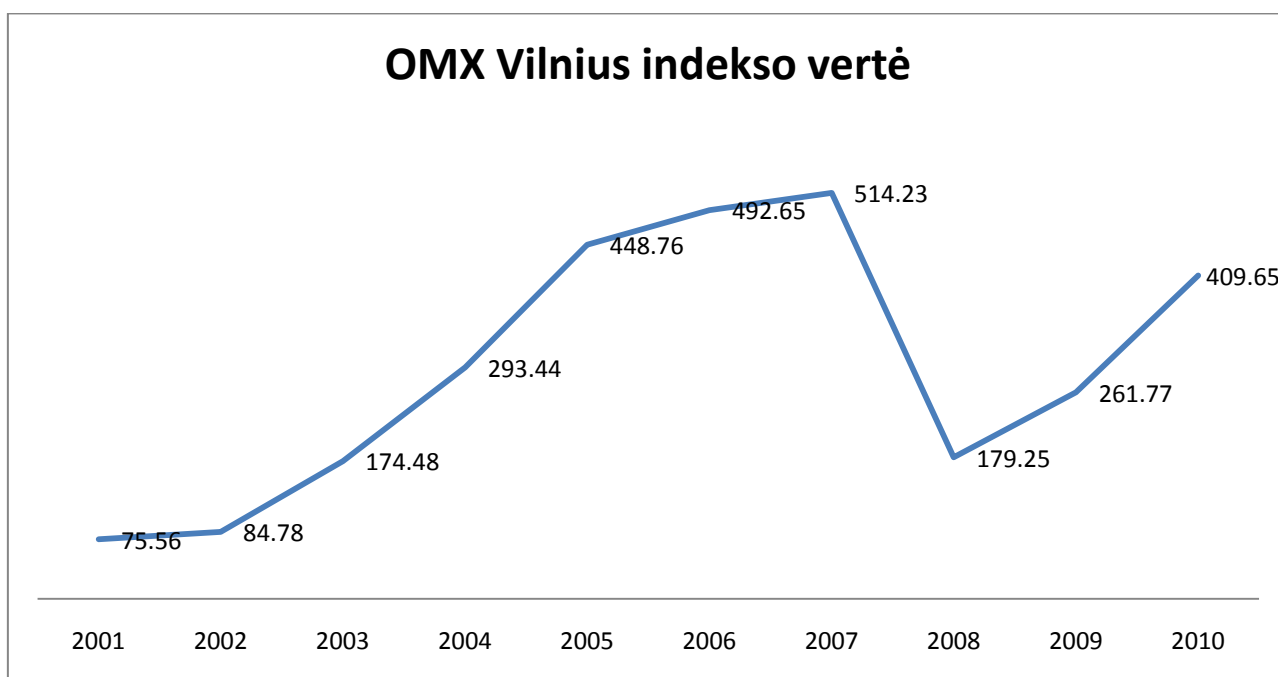
Prognozuojamas pelno mokestis ateinantiems penkiems metams – 15 %

$$\text{Apskaičiuojamas beta koeficientas: } \beta = 0,6 \times (1 + 1,22 \times (1 - 0,15)) = 1,22$$

Rinkos pajamų norma buvo apskaičiuota remiantis metiniais OMX Vilnius indekso pokyčiais. Rezultatai pateikiami 16 lentelėje bei 7 paveiksle.

16 lentelė. 2001-2010 metų OMX Vilnius indekso vertė ir pokytis [sudaryta autoriaus]

Metai	OMX Vilnius vertė	Pokytis, %
2001	75,56	-18,49%
2002	84,78	12,20%
2003	174,48	105,80%
2004	293,44	68,18%
2005	448,76	52,93%
2006	492,65	9,78%
2007	514,23	4,38%
2008	179,25	-65,14%
2009	261,77	46,04%
2010	409,65	56,49%
Rinkos pajamų norma		27,22%



7 pav. 2001-2010 metų OMX Vilnius indekso vertė [sudaryta autoriaus]

Rizikos priemoka (*angl.* risk premium) - tai papildomas atlygis už didesnę riziką. Rizikos priemoka apskaičiuojama iš įmonių leidžiamų obligacijų pajamingumo vidurkio atimant nerizikingą pelno normą. Šiuo metu Lietuvos įmonių obligacijų pajamingumo vidurkis siekia 14 %. Taigi atėmus nerizikingą pelno normą 4,5 %, rizikos priemoka – 9,5 %. Išskiriami šie pagrindiniai už rizikos veiksnį atsakingi priemokos rodikliai [22]:

- ekonomikos augimo tempo;
- valiutos kurso svyravimo;
- palūkanų normos lygio;
- mokesčių lygio;
- vidinės ir tarptautinės politinės situacijos;
- gyventojų perkamosios galios pasikeitimo;

- sezoniškumo;
- pasiūlos ir paklausos lygių.

Nustačius pagrindinius rodiklius t.y. nerizikingą pelningumo normą, rinkos pelningumo normą, koeficientą beta ir papildomą rizikos premiją, galima apskaičiuoti nuosavo kapitalo kainą, kuri yra lygi:

$$R_e = 0,045 + 0,012 (0,272 - 0,045) + 0,095 = 0,1427$$

Skolinto kapitalo kaina apskaičiuojama paskolų palūkanų norma padauginus iš prognozuojamo pelno mokesčio (15 %). Paskolų palūkanų norma parenkama pagal tai, kokią palūkanų metinę normą turėtų mokėti įmonė, jei paimtų naują paskolą. Šiuo metu skelbiama rinkos palūkanų norma yra apie 6 %. Apskaičiuojama skolinto kapitalo kaina:

$$\text{Skolinto kapitalo kaina} = 0,06 \times (1 - 0,15) = 0,051$$

17 lentelė. Pagrindiniai rodikliai apskaičiuojant vidutinę svertinę kainą [sudaryta autoriaus]

Skolinto kapitalo kaina, K_{sk}	0,051	5,1%
Nuosavo kapitalo kaina, R_e	0,1427	14,27%
Skolinto kapitalo dalis, W_{sk} (įsipareigojimai / turtas)	0,5487	54,87%
Nuosavo kapitalo dalis, W_e (akcininkų nuosavybė / turtas)	0,4513	45,13%
Vidutinė svertinė kapitalo kaina, WACC	0,0923	9,23%

Nustačius pagrindinius rodiklius reikalingus WACC apskaičiuoti, kurie yra susisteminti 17 lentelėje, nustatome diskonto normą pagal 8 formulę:

$$\text{WACC} = (0,5487 \times 0,06 \times (1 - 0,15)) + (0,4513 \times 0,1427) = \mathbf{0,0923}$$

Tęstinės vertės nustatymas. Apskaičiavus 2011-2015 metų laisvuosius pinigų srautus bei nustačius diskonto normą, dar reikia nustatyti amžino augimo normą. Literatūroje dažniausiai minima 2-4 % amžino augimo norma. Vertinant AB „Pieno žvaigždės“ buvo pasirinkta 3 % (vidutinė) amžinojo augimo norma. Tęstinei vertei apskaičiuoti naudojama 7 formulė:

$$TV = \frac{17\,260}{(0,0923 - 0,03)} \times \frac{1}{(1 + 0,0923)^5} = 180\,080,26$$

Galutinės AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas. Apskaičiavus 2011-2015 metų pinigų srautus, individualią diskonto normą bei tęstinę vertę, reikia apskaičiuoti įmonės grynąją skolą. Grynoji skola apskaičiuojama prie trumpalaikių įsipareigojimų pridėjus ilgalaikius įsipareigojimus ir atėmus grynuosius pinigus bei jų ekvivalentus. Turint visus anksčiau išvardintus rodiklius, galima apskaičiuoti galutinę bendrovės vertę.

Laisvieji pinigų srautai diskontuojami taikant 1 formulę. Nustatant galutinę įmonės vertę, sudedami visų laikotarpių diskontuoti pinigų srautai, pridedama tęstinė vertė bei atimama grynoji skola. Norint nustatyti įmonės vienos akcijos kainą, reikia iš visų akcijų skaičiaus atimti nuosavas akcijas, kadangi jos neturi teisės į dividendus. Tuomet įmonės grynąją vertę daliname iš akcijų skaičiaus (be nuosavų akcijų). 18 lentelėje pateikti gauti rezultatai skaičiuojant AB „Pieno žvaigždės“ vertę.

18 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ vertės apskaičiavimas diskontuotų pinigų srautų metodu (tūkst., Lt) [sudaryta autoriaus]

	Laisvieji pinigų srautai	Laisvųjų pinigų srautų diskontavimas	Diskontuoti laisvieji pinigų srautai
2011 metai	19 372	$\frac{19\,372}{(1 + 0,0923)}$	17 735
2012 metai	24 072	$\frac{24\,072}{(1 + 0,0923)^2}$	20 176
2013 metai	14 695	$\frac{14\,695}{(1 + 0,0923)^3}$	11 276
2014 metai	16 499	$\frac{16\,499}{(1 + 0,0923)^4}$	11 582
2015 metai	17 260	$\frac{17\,260}{(1 + 0,0923)^5}$	11 268
Diskontuoti pinigų srautai iš viso:			72 037
Tęstinė įmonės vertė			180 080
Įmonės vertė iš viso:			252 117
Grynoji įmonės skola			175 201
Grynoji įmonės vertė			76 916
Akcijų skaičius			39 856
Akcijos kaina Lt			1,93

Diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota bendrovės grynoji vertė 76,9 mln. Lt. Akcijos kaina – 1,93 Lt. Akcijos vidutinė rinkos kaina (2010.12.31) – 5,11 Lt. Dabartinė akcijos rinkos kaina – 5,2 Lt (2011 m. gegužės mėn. vidutinė kaina). Palyginus kainų skirtumą, galima teigti, kad įmonės akcijos kaina rinkoje yra gerokai pervertinta, nes tikroji akcijos kaina yra žymiai mažesnė už rinkos kainą.

3.2. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas taikant ekonominio pelno metodą

Ekonominio pelno metodas yra plačiai taikomas praktikoje ir yra antras pagal populiarumą po diskontuotų pinigų srautų metodo. Nustatant vertę šiuo metodu įmonės vertė lygi investuotam kapitalui pridėjus premiją, kuri lygi kasmet sukuriamos vertės dabartinei vertei. Ekonominį pelną, kurį sukuria bendrovė per atitinkamą laikotarpį, turi apimti ne tik apskaitos išlaidas, bet ir panaudoto kapitalo alternatyviuosius kaštus. Ekonominio pelno modelio pranašumas, lyginant su DCF metodu, yra tas, kad ekonominis pelnas yra vertinga priemonė kompanijos veiklos analizei. Pavyzdžiui DCF metodu negalima sekti kompanijos progreso lyginant jį su faktiniu ir numatomu grynujų pinigų srautu, todėl kad grynasis pinigų srautas bet kuriems metams nustatomas investuojant lėšas į fiksuotą turtą ir apyvartinį kapitalą, pačios kompanijos vadovybės nuožiūra. Tinkami sprendimai gali vienaip ar kitaip įtakoti grynuosius pinigų srautus tam tikrais metais.

Ekonominis pelno metodas sujungia du vertės augimo veiksniai: investuoto kapitalo grąžą ir augimą – į vieningą piniginę išraišką. Ekonominis pelnas iš grynojo pelno atėmus įmonės naudojamo kapitalo kainą.

$$\text{Ekonominis pelnas} = \text{Grynasis pelnas} - (\text{nuosavas kapitalas} \times \text{WACC}) \quad (13)$$

Ekonominio pelno koncepcija teigia, kad įmonės vertė lygi investuoto kapitalo kiekiui plus premija ar numatomo ekonominio pelno diskontuota vertė:

Jeigu įmonė kiekvieną periodą tiksliai gauna savo WACC, tada numatomų diskontuotų grynujų pinigų srautų vertė tiksliai prilygsta investuotam kapitalui. Bendrovė vertinama pagal tai, kiek ji investavo. Tačiau atlygis arba diskonto norma turi prilygti ekonominio pelno, kurį kompanija turės ateityje, dabartinei vertei.

Nustatant įmonės vertę ekonominio pelno metodu, taip pat kaip ir nustatant vertę diskontuotų pinigų srautų metodu, buvo pasirinktas 5 metų prognozinis laikotarpis (2011 – 2015 metai). Tam, kad galutinis rezultatas kuo mažiau skirtųsi nuo DCF metodu gautų rezultatų, buvo naudojami kai kurie rodikliai naudoti nustatant įmonės vertę diskontuotų pinigų srautų metodu. Tik testinė vertė buvo nustatyta naujai, kadangi jos reikšmė pirminiame etape reikalinga nediskontuota bei skiriasi pinigų srautų tipas.

$$TV = \frac{23\,234}{(0,0923 - 0,03)} = 372\,937$$

Pirmasis veiksmas, kurį privalu atlikti, norint nustatyti vertę ekonominio pelno metodu, yra ekonominio pelno apskaičiavimas prognozuojamu laikotarpiu. Taikant 13 formulę, 19 lentelėje apskaičiuojamas 2011 – 2015 metų ekonominis pelnas. AB „Pieno žvaigždės“ per prognozuojamą laikotarpį uždirbs 29,9 mln. Lt daugiau negu to pageidauja investuotojai. Tai yra įmonės uždirbtas ekonominis pelnas.

19 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ – ekonominio pelno skaičiavimas 2011 – 2015 metais tūkst. Lt
[sudaryta autoriaus remiantis B ir C priedais]

	2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.	2015 m.
Grynasis pelnas	18 176	18 276	19 344	21 119	23 234
Mokestis už kapitalą (Nuosavas kapitalas x WACC)	13 240	13 816	14 140	14 377	14 680
Ekonominis pelnas	4 936	4 460	5 204	6 742	8 554

20 lentelėje diskontuojamas būsimųjų laikotarpių ekonominis pelnas, pridedama diskontuota tęstinė vertė ir gaunama ekonominio pelno dabartinė vertė. Tada atimama grynoji įmonės skola ir gaunama grynoji įmonės vertė.

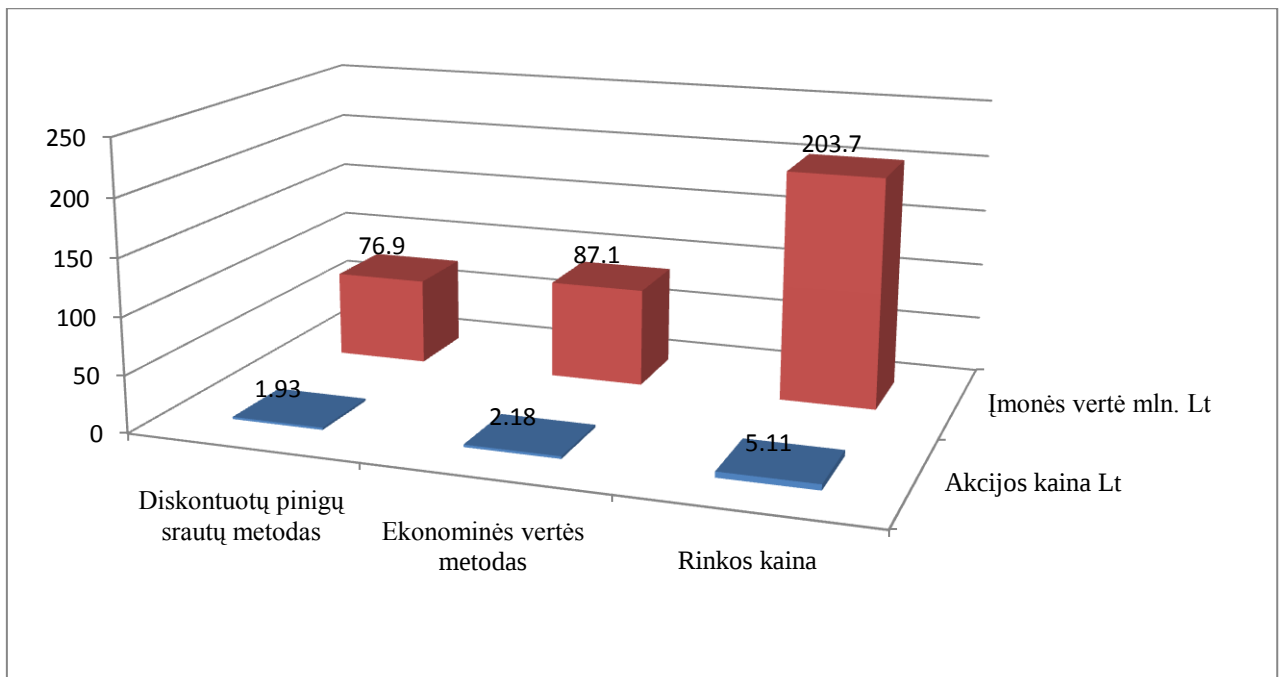
20 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ – vertės nustatymas ekonominio pelno metodu tūkst. Lt
[sudaryta autoriaus]

Metai	Ekonominis pelnas	Diskonto norma (9,23%)	Ekonominio pelno dabartinė vertė
2011	4 936	0,915	4 516
2012	4 460	0,838	3 737
2013	5 204	0,767	3 991
2014	6 742	0,702	4 732
2015	8 554	0,643	5 500
Tęstinė vertė	372 937	0,643	239 798
Ekonominio pelno esama vertė			262 274
Grynoji įmonės skola			175 201
Grynoji įmonės vertė			87 073
Akcijų skaičius			39 856
Akcijos kaina Lt			2,18

Ekonominės vertės metodu apskaičiuota AB „Pieno žvaigždės“ sudaro 87,1 mln. Lt. Akcijos kaina – 2,18 Lt. Akcijos vidutinė rinkos kaina (2010.12.31) – 5,11 Lt. Dabartinė akcijos rinkos kaina – 5,2 Lt (2011 m. gegužės mėn. vidutinė kaina). Kaip ir diskontuotų pinigų srautų metodu taip ekonominės vertės metodu apskaičiuota akcijos kaina yra žemesnė už rinkos kainą.

3.3. AB „Pieno žvaigždės“ gautų verčių palyginimas

Nustačius AB „Pieno žvaigždės“ vertę diskontuotų pinigų srautų bei ekonominės vertės metodais, 8 paveiksle grafiškai pavaizduoti gauti rezultatai.



8 pav. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės palyginimas [sudaryta autoriaus]

Diskontuotų pinigų srautų metodu nustatyta įmonės vertė sudaro 76,9 mln. Lt, o viena įmonės akcijos kaina - 1,93 Lt. Ekonominės vertės metodu apskaičiuota bendrovės vertė 87,1 mln. Lt, atitinkamai vienos akcijos kaina - 2,18 Lt. Akcijos rinkos kaina - 5,11 Lt (2010 m. gruodžio mėn. vidurkis) o įmonės grynoji vertė sudarė - 203,7 mln. Lt. Abiejų verslo vertės apskaičiavimo metodų dėka gautos vertės yra mažesnės už esamą rinkos kainą. Nustatytos akcijos kainos ir rinkos kainos skirtumą lemia išoriniai ekonominiai ir rinkos veiksniai. Tokį skirtumą, kuris sudaro daugiau nei 50 %, lemia staigus ekonomikos atsigavimas, kuri pastaruosius metus buvo gilioje recesijoje. Dar vienas veiksnys, kuris lėmė tokius rezultatus, per daug pesimistiškas ir subjektyvus būsimo pelno bei būsimų piniginių srautų prognozavimas. Atsižvelgiant į ekonomistų prognozes, buvo pasirinkta konservatyvi prognozė. Tokie veiksniai kaip darbuotojų kompetencija, bendrovės vardas ar prekės ženklas, kurie nėra įtraukiami į vertės nustatymo metodikas, taip pat gali įtakoti bendrovės vertę. Gautieji rezultatai rodo, kad bendrovės akcijos, o tuo pačiu ir pati įmonė yra pervertintos rinkoje. Nors pieno sektorius ir yra vienas patraukliausių investuotojams, reikėtų atsargiau elgtis investuojant lėšas tiek į AB „Pieno žvaigždės“, tiek į kitas šios šakos bendroves, kadangi pakartotinio ekonominio nuosmukio metu, galimi dideli nuostoliai.

IŠVADOS

1. Mokslinėje literatūroje verslo vertinimas apibūdinamas kaip procesas, kurio metu pagal vertintojo pasirinktą verslo vertinimo metodą nustatoma verslo vertė. Aprašoma per 20 verslo vertinimo metodų, kurie dažniausiai klasifikuojami į tris grupes – lyginamosios, atkuriamosios bei naudojimo pajamų vertės. Verslo vertės nustatymo metodas parenkamas atsižvelgiant į tai, kokia vertė aktuali užsakovui ir kas, vertintojo požiūriu geriausiai rodo vertę rinkoje. Vertintojas dažniausiai vertinimo metodą pasirenka priklausomai nuo įmonės veiklos pobūdžio. Vertinant verslą, skaičiavimus patartina atlikti keliais metodais bei naudoti įvairių metodų kombinacijas, nustatant tiksliausią vertę.

2. Šiuo metu nėra vieningo verslo vertinimo metodo, tinkančio kiekvienai analizuojamai situacijai, todėl metodo pasirinkimas priklauso nuo vertinimo tikslų, įmonės tipo bei kitų veiksnių.

3. Atlikus verslo vertinimo metodų grupių analizę, baigiamajame magistro darbe pasirinkti dažniausiai praktikoje taikomi ir adekvatūs metodai AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertei nustatyti: diskontuotų pinigų srauto (angl. DCF) ir ekonominio pelno metodai. Diskontuotų pinigų srautų metodas yra vienas labiausiai paplitusių ir didžiausią teorinį pagrindą turintis metodas. Galima teigti, kad šis metodas labiausiai tinka AB „Pieno žvaigždės“ vertės apskaičiavimui, kadangi jį taikant įvertinamas laiko veiksnys, rizika, rinkos situacija. Be to, jį galima įvairiai modifikuoti, pritaikant konkrečiai situacijai. Ekonominio pelno metodas buvo pasirinktas kaip alternatyvus metodas, kuris turėjo padėti nustatyti ar diskontuotų pinigų srautų metodu nustatyta akcijos vertė yra reali.

4. Atlikus įmonės finansinę analizę nustatyta, kad ji sėkmingai vykdo ūkinę-finansinę veiklą ir neturi finansinių sunkumų. Dauguma santykinų rodiklių yra geresni už pagrindinių konkurentų rodiklius.

5. Apskaičiuojant vertę diskontuotų pinigų srautų bei ekonominės vertės metodais atlikta AB „Pieno žvaigždės“ veiklos bei finansinė analizė, palyginamoji pieno perdirbimo sektoriaus įmonių finansinių rodiklių analizė. Tikslinga naudotis susisteminta finansine analize, kuri apima daugiau finansinių rodiklių ir atspindi įmonės grynąją dabartinę vertę, vidinę pelno normą, pajamų ir išlaidų santykį, įmonės sąnaudų kontrolę, piniginių srautų judėjimą, skolų administravimą. Finansinių rodiklių analizė ir kontrolė padeda numatyti kritines ir koreguotinas finansines spragas, o vienokie ar kitokie sprendimai padeda išvengti finansinės rizikos ir kryptingai kontroliuoti įmonės finansinius išteklius.

6. Diskontuotų pinigų srautų metodas sudėtingiausias verslo vertės nustatymo metodas, nes jį taikant reikia išsamios įmonės finansininkų rodiklių analizės. Nepaisant sudėtingumo, jis yra

laikomas pačiu universaliausiu verslo vertinimo metodu, todėl yra plačiausiai taikomas išsivysčiusiose vakarų Europos šalyse, taip pat ir Lietuvoje. Šiuo metodu verslas vertinamas kaip objektas, iš kurio tikimasi gauti piniginius srautus. DCF pagrindą sudaro būsimų pinigų srautų dabartinės vertės radimas (diskontavimas). Šis metodas yra išsamiausias ir patikimiausias, todėl taip plačiai taikomas. Norint kuo tiksliau prognozuoti ateities piniginius srautus, svarbu atlikti įmonės finansinę analizę, kuri suteikia daug informacijos apie įmonės praeities rezultatus bei padeda prognozuoti pinigų srautus ateinantiems periodams.

7. Prognozuojant įmonės grynąjį pelną bei būsimuosius pinigų srautus 2011 – 2015 metams, buvo atlikta AB „Pieno žvaigždės“ 5 metų finansinių rodiklių analizė. Nustatyta diskonto norma – 9,23 %, pritaikyta verslo vertę nustatant abiem vertinimo metodais. Diskontuotų pinigų srautų metodu nustatyta įmonės vertė sudaro 76,9 mln. Lt, o viena įmonės akcijos kaina - 1,93 Lt. Ekonominės vertės metodu apskaičiuota bendrovės vertė 87,1 mln. Lt, atitinkamai vienos akcijos kaina - 2,18 Lt. Akcijos rinkos kaina - 5,11 Lt (2010 m. gruodžio mėn. vidurkis) o įmonės grynoji vertė sudarė - 203,7 mln. Lt. Abiejų verslo vertės apskaičiavimo metodų dėka gautos vertės yra mažesnės už esamą rinkos kainą.

8. Nustatytos akcijos kainos ir rinkos kainos skirtumą lemia išoriniai ekonominiai ir rinkos veiksniai. Tokį skirtumą, kuris sudaro daugiau nei 50 %, lemia ekonomikos atsigavimas, kuri pastaruosius metus buvo gilioje recesijoje. Dar vienas veiksnys, kuris lėmė tokius rezultatus, per daug pesimistiškas ir subjektyvus būsimo pelno bei būsimų piniginių srautų prognozavimas. Atsižvelgiant į ekonomistų prognozes, buvo pasirinkta konservatyvi prognozė. Gautieji rezultatai rodo, kad bendrovės akcijos, o tuo pačiu ir pati įmonė yra pervertintos rinkoje. Nors pieno sektorius ir yra vienas patraukliausių investuotojams, reikėtų atsargiau elgtis investuojant lėšas tiek į AB „Pieno žvaigždės“, tiek į kitas šios šakos bendroves, kadangi pakartotinio ekonominio nuosmukio metu galimi dideli nuostoliai.

9. Įmonės vertinimas yra subjektyvus procesas, ypač prognozuojant ateities finansines perspektyvas. Finansines perspektyvas galima numatyti tik apytiksliai ir labai ribotam laikotarpiui (ne ilgiau kaip 5-7 metams). Darbuotojų kompetencija, bendrovės vardas ar prekės ženklas, kurie nėra įtraukiami į vertės nustatymo metodikas, taip pat įtakoja bendrovės vertę. Visi šie veiksniai turi būti įvertinti, nustatant realią įmonės vertę.

LITERATŪRA

1. AB „Pieno žvaigždės“ 2006 – 2010 m. finansinės atskaitomybės ataskaitos. [žiūrėta 2011-05-05]. Prieiga per internetą: http://www.pienozvaigzdes.lt/index.php/investuotojams/finansines_ataskaitos/7378
2. AB „Rokiškio sūris“ 2006 – 2010 m. finansinės atskaitomybės ataskaitos. [žiūrėta 2011-05-05]. Prieiga per internetą: <http://www.rokiskio.com/rs-lt.php?Investuotojams:Ataskaitos>
3. AB „Žemaitijos pienas“ 2006 – 2010 m. finansinės atskaitomybės ataskaitos. [žiūrėta 2011-05-05]. Prieiga per internetą: <http://www.traders.lt/plug.php?e=markets&sub=news&pg=details&id=69>
4. Aleknavičienė V. Įmonės finansų valdymas. Kaunas: Spalvų kraitė, 2009, 432 p.
5. Bačkytė A. Įmonės vertės maksimizavimas vertės veiksmų kontekste. Kaunas: Akademija, 2010, p. 194–200.
6. Byrd J., Parrino R., Pritsch G. Stockholders – managers conflicts and firm value. Financial Analysts Journal, No. 54, 1998, p. 14 – 26.
7. Bogulauskas V., Jagelavičius G. Įmonės veiklos finansinis vertinimas. Kaunas: Technologija, 2002, 159 p.
8. Bogulauskas V., Ulys D. Įmonių vertinimo rodiklių koncepcijos. Inžinerinė ekonomika. Kaunas: Technologija, 2000, Nr. 3 (18), p. 9–12
9. Brigham E.F., Gapenski L.C. Financial management. The Dryden Press, 1988, 901 p.
10. Burkšaitienė D. Verslo vertės nustatymo principų plėtotė. Inžinerinė ekonomika. Kaunas: Technologija, 2001, Nr. 3 (23), p. 20–28.
11. BVP 2010 metais [žiūrėta 2011-04-12]. Prieiga per internetą: www.finmin.lt
12. CFA Institute. Asset Valuation and Equity (volume 4). Boston: Pearson Custom Publishing. 2008, 441 p.
13. 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.
14. Dagilienė L., Kovaliov R., Mačerinskas J., Simanavičienė Ž. The application of financial valuation methods in investment decisions. Vadyba, 2006, Nr. 2 (11), p. 28 – 33.
15. Damodaran A. **Estimating terminal value**. (2006) [žiūrėta 2011-04-18]. Prieiga per internetą: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
16. Diskontuotų pinigų srautų metodas. [žiūrėta 2011-05-05]. Prieiga per internetą: <http://investologija.lt/LT/mikroekonomika/375/1/diskontuoti-pinigu-srautai/diskontuoti-pinigu-srautai-ivadas/>

17. Fernandez P. Company valuation methods. The most common errors in valuations. Madrid: IESE Business School, 2004. [žiūrėta 2010 spalio 28 d.]. Prieiga per internetą:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=568144)
18. Galinienė B. Turto ir verslo vertinimo sistema. Formavimas ir plėtros koncepcija. Vilnius: VU leidykla, 2004 (2005 antras leidimas), 307 p.
19. Grondskis D. Įmonės vertės valdymas. Ekonomika ir vadyba – 99: Aktualijos ir metodologija. Tarptautinės konferencijos pranešimų medžiaga. Kaunas: Technologija, 1999, p. 92 – 94
20. Kancerevyčius G. Finansai ir investicijos. Kaunas: Smaltijos leidykla, 2009, 904 p.
21. Kapitalo įkainojimo modelis (CAPM rodiklis) [žiūrėta 2011-05-18]. Prieiga per internetą:
<http://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>
22. Kazlauskienė V. Verslo vertės veiksnių pagrįstas verslo vertinimo modelis. Daktaro disertacija. Kaunas: Kauno technologijos universitetas, 2005, 131 p.
23. Krušinskas R., Vasiliauskaitė A. Technology investment decisions to increase company value. Engineering economics. 2005, Nr. 4 (44), p. 7 – 16.
24. Lietuvos banko interneto tinklapis. [Žiūrėta 2011 m. gegužės 23d.] Prieiga per internetą
<http://www.lb.lt/vvp/default.asp>
25. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1996 m. vasario 14 d. nutarimas Nr. 244 Dėl turto vertinimo metodikos. „Valstybės žinios“ 1996, Nr. 16. 426 p.
26. Linholm A. L., Gibler K. M. Measuring the added value of corporate real estate management. Pacific Rim Real Estate Society Meeting. New Zeland. 2006. [žiūrėta 2011 gegužės 5 d.]. Prieiga per internetą:
http://www.prres.net/Papers/Lindholm_Measuring%20Added_Value_Corporate_RE_Management.pdf
27. Mackevičius J. Valdymo apskaita: koncepcija, metodika, politika. Vilnius: TEV, 2003, 410 p.
28. Mekonnen M. Measuring and ranking value drivers. Tinbergen Institute discussion paper, Nr. 04312, 2002.
29. Myers S. C. Capital structure. Journal of Economic Perspectives, Nr. 15 – 2, 2001.
30. Nedarbo lygis Lietuvoje 2010 metais [žiūrėta 2011-04-15]. Prieiga per internetą:
<http://www.investar.lt/ekonomika/darbo-rinka/3943-nedarbo-lygis-lietuvoje-2010-m-sudare-178-procento>
31. Oded J., Michel A. Reconciling DCF Valuation Methodologies. Journal of Applied Finance. 17 tomas, 2007, Nr. 2, p. 21–32.
32. Palepu K.G., Healy, P.M., Bernard, V. Business analysis and valuation (3 edition). Southwestern Publishing Company, 2000.

33. Porter M. Penkių konkurencinių jėgų modelis (Porter's five forces) [žiūrėta 2011-04-18]. Prieiga per internetą: <http://www.quickmba.com/strategy/porter.shtml>
34. Rutkauskas A. V., Damašienė V. Finansų valdymas. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, 2002, 247 p.
35. Rutkauskas A.V., Plakys V., Sūdžius V. Magistro mokslinis darbas: forma struktūra ir procesas. Vilnius: Technika, 2011, 100 p.
36. Sinevičienė L. Vertės nustatymo metodų taikymo aspektai įmonėse, kurių akcijomis viešai neprekiuojama. Ekonomika ir vadyba. Kaunas: Technologija, 2007, Nr. 12, p. 247–253.
37. Smalenskas G. Finansinis pinigų srautų planavimas. Vilnius: VU leidykla, 1998. 100 p.
38. Stundžienė, A. Įmonių vertinimas klasifikavimo metodais: daktaro disertacija. Kaunas: Kauno technologijos universitetas, 2006, 130 p.
39. Trumpaitė I. Diskontuotų pinigų srautų metodo taikymas draudimo įmonei vertinti. Verslas, vadyba ir studijos. Vilnius: Technika, 2007. p. 146–157
40. Trumpaitė I. Šiuolaikinė verslo vertės valdymo koncepcija. Verslas, vadyba ir studijos. Vilnius: Technika, 2008, p. 84–93.
41. Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas 1999 m. gegužės 25 d. Nr. VIII-1202
42. Ulys, D Įmonės akcijų kainos priklausomybės nuo įmonės finansinių rodiklių tyrimas. Inžinerinė ekonomika. Kaunas: Technologija. ISSN 1392-2785. 2001, Nr. 4(24), p. 14-16
43. Vartotojų kainų indeksas [žiūrėta 2011-03-03]. Prieiga per internetą: www.stat.gov.lt
44. Vidutinės svertinės kapitalo kainos (WACC) nustatymo ataskaitos ir BU-LRAIC klausimyno pristatymas. Ernst & Young. 2008, 15 p.
45. Vidutinės svertinės kapitalo sąnaudos (WACC rodiklis) [žiūrėta 2011-05-18]. Prieiga per internetą: <http://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>
46. Woelfel J. Ch. Encyclopedia of banking & Finance. 10th ed. A bankline publication. Probus publishing Company, 1994, 1220 p.
47. Žaptorius J., Garbanovas G. Finansavimo politikos įtaka nustatant įmonės vertę. Vilniaus: Gedimino technikos universitetas ISSN 1392-3137, Tiltai, 2006, 18 p.
48. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и инновации. М.: Филин, 1997, 336 p.
49. Григорьев В. В., Федотова М. А. Оценка предприятия. М.: Инфра-М, 1997, 105 p.
50. Фридман Д., Ордуэй И. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. М.: Дело ЛТД, 1995, 461 p.

PRIEDAI

A priedas

Likvidumo, apyvartumo, pelningumo, įsipareigojimų ir rinkos vertės rodikliai ir jų formulės

Rodiklis	Formulė	Rodiklio apibūdinimas
LIKVIDUMO RODIKLIAI		
1. Bendrasis likvidumas	$\frac{\text{Trumpalaikis turtas}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}} \cdot 1$	Jei rodiklio reikšmė yra tarp 1,2-2, tai įmonė sugeba racionaliai panaudoti trumpalaikį turtą ir pasinaudoti išoriniais finansavimo šaltiniais.
2. Skubaus padengimo koeficientas	$\frac{\text{Trumpalaikis turtas} - \text{Atsargos}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}}$	Parodo įmonės galimybes įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus neparduodant atsargų. Gera šio rodiklio reikšmė yra >1,5
3. Grynas apyvartinis kapitalas	$\text{Trumpalaikis turtas} - \text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}$	Neigiama rodiklio reikšmė rodo, kad įmonė gali neįvykdyti savo trumpalaikių įsipareigojimų. Didesnis rodiklis rodo aukštesnį įmonės likvidumo lygį.
4. Padengimo grynaisiais pinigais	$\frac{\text{Grynieji pinigai saskaitoje ir kasoje}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}}$	Rodiklis parodo faktinę pinigų sumą, kuria įmonė gali padengti trumpalaikius įsipareigojimus. Norma 0,2-0,25
5. Grynojo apyvartinio kapitalo santykis su turtu	$\frac{\text{Trumpalaikis turtas} - \text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}}{\text{Turtas}}$	Parodo didėjančią ar mažėjančią tikimybę, kad įmonė bankrutuos.
APYVARTUMO RODIKLIAI		
1. Atsargų apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimai ir paslaugos}}{\text{Atsargos}}$	Apibūdina sugebėjimą valdyti ir kontroliuoti lėšų, investuotų į atsargas, apsisukimą.
2. Grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimai ir paslaugos}}{\text{Trumpalaikis turtas} - \text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}} \cdot 1$	Parodo, kiek apyvartų grynasis apyvartinis kapitalas padaro per metus.
3. Ilgalaikio turto apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimai ir paslaugos}}{\text{Ilgalaikis turtas}}$	Apibūdina sugebėjimą panaudoti ilgalaikį turtą. Turėtų būti kuo didesnis.
4. Turto apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimai ir paslaugos}}{\text{Turtas}}$	Apibūdina sugebėjimą panaudoti turtą pajamoms uždirbti. Norma 1,6-1,8.
5. Vidutinė materialinių atsargų apyvartos trukmė	$\frac{\text{Materialinės atsargos} \times 365}{\text{Pardavimai ir paslaugos}}$	Kiek reikia dienų materialinėms atsargoms atnaujinti. Mažesnis rodiklis geriau.
6. Debitorinio įsiskolinimo apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimai}}{\text{Debitorinis įsiskolinimas}} \cdot 1$	Apibūdina gautinų sumų surinkimo efektyvumą ir kaip debitoriai atsiskaito su įmone, t. y. kiek kartų per metus debitorinis įsiskolinimas paverčiamas pinigais.
7. Vidutinė debitorinio įsiskolinimo trukmė	$\frac{\text{Debitorinis įsiskolinimas}}{\text{Pardavimai/365}}$	Parodo, per kiek dienų vidutiniškai gaunamas debitorinis įsiskolinimas iš klientų, t. y. per kiek dienų pirkėjai perveda lėšas įmonei.
8. Kreditorinio įsiskolinimo trukmė	$\frac{\text{Kreditorinis įsiskolinimas}}{\text{Pardavimai/365}}$	Nustatoma, per kiek dienų vidutiniškai yra sugrąžinamas įsiskolinimas tiekėjams.
PELNINGUMO RODIKLIAI		
1. Grynas pelningumas	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimai ir paslaugos}} \cdot 1$	Parodo pardavimų įtaką grynajam pelnui. Didesnio rodiklio reikšmė rodo aukštesnį įmonės pelningumą.
2. Bendrasis pelningumas	$\frac{\text{Bendrasis pelnas}}{\text{Pardavimai ir paslaugos}} \cdot 1$	Parodo įmonės sugebėjimą gauti pelną iš pagrindinės įmonės veiklos.
3. Akcinio kapitalo pelningumas (ROE)	$\frac{\text{Pelnas, atskaičius mokesčius}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$	Parodo nuosavo kapitalo panaudojimo efektyvumą. Patenkinama sąlyga > 0
4. Investicijų pelningumas (ROI)	$\frac{\text{Pelnas, atskaičius mokesčius} + \text{Palūkanos}}{\text{Turtas}}$	Išsamiai apibūdina įmonės finansinės veiklos rezultatyvumą, jos sugebėjimą gauti pelną iš visų finansinių išteklių.
5. Turto pelningumas (ROA)	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas}}$	Parodo, ar efektyviai įmonė naudoja savo turtą, kokia viso turto dalis susigrąžinama pelno pavidalu.

A priedo tęsinys

Rodiklis	Formulė	Rodiklio apibūdinimas
ĮSIPAREIGOJIMŲ RODIKLIAI		
1. Skolos koeficientas	$\frac{\text{Įsipareigojimai}}{\text{Turtas}}$	Apibūdina, kokią viso turto dalį sudaro įsiskolinimai, t. y. kokia įmonės turto dalis įsigyta už skolintas lėšas.
2. Skolos - nuosavybės koeficientas	$\frac{\text{Įsipareigojimai}}{\text{Savininkų nuosavybė}} \cdot 1$	Parodo, kokią dalį nuosavo kapitalo sudaro įsipareigojimai. Aukštas rodiklis gali rodyti didesnę riziką.
3. Finansinių įsipareigojimų rodiklis	$\frac{\text{Turtas}}{\text{Nuosavas kapitalas}} \cdot 1$	Rodo, kokią dalį įmonės turto sudaro paprastųjų vardinių akcijų savininkų nuosavybė.
4. Ilgalaikių skolų koeficientas	$\frac{\text{Ilgalaikiai įsipareigojimai}}{\text{Ilgalaikiai įsipareigojimai} + \text{savininkų nuosavybė}} \cdot 1$	Šis rodiklis parodo finansų struktūrą. Rodiklis vertinamas labai gerai, jei jo reikšmė yra lygi arba mažesnė, nei 30 %.
5. Palūkanų padengimo rodiklis	$\frac{\text{Veiklos pelnas}}{\text{Palūkanos}}$	Apibūdina sugebėjimą laiku mokėti palūkanas. Normali šio rodiklio reikšmė yra 3-5 kartai.
RINKOS VERTĖS RODIKLIAI		
1. Kapitalizacija	$\text{Paprastųjų akcijų skaičius} \times \text{Akcijos rinkos kaina}$	Parodo sumą, kurią reikia sumokėti norint rinkoje įsigyti įmonę.
2. Pagrindinis pelnas vienai akcijai (EPS)	$\frac{\text{Grynasis pelnas} - \text{Privilegiuotų akcijų skaičius}}{\text{Vidutinis svertinis paprastųjų akcijų skaičius apyvartoje}}$	Turi būti, kuo didesnis, nes tai parodo akcininkų investicijų grąžą, o kiekvienas akcininkas nori uždirbti daugiau.
3. Dividendai akcijai (DPS)	$\frac{\text{Dividendai} - \text{Privilegiuotų akcijų dividendai}}{\text{Paprastųjų akcijų skaičius}}$	Vienai paprastajai akcijai tenkantys dividendai. Priklauso nuo įmonės veiklos prioritetų.
4. Dividendų pajamingumas	$\frac{\text{Dividendai akcijai}}{\text{Akcijos rinkos kaina}}$	Apibūdina įmonės finansinę būklę, jos pastovumą. Turi būti kuo didesnis.
5. Dividendų mokėjimo koeficientas	$\frac{\text{Dividendai akcijai}}{\text{Pelnas akcijai}}$	Nurodo, kokia įmonės pelno dalis skiriama išmokėti akcininkams kaip dividendus. Turi būti kuo didesnis.
6. Kainos/pelno santykis (P/E)	$\frac{\text{Akcijos rinkos kaina}}{\text{Pelnas vienai akcijai}}$	Šis rodiklis turėtų būti kuo didesnis, nes tuomet įmonė būna patrauklesnė investuotojams, nes jie tuomet tiki, kad įmonės ateitis bus sėkminga.

B priedas

AB "Žemaitijos pienas" pelno (nuostolių) ataskaita

(tūkst. Lt)

	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.	Prognozės				
						2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.	2015 m.
Pardavimo pajamos	545 033	663 379	666 289	622 467	620 255	634 500	647 805	658 650	678 450	693 564
Pardavimų savikaina	-441 667	-517 203	-562 582	-497 305	-500 740	-510 860	-518 896	-524 800	-536 580	-539 623
Bendrasis pelnas	103 366	146 176	103 707	125 162	119 515	123 640	128 909	133 850	141 870	153 941
Kitos veiklos pajamos, grynąja verte	1 220	1 151	7 027	677	456	345	410	425	440	465
Pardavimų ir administracinės sąnaudos	-76 203	-97 572	-102 915	-99 083	-95 063	-96 801	-98 212	-99 636	-105 252	-113 452
Veiklos pelnas prieš finansinės veiklos sąnaudas	28 383	49 755	7 819	26 756	24 908	27 184	31 107	34 639	37 058	40 954
Finansinės veiklos pajamos	273	188	506	725	215	260	290	315	356	389
Finansinės veiklos sąnaudos	-5 353	-9 039	-11 413	-7 813	-3 310	-3 210	-3 696	-3 896	-4 256	-4 365
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos/pajamos	-5 080	-8 851	-10 907	-7 088	-3 095	-2 950	-3 406	-3 581	-3 900	-3 976
Pelnas prieš apmokestinimą	23 303	40 904	-3 088	19 668	21 813	24 234	27 701	31 058	33 158	36 978
Pelno mokesčio sąnaudos	-4 811	-7 599	-1 244	-5 103	-3 243	-6 058	-9 425	-11 714	-12 039	-13 744
Metų pelnas	18 492	33 305	-4 332	14 565	18 570	18 176	18 276	19 344	21 119	23 234
Pelnas tenkantis 1 akcijai (Litais)	0,34	0,61	-0,08	0,27	0,34	0,34	0,34	0,36	0,39	0,43
Sumažintas pelnas tenkantis 1 akcijai (Litais)	0,34	0,61	-0,08	0,27	0,34	0,34	0,34	0,36	0,39	0,43

C priedas

AB "Pieno žvaigždės" balansas

(tūkst. Lt)

	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.	Prognozės				
						2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.	2015 m.
Turtas										
Ilgalaikis materialusis turtas	187 474	239 047	235 152	218 337	191 763	186 000	189 000	196 000	210 600	230 700
Nematerialusis turtas	1 811	1 724	1 072	895	1 198	1 000	1 200	1 100	1 250	1 050
Investicijos pardavimui	275	275	275	275	276	276	276	276	276	276
Ilgalaikės gautinos sumos	350	6 314	4 452	1 001	1 107	1 200	1 150	1 050	1 000	900
Atidėtasis mokestis	1 429	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Iš viso ilgalaikio turto	191 339	247 360	240 951	220 508	194 344	188 476	191 626	198 426	213 126	232 926
Atsargos	51 206	75 758	81 840	39 239	60 322	58 700	60 500	61 300	63 450	65 550
Gautinos sumos	76062	50 809	76 710	69 339	67 587	63 000	66 000	67 400	68 900	70 650
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai	1 407	2 702	1 907	6 136	3 582	4 500	3 000	2 600	2 500	1 200
Iš viso trumpalaikio turto	128 675	129 269	160 457	114 714	131 491	126 200	129 500	131 300	134 850	137 400
Iš viso turto	320 014	376 629	401 408	335 222	325 835	314 676	321 126	329 726	347 976	370 326
Akcininkų nuosavybė										
Akcinis kapitalas	54 205	54 205	54 205	54 205	54 205	54 205	54 205	54 205	54 205	54 205
Akcijų priedai	27 246	27 246	27 246	27 246	27 246	27 246	27 246	27 246	27 246	27 246
Nuosavos akcijos	-1 108	-4 108	-4 108	-6 108	-14 349	-12 450	-10 780	-8 680	-7 890	-6 400
Rezervai	12 641	28 294	28 758	27 093	36 883	34 586	37 810	39 850	40 600	41 300
Nepaskirstytasis rezultatas	30 376	52 875	36 063	46 376	43 058	39 854	41 200	40 580	41 600	42 700
Iš viso akcininkų nuosavybės	123 360	158,512	142 164	148 812	147 043	143 441	149 681	153 201	155 761	159 051
Įsipareigojimai										
Subsidijos	3 073	2 083	2 775	3 394	4 859	5 100	5 560	5 360	5 600	5 000
Paskolos ir kitos finansinės skolos	119 817	99 366	77 568	32 311	41 611	39 560	40 850	38 650	43 780	52 890
Atidėtasis mokestis	-	1 050	1 930	2 160	2 010	1 950	2 000	1 500	1 850	2 500
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	122 890	102 499	82 273	37 865	48 480	46 610	48 410	45 510	51 230	60 390
Atidėjimai	-	870	-	-	-	-	-	-	-	-
Paskolos ir kitos finansinės skolos	23 953	60 071	112 526	95 451	71 590	73 450	72 650	71 451	73 680	75 560
Mokėtinas pelno mokestis	94	3 790	-	4 384	2 369	1 500	1 450	2 500	2 100	2 360
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	49 717	50 887	64 445	48 710	56 353	49 675	48 935	57 064	65 205	72 965
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	73 764	115 618	176 971	148 545	130 312	124 625	123 035	131 015	140 985	165 885
Iš viso įsipareigojimų	196 654	218 117	259 244	186 410	178 792	171 235	171 445	176 525	192 215	196 275
Iš viso akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų	320 014	376 629	401 408	335 222	325 835	314 676	321 126	329 726	347 976	370 326

D priedas

AB "Pieno žvaigždės" pinigų srautų ataskaita

(tūkst. Lt)

	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.	Prognozės				
						2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.	2015 m.
Grynieji pinigų srautai iš įmonės veiklos										
Grynasis pelnas	18 492	33 305	-4 332	14 565	18 570	18 176	18 276	19 344	21 119	23 234
Koregavimai:										
Nusidėvėjimas ir amortizacija	34 997	40 111	43 105	42 576	39 798	37 628	37 325	38 961	39 350	38 587
Subsidijų amortizacija	-2 093	-2 033	-1 819	-509	-695	-750	-967	-760	-781	-820
Ilgalaikio turto perleidimo ir nurašymo rezultatas	-368	-736	-6 478	939	139	52	-1 230	-205	-350	-410
Pasikeitimas ilgalaikio turto vertės sumažėjime	-1 375	-714	-	-	-	-	-	-	-	-
Abejotinų ir nurašytų skolų sąnaudos	650	73	137	1 049	1 985	1 120	956	854	678	458
Pasikeitimas atostogų rezerve	26	1 056	32	-1 157	165	56	89	75	65	80
Pasikeitimas atidėjimuose	-	870	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasikeitimas atsargų vertės sumažėjime	-	3 544	-1 229	-2 373	-	-	-	-	-	-
Palūkanų pajamos/sąnaudos, grynąja verte	5 171	8 660	10 615	7 497	3 054	2 950	3 406	3 581	3 900	3 976
Pelno mokesčio sąnaudos	4 811	7 599	1 244	5 103	3 243	6 058	9 425	11 714	12 039	13 744
Grynieji pinigų srautai iš įmonės veiklos prieš pokyčius apyvartinėse lėšose	60 311	91 735	41 275	67 690	66 259	65 290	67 280	73 564	76 020	78 849
Atsargų pokytis	-12 153	-28 096	-4 854	44 975	-21 083	10 587	5 890	3 658	-8 545	-14 913
Gautinų sumų pokytis	-20 917	19 216	-24 176	5 688	-1 248	-6 587	-6 987	-3 021	-8 741	2 589
Mokėtinų sumų pokytis	13 200	1 353	12 249	-9 411	7 204	-6 987	3 698	-4 879	5 698	4 789
Grynieji pinigų srautai iš įprastinės veiklos	40 441	84 208	24 494	108 942	51 132	62 303	69 881	69 322	64 432	71 314
Sumokėtos palūkanos	-4 970	-8 819	-11 118	-7 497	-2 991	-3 256	-6 897	-5 487	-6 987	-5 687
Sumokėtas pelno mokestis	-5 259	-4 179	-4 451	-200	-4 500	-5 687	-6 987	-7 897	-8 974	-8 687
Grynieji pinigų srautai iš įprastinės veiklos	30 212	71 210	8 925	101 245	43 641	53 360	54 997	55 938	48 471	56 940
Grynieji pinigų srautai iš investicinės veiklos										
Ilgalaikio materialiojo turto įsigijimas	-41 372	-74 122	-43 189	-28 923	-12 776	-30 587	-36 974	-22 789	-23 145	-24 874
Ilgalaikio nematerialiojo turto įsigijimas	-525	-782	-44	-96	-652	-300	-254	-258	-36	-78
Pajamos iš ilgalaikio materialiojo turto pardavimo	867	4 294	11 857	1 107	418	465	568	423	321	541
Pajamos iš investicijų pardavimui perleidimo	75	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gautos palūkanos	53	159	503	-	-	-	-	-	-	-
Grynieji pinigų srautai iš investicinės veiklos	-40 902	-70 451	-30 873	-27 912	-13 010	-30 422	-36 660	-22 624	-22 860	-24 411
Grynieji pinigų srautai iš finansinės veiklos										
Paimtos paskolos	46 608	57 781	70 480	26 948	44 140	65 856	78 554	84 254	88 745	95 456
Paskolų grąžinimas	-19 262	-29 036	-21 194	-72 524	-43 301	-58 975	-65 874	-83 587	-78 963	-89 785
Akcijų išleidimas (supirkimas)	-	-3 000	-	-2 000	-8 241	-	-	-	-	-

D priedo tęsinys

Išmokėti dividendai	-9 432	-10 779	-12 014	-5 901	-12 098	-15 898	-18 987	-18 987	-19 874	-24 758
Finansinės nuomos mokėjimai	-10 711	-15 473	-18 630	-16 755	-15 845	-16 587	-15 895	-16 852	-16 875	-15 998
Gautos subsidijos	50	1 043	2 511	1 128	2 160	3 584	2 365	1 458	1 256	1 256
Grynieji pinigų srautai iš finansinės veiklos	7 253	536	21 153	-69 104	-33 185	-22 020	-19 837	-33 714	-25 711	-33 829
Grynujų pinigų ir jų ekvivalentų pasikeitimas	-3 437	1 295	-795	4 229	-2 554	918	-1 500	-400	-100	-1 300
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai sausio 1 d	4 844	1 407	2 702	1 907	6 136	3 582	4 500	3 000	2 600	2 500
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai gruodžio 31 d.	1 407	2 702	1 907	6 136	3 582	4 500	3 000	2 600	2 500	1 200

E priedas

AB "Pieno žvaigždės" pelno (nuostolių) ataskaitos vertikaliąją analizę

	2006 m.		2007 m.		2008 m.		2009 m.		2010 m.	
	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	%
Pardavimo pajamos	545 033	100%	663 379	100%	666 289	100%	622 467	100%	620 255	100%
Pardavimų savikaina	-441 667	-81,03%	-517 203	-77,96%	-562 582	-84,44%	-497 305	-79,89%	-500 740	-80,73%
Bendrasis pelnas	103 366	18,97%	146 176	22,04%	103 707	15,56%	125 162	20,11%	119 515	19,27%
Kitos veiklos pajamos, grynąja verte	1 220	0,22%	1 151	0,17%	7 027	1,05%	677	0,11%	456	0,07%
Pardavimų ir administracinės sąnaudos	-76 203	-13,98%	-97 572	-14,71%	-102 915	-15,45%	-99 083	-15,92%	-95 063	-15,33%
Veiklos pelnas prieš finansinės veiklos sąnaudas	28 383	5,21%	49 755	7,50%	7 819	1,17%	26 756	4,30%	24 908	4,02%
Finansinės veiklos pajamos	273	0,05%	188	0,03%	506	0,08%	725	0,12%	215	0,03%
Finansinės veiklos sąnaudos	-5 353	-0,98%	-9 039	-1,36%	-11 413	-1,71%	-7 813	-1,26%	-3 310	-0,53%
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos/pajamos	-5 080	-0,93%	-8 851	-1,33%	-10 907	-1,64%	-7 088	-1,14%	-3 095	-0,50%
Pelnas prieš apmokestinimą	23 303	4,28%	40 904	6,17%	-3 088	-0,46%	19 668	3,16%	21 813	3,52%
Pelno mokesčio sąnaudos	-4 811	-0,88%	-7 599	-1,15%	-1 244	-0,19%	-5 103	-0,82%	-3 243	-0,52%
Metų pelnas	18 492	3,39%	33 305	5,02%	-4 332	-0,65%	14 565	2,34%	18 570	2,99%

F priedas

AB “Pieno žvaigždės” pelno (nuostolių) ataskaitos horizontalioji analizė

	2006 m.	2007 m.			2008 m.			2009 m.			2010 m.		
	tūkst. Lt	tūkst. Lt	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	tūkst. Lt	%
Pardavimo pajamos	545 033	663 379	118 346	21,71%	666 289	121 256	22,25%	622 467	77 434	14,21%	620 255	75 222	13,80%
Pardavimų savikaina	-441 667	-517 203	-75 536	17,10%	-562 582	-120 915	27,38%	-497 305	-55 638	12,60%	-500 740	-59 073	13,38%
Bendrasis pelnas	103 366	146 176	42 810	41,42%	103 707	341	0,33%	125 162	21 796	21,09%	119 515	16 149	15,62%
Kitos veiklos pajamos, grynąja verte	1 220	1 151	-69	-5,66%	7 027	5 807	475,98%	677	-543	-44,51%	456	-764	-62,62%
Pardavimų ir administracinės sąnaudos	-76 203	-97 572	-21 369	28,04%	-102 915	-26 712	35,05%	-99 083	-22 880	30,03%	-95 063	-18 860	24,75%
Veiklos pelnas prieš finansinės veiklos sąnaudas	28 383	49 755	21 372	75,30%	7 819	-20 564	-72,45%	26 756	-1 627	-5,73%	24 908	-3 475	-12,24%
Finansinės veiklos pajamos	273	188	-85	-31,14%	506	233	85,35%	725	452	165,57%	215	-58	-21,25%
Finansinės veiklos sąnaudos	-5 353	-9 039	-3 686	68,86%	-11 413	-6 060	113,21%	-7 813	-2 460	45,96%	-3 310	2 043	-38,17%
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos/pajamos	-5 080	-8 851	-3 771	74,23%	-10 907	-5 827	114,70%	-7 088	-2 008	39,53%	-3 095	1 985	-39,07%
Pelnas prieš apmokestinimą	23 303	40 904	17 601	75,53%	-3 088	-26 391	-113,25%	19 668	-3 635	-15,6%	21 813	-1 490	-6,39%
Pelno mokesčio sąnaudos	-4 811	-7 599	-2 788	57,95%	-1 244	3 567	-74,14%	-5 103	-292	6,07%	-3 243	1 568	-32,59%
Metų pelnas	18 492	33 305	14 813	80,10%	-4 332	-22 824	-123,43%	14 565	-3 927	-21,24%	18 570	78	0,42%

Pastaba: baziniai metai – 2006 m.

G priedas

AB "Pieno žvaigždės" balanso vertikalių analizė

	2006 m.		2007 m.		2008 m.		2009 m.		2010 m.	
	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	%
Turtas										
Ilgalaikis materialusis turtas	187 474	58,58%	239 047	63,47%	235 152	58,58%	218 337	65,13%	191 763	58,85%
Nematerialusis turtas	1 811	0,57%	1 724	0,46%	1 072	0,27%	895	0,27%	1 198	0,37%
Investicijos pardavimui	275	0,09%	275	0,07%	275	0,07%	275	0,08%	276	0,08%
Ilgalaikės gautinos sumos	350	0,11%	6 314	1,68%	4 452	1,11%	1 001	0,30%	1 107	0,34%
Atidėtasis mokestis	1 429	0,45%	-	-	-	-	-	-	-	-
Iš viso ilgalaikio turto	191 339	59,79%	247 360	65,68%	240 951	60,03%	220 508	65,78%	194 344	59,64%
Atsargos	51 206	16,00%	75 758	20,11%	81 840	20,39%	39 239	11,71%	60 322	18,51%
Gautinos sumos	76 062	23,77%	50 809	13,49%	76 710	19,11%	69 339	20,68%	67 587	20,74%
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai	1 407	0,44%	2 702	0,72%	1 907	0,48%	6 136	1,83%	3 582	1,10%
Iš viso trumpalaikio turto	128 675	40,21%	129 269	34,32%	160 457	39,97%	114 714	34,22%	131 491	40,36%
Iš viso turto	320 014	100%	376 629	100%	401 408	100%	335 222	100%	325 835	100%
Akcininkų nuosavybė										
Akcinis kapitalas	54 205	16,94%	54 205	14,39%	54 205	13,50%	54 205	16,17%	54 205	16,64%
Akcijų priedai	27 246	8,51%	27 246	7,23%	27 246	6,79%	27 246	8,13%	27 246	8,36%
Nuosavos akcijos	-1 108	-0,35%	-4 108	-1,09%	-4 108	-1,02%	-6 108	-1,82%	-14 349	-4,40%
Rezervai	12 641	3,95%	28 294	7,51%	28 758	7,16%	27 093	8,08%	36 883	11,32%
Nepaskirstytasis rezultatas	30 376	9,49%	52 875	14,04%	36 063	8,98%	46 376	13,83%	43 058	13,21%
Iš viso akcininkų nuosavybės	123 360	38,55%	158 512	42,09%	142 164	35,42%	148 812	44,39%	147 043	45,13%
Įsipareigojimai										
Subsidijos	3 073	0,96%	2 083	0,55%	2 775	0,69%	3 394	1,01%	4 859	1,49%
Paskolos ir kitos finansinės skolos	119 817	37,44%	99 366	26,38%	77 568	19,32%	32 311	9,64%	41 611	12,77%
Atidėtasis mokestis	-	-	1 050	0,28%	1 930	0,48%	2 160	0,64%	2 010	0,62%
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	122 890	38,40%	102 499	27,21%	82 273	20,50%	37 865	11,30%	48 480	14,88%
Atidėjimai	-	-	870	0,23%	-	-	-	-	-	-
Paskolos ir kitos finansinės skolos	23 953	7,48%	60 071	15,95%	112 526	28,03%	95 451	28,47%	71 590	21,97%
Mokėtinas pelno mokestis	94	0,03%	3 790	1,01%	-	-	4 384	1,31%	2 369	0,73%
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	49 717	15,54%	50 887	13,51%	64 445	16,05%	48 710	14,53%	56 353	17,29%
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	73 764	23,05%	115 618	30,70%	176 971	44,09%	148 545	44,31%	130 312	39,99%
Iš viso įsipareigojimų	196 654	61,45%	218 117	57,91%	259 244	64,58%	186 410	55,61%	178 792	54,87%
Iš viso akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų	320 014	100%	376 629	100%	401 408	100%	335 222	100%	325 835	100%

H priedas

AB "Pieno žvaigždės" balanso horizontalioji analizė

	2006 m.	2007 m.			2008 m.			2009 m.			2010 m.		
	tūkst. Lt	tūkst. Lt	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	tūkst. Lt	%	tūkst. Lt	tūkst. Lt	%
Turtas													
Ilgalaikis materialusis turtas	187 474	239 047	51 573	27,51%	235 152	47 678	25,43%	218 337	30 863	16,46%	191 763	4 289	2,29%
Nematerialusis turtas	1 811	1 724	-87	-4,80%	1 072	-739	-40,81%	895	-916	-50,58%	1 198	-613	-33,85%
Investicijos pardavimui	275	275	-	-	275	-	-	275	-	-	276	1	0,36%
Ilgalaikės gautinos sumos	350	6 314	5 964	1704,00%	4 452	4 102	1172,00%	1 001	651	186%	1 107	757	216,29%
Atidėtasis mokestis	1 429	-	-1 429	-100	-	-1 429	-100%	-	-1 429	-100%	-	-1 429	-100%
Iš viso ilgalaikio turto	191 339	247 360	56 021	29,28%	240 951	49 612	25,93%	220 508	29 169	15,24%	194 344	3 005	1,57%
Atsargos	51 206	75 758	24 552	47,95%	81 840	30 634	59,83%	39 239	-11 967	-23,37%	60 322	9 116	17,80%
Gautinos sumos	76 062	50 809	-25 253	-33,20%	76 710	648	0,85%	69 339	-6 723	-8,84%	67 587	-8 475	-11,14%
Gryniesi pinigai ir jų ekvivalentai	1 407	2 702	1 295	92,04%	1 907	500	35,54%	6 136	4 729	336,11%	3 582	2 175	154,58%
Iš viso trumpalaikio turto	128 675	129 269	594	0,46%	160 457	31 782	24,70%	114 714	-13 961	-10,85%	131 491	2 816	2,19%
Iš viso turto	320 014	376 629	56 615	17,69%	401 408	81 394	25,43%	335 222	15 208	4,75%	325 835	5 821	1,82%
Akcininkų nuosavybė													
Akcinis kapitalas	54 205	54 205	-	-	54 205	-	-	54 205	-	-	54 205	-	-
Akcijų priedai	27 246	27 246	-	-	27 246	-	-	27 246	-	-	27 246	-	-
Nuosavos akcijos	-1 108	-4 108	-3 000	270,76%	-4 108	-3 000	270,76%	-6 108	-5 000	451,26%	-14 349	-13 241	1195,04%
Rezervai	12 641	28 294	15 653	123,83%	28 758	16 117	127,50%	27 093	14 452	114,33%	36 883	24 242	191,77%
Nepaskirstytasis rezultatas	30 376	52 875	22 499	74,07%	36 063	5 687	18,72%	46 376	16 000	52,67%	43 058	12 682	41,75%
Iš viso akcininkų nuosavybės	123 360	158 512	35 152	28,50%	142 164	18 804	15,24%	148 812	25 452	20,63%	147 043	23 683	19,20%
Įsipareigojimai													
Subsidijos	3 073	2 083	-990	-32,22%	2 775	-298	-9,70%	3 394	321	10,45%	4 859	1 786	58,12%
Paskolos ir kitos finansinės skolos	119 817	99 366	-20 451	-17,07%	77 568	-42 249	-35,26%	32 311	-87 506	-73,03%	41 611	-78 206	-65,27%
Atidėtasis mokestis	0	1 050	1 050	100%	1 930	1 930	100%	2 160	2 160	100%	2 010	2 010	100%
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	122 890	102 499	-20 391	-16,59%	82 273	-40 617	-33,05%	37 865	-85 025	-69,19%	48 480	-74 410	-60,55%
Atidėjimai	0	870	870	100%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Paskolos ir kitos finansinės skolos	23 953	60 071	36 118	150,79%	112 526	88 573	369,78%	95 451	71 498	298,49%	71 590	47 637	198,88%
Mokėtinas pelno mokestis	94	3 790	3 696	3931,91%	-	-94	-100%	4 384	4 290	4563,83%	2 369	2 275	2420,21%
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	49 717	50 887	1 170	2,35%	64 445	14 728	29,62%	48 710	-1 007	-2,03%	56 353	6 636	13,35%
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	73 764	115 618	41 854	56,74%	176 971	103 207	139,92%	148 545	74 781	101,38%	130 312	56 548	76,66%
Iš viso įsipareigojimų	196 654	218 117	21 463	10,91%	259 244	62 590	31,83%	186 410	-10 244	-5,21%	178 792	-17 862	-9,08%
Iš viso akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų	320 014	376 629	56 615	17,69%	401 408	81 394	25,43%	335 222	15 208	4,75%	325 835	5 821	1,82%

Pastaba: baziniai metai – 2006 m.

I priedas

AB "Žemaitijos pienas" ir jos pagrindinių konkurentų likvidumo rodikliai

I.1. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų bendrojo likvidumo rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	2,59	2,14	1,36	1,48	1,49
AB "Rokiškio sūris"	1,51	1,69	1,09	1,42	1,70
AB "Žemaitijos pienas"	1,84	2,87	1,76	3,03	2,52

I.2. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų skubaus padengimo koef. rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	1,05	0,46	0,44	0,51	0,55
AB "Rokiškio sūris"	0,68	0,79	0,61	1,23	1,19
AB "Žemaitijos pienas"	1,17	1,70	0,76	1,90	1,21

I.3. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų grynojo apyvartinio kapitalo rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	54 911	13 651	-16 514	-33 831	1 179
AB "Rokiškio sūris"	63 200	79 720	16 995	65 736	86 137
AB "Žemaitijos pienas"	48 743	73 863	47 876	68 038	71 899

I.4. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų padengimo grynaisiais pinigais rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	0,02	0,02	0,01	0,04	0,03
AB "Rokiškio sūris"	0,01	0,04	0,02	0,65	0,16
AB "Žemaitijos pienas"	0,25	0,33	0,14	0,73	0,18

I.5. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų grynojo apyvartinio kapitalo santykio su turtu rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	0,17	0,04	-0,04	-0,10	-
AB "Rokiškio sūris"	0,20	0,24	0,05	0,19	0,27
AB "Žemaitijos pienas"	0,30	0,45	0,24	0,37	0,38

Y priedas

AB "Žemaitijos pienas" ir jos pagrindinių konkurentų apyvartumo rodikliai

Y.1. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų atsargų apyvartumo rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	10,64	8,76	8,14	15,86	10,28
AB "Rokiškio sūris"	5,05	6,38	7,82	18,54	8,85
AB "Žemaitijos pienas"	9,81	10,03	7,49	9,85	6,99

Y.2. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumo rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	9,93	48,60	-40,35	-18,40	526,09
AB "Rokiškio sūris"	8,20	8,34	40,12	8,52	6,43
AB "Žemaitijos pienas"	7,86	6,28	9,86	5,48	6,03

Y.3. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų ilgalaikio turto apyvartumo rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	2,85	2,68	2,77	2,82	3,19
AB "Rokiškio sūris"	3,79	4,78	4,13	4,41	4,86
AB "Žemaitijos pienas"	6,98	8,84	5,19	4,57	6,13

Y.4. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų turto apyvartumo rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	1,70	1,76	1,66	1,86	1,90
AB "Rokiškio sūris"	1,61	1,99	1,89	1,61	1,72
AB "Žemaitijos pienas"	2,37	2,80	2,34	2,03	2,28

Y.5. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų debitorinio įsiskolinimo apyvartumo rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	7,17	13,06	8,69	8,98	9,18
AB "Rokiškio sūris"	6,38	11,10	6,99	8,32	6,15
AB "Žemaitijos pienas"	12,15	17,27	17,67	15,93	11,96

Y.6. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų kreditorinio įsiskolinimo trukmės rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	33,29	28,00	35,30	28,56	33,16
AB "Rokiškio sūris"	31,21	37,03	27,17	32,72	36,21
AB "Žemaitijos pienas"	31,23	23,31	30,68	26,72	32,18

J priedas

AB "Žemaitijos pienas" ir jos pagrindinių konkurentų pelningumo rodikliai

J.1. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų grynojo pelningumo rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	0,03	0,05	-0,01	0,02	0,03
AB "Rokiškio sūris"	0,03	0,05	-0,03	0,03	0,04
AB "Žemaitijos pienas"	0,03	0,05	-0,01	0,03	0,04

J.2. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų bendrojo pelningumo rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	0,19	0,22	0,16	0,20	0,19
AB "Rokiškio sūris"	0,04	0,07	-0,03	0,04	0,05
AB "Žemaitijos pienas"	0,04	0,07	-0,01	0,04	0,05

J.3. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų akcinio kapitalo pelningumo (ROE) rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	0,15	0,21	-0,03	0,10	0,13
AB "Rokiškio sūris"	0,07	0,16	-0,11	0,08	0,13
AB "Žemaitijos pienas"	0,18	0,25	-0,04	0,12	0,16

J.4. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų investicijų pelningumo (ROI) rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	0,06	0,09	-0,01	0,05	0,06
AB "Rokiškio sūris"	0,04	0,10	-0,05	0,04	0,08
AB "Žemaitijos pienas"	0,08	0,15	-0,02	0,07	0,10

J.5. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų turto pelningumo (ROA) rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	0,06	0,09	-0,01	0,04	0,06
AB "Rokiškio sūris"	0,04	0,10	-0,05	0,04	0,08
AB "Žemaitijos pienas"	0,08	0,15	-0,02	0,07	0,10

K priedas

AB "Žemaitijos pienas" ir jos pagrindinių konkurentų įsipareigojimų rodikliai

K.1. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų skolos koef. rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	0,61	0,58	0,65	0,56	0,55
AB "Rokiškio sūris"	0,40	0,36	0,52	0,47	0,40
AB "Žemaitijos pienas"	0,54	0,41	0,53	0,41	0,36

K.2. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų skolos - nuosavybės koef. rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	1,59	1,38	1,82	1,25	1,22
AB "Rokiškio sūris"	0,67	0,57	1,08	0,88	0,66
AB "Žemaitijos pienas"	1,20	0,71	1,12	0,70	0,56

K.3. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų finansinių įsipareigojimų rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	2,59	2,38	2,82	2,25	2,22
AB "Rokiškio sūris"	1,67	1,57	2,08	1,88	1,66
AB "Žemaitijos pienas"	2,20	1,71	2,12	1,70	1,56

K.4. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų ilgalaikių skolų koef. rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	0,50	0,39	0,37	0,20	0,25
AB "Rokiškio sūris"	0,03	0,03	0,05	0,04	0,03
AB "Žemaitijos pienas"	0,29	0,23	0,32	0,28	0,15

L priedas

AB "Žemaitijos pienas" ir jos pagrindinių konkurentų rinkos vertės rodikliai

L.1. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų kapitalizacijos rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	292 707	314 389	110 578,20	159 362,7	276 987,55
AB "Rokiškio sūris"	2 657 872	334 893,44	73 898,68	115 335	237 974,55
AB "Žemaitijos pienas"	1 221 468,75	1 088 437,5	29 025	49 826,25	116 583,75

L.2. lentelė. AB "Pieno žvaigždės" ir jos pagrindinių konkurentų kainos/pelno santykio (P/E) rodikliai

Įmonė	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	2010 m.
AB "Pieno žvaigždės"	15,83	9,44	-25,53	10,94	14,92
AB "Rokiškio sūris"	204,12	9,78	-4,03	7,69	9,69
AB "Žemaitijos pienas"	92,90	39,20	-6,91	3,07	4,8