

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS
FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA

AIRIDA ŽITKUTĖ

NUOSTOLINGOS ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMAS

Magistro baigiamasis darbas

Vadovė

Prof. habil. dr. R. Kanapickienė

VILNIUS, 2013

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS
FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA

NUOSTOLINGOS ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMAS

**Finansų rinkų verslo nuosavybės ekonomikos specializacijos magistro
baigiamasis darbas**

Studijų programa 621L10009

Vadovė

Prof. habil. dr. R. Kanapickienė

2013 12

Recenzentas

2013 12

Atliko

VNEms2-01 gr. stud.

A.Žitkutė

2013 12

VILNIUS, 2013

TURINYS

IVADAS	7
1. ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMO TEORINIAI ASPEKTAI	10
1.1. Įmonės vertės koncepcija ir vertinimo procesas	10
1.2. Veiksniai, lemiantys įmonės vertę	16
1.3. Įmonės vertės nustatymo metodai ir jų taikymas.....	19
2. NUOSTOLINGOS ĮMONĖS VERTINIMO METODOLOGIJA	27
2.1. Nuostolingos įmonės vertinimo metodų palyginamoji analizė	27
2.2. Diskontuotų pinigų srautų metodo taikymo analizė ir metodika	32
2.2.1. Augimo normos g nustatymas ir finansinių straipsnių prognozavimas	34
2.2.2. Diskonto normos apskaičiavimas	36
2.2.3. Laisvo pinigų srauto ir vertės apskaičiavimas	39
2.3. Jautrumo analizė	41
3. NUOSTOLINGOS ĮMONĖS VERTINIMAS IR MODELIO SUDARYMAS	43
3.1. Įmonės „X“ išorinės aplinkos analizė	43
3.2. Įmonės „X“ vidinės aplinkos analizė	46
3.3. Įmonės „X“ vertės nustatymas	50
3.4. Įmonės „X“ vertės jautrumo analizė	55
3.5. Diskontuotų pinigų srautų metodika paremtas nuostolingos įmonės vertės nustatymo modelis	58
IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS	61
LITERATŪRA	63
ANOTACIJA LIETUVIŲ IR ANGLŲ KALBOMIS	67
SANTRAUKA	68
SUMMARY	69
PRIEDAI	70

PRIEDAI

1 priedas. Riziką lemiantys veiksniai.....	71
2 priedas. Įmonės X sutrumpinto balanso pagrindiniai straipsniai.....	72
3 priedas. Įdarbinto kapitalo skaičiavimas.....	73

LENTELĖS

1 lentelė. Verslo vertinimo tikslai.....	11
2 lentelė. Įmonės vertės nustatymas pagal turto vertę ir įdarbintą kapitalą.....	13
3 lentelė. Vertinimo metodų klasifikacija.....	19
4 lentelė. EV/EBIDTA privalumai ir trūkumai.....	22
5 lentelė. Pagrindiniai vertinimo metodai.....	23
6 lentelė. DCF metodo privalumai ir trūkumai.....	25
7 lentelė. Vertinimo metodo pritaikymas pagal įmonės brandą ir specifiką.....	26
8 lentelė. Metodai, tinkantys vertinti nuostolius patiriančias įmones.....	29
9 lentelė. Vertinimo metodų kritika.....	29
10 lentelė. Balanso ir pelno (nuostolių) ataskaitos straipsnių prognozavimas.....	36
11 lentelė. WACC modelis.....	37
12 lentelė. Laisvo pinigų srauto sąsaja.....	39
13 lentelė. Laisvo pinigų srauto skaičiavimas.....	40
14 lentelė. Jautrumo analizės etapai.....	41
15 lentelė. Didžiausios statybų bendrovės pagal 2011 m. I-III ketv. Pajamas.....	44
16 lentelė. Įmonės „X“ finansiniai rodikliai 2009-2012 m.....	49
17 lentelė. Įmonės „X“ pelno (nuostolių) ataskaitos pagrindiniai straipsniai 2009-2012 m.....	51
18 lentelė. Įmonės „X“ pelno (nuostolių) ataskaitos straipsnių prognozė 2013-2017 m.....	52
19 lentelė. Įmonės „X“ finansinių rodiklių prognozės 2013-2017 m.....	52
20 lentelė. Laisvo pinigų srauto FCF apskaičiavimas 2010-2017 m.....	53
21 lentelė. ROE bei pardavimų ir įdarbinto kapitalo santykio rodikliai 2009-2012 m.....	54
22 lentelė. Įmonės „X“ vertė.....	55
23 lentelė. Įmonės „X“ vertės jautrumas, keičiantis pardavimams, veiklos išlaidoms, g normai ir betai.....	56

PAVEIKSLAI

1 pav. Balansinės ir rinkos vertės skirtumas	12
2 pav. Verslo vertinimo procesas.....	14
3 pav. Išorinių ir vidinių aplinkos veiksnių sąsaja.....	17
4 pav. Įmonės vertės sudedamosios dalys.....	18
5 pav. Nematerialaus įmonės turto pavyzdžiai.....	18
6 pav. Vertę atskleidžiantys rinkos daugikliai.....	21
7 pav. Nuostolingų įmonių dalis, palyginti su bendru įmonių skaičiumi pagal visas ekonominės veiklos rūšis 2006-2012 m., %.....	28
8 pav. Alexander Chepakovich vertinimo modelio pavyzdys	30
9 pav. Nuostolingos įmonės vertinimo metodų matrica.....	31
10 pav. Vertinimo etapai.....	33
11 pav. DCF metodo pagrindinės problemos vertinime	34
12 pav. Augimo koeficiento g standartizuoti dydžiai.....	35
13 pav. Statybų sektoriaus grynas pelnas 2007-2012 m, tūkst. litų.....	43
14 pav. Statybos sąnaudų kainų indeksai.....	45
15 pav. Bendrasis vidaus produktas 2009-2013 m.....	46
16 pav. Įmonės „X“ SSGG analizė.....	47
17 pav. Įmonės „X“ pardavimai, EBITDA ir grynas pelnas 2009-2012 m., litais.....	48
18 pav. Įmonės „X“ skolos struktūra.....	49
19 pav. Įmonės „X“ finansinis svertas balansine ir rinkos verte.....	50
20 pav. Įmonės „X“ nuosavo ir skolinto kapitalo struktūra 2009-2012 m.....	53
21 pav. Įmonės „X“ įdarbintas kapitalas 2009-2012 m.....	54
22 pav. Įmonės „X“ vertės jautrumo analizės grafinis vaizdas.....	57
23 pav. Jautrumo analizės veiksnių įtaka įmonės vertei, procentais.....	57
24 pav. DCF modelio prielaidos.....	58
25 pav. DCF modelis nuostolingų įmonių vertinimui.....	60

IVADAS

Verslas (įmonė), kaip ir bet kurios prekės ar paslaugos, turi savo kainą. Tačiau skirtingai nuo paprastų prekių, įmonės kaina yra nepastovi ir priklauso nuo daugelio veiksnių – finansinės verslo būklės, klientų mokumo, turto, reputacijos, laukiamų pinigų srautų, verslo rezultatų ir daugybės kitų faktorių. Praktikoje verslo vertinimas dažniausiai suvokiamas kaip labiausiai tikėtinos kainos nustatymas, už kurią verslas gali būti parduotas rinkoje, esant laisvai konkurencijai.

Žinoti įmonės vertę kaip patį faktą dažnai nėra pirminis ir svarbiausias verslo tikslas, tačiau to prireikia atsirandant permainingoms versle. Tai gali būti akcininkų pasikeitimas, investuotojų ar kreditorių pritraukimas, dalyvavimas projektuose, įmonės veiklos srities pasikeitimas ar konkrečiai planuojama įmonės vertės didinimo strategija. Verslo vertė dažniausiai asocijuojasi su įmonės gebėjimu uždirbti pinigų srautus ateityje, dėl šios priežasties nuostolingos įmonės gali būti sunkiai įvertinamos. Gebėjimas tikslingai nustatyti įmonės vertę yra efektyvių sprendimų priėmimo pagrindas.

Tyrimo aktualumas. Įmonės vertė yra indikatorius, atspindintis tiek vidinius, tiek išorinius įmonės aplinkos aspektus. Vidiniai faktoriai ypatingai aktualūs įmonės savininkams, kreditoriams bei investuotojams, o išoriniais suinteresuotos valstybės kontrolės institucijos, draudimo įstaigos ir kiti susiję subjektai. Pagrįstas ir kompetentingas įmonės vertės nustatymas yra labai svarbi sąlyga, lemianti sandorio ar pasikeitimų sėkmę – įmonių pirkimo, pardavimo, susijungimo procesuose, priimant investavimo, valdymo, išteklių paskirstymo ir panaudojimo, prognozavimo sprendimus. Būtent nuostolius patiriančioms įmonėms iki šiol yra sunkiai randama metodika, kaip įvertinti ne įmonės turto likutinę vertę, bet jos realią rinkos vertę, su tikslu ne uždaryti įmonę, o tęsti ir plėtoti veiklą.

Mokslinėje literatūroje plačiai nagrinėta įmonės vertės nustatymo metodika (Dagilienė, 2008; Žaptorius, 2006; Natalwala Hozefa CA, 2008; Koller, Goedhart ir Wessels, 2010; Trumpaitė, 2006; Copeland, Koller, ir Murrin, 1994; Jennergren, 2011; Lawrence, 1994; Илѣпѣаков, 2006), veiksnių reikšmė vertinime (Kazlauskienė ir Christauskas, 2008; Suozzo, Cooper, Sutherland, Deng, 2001), vertinimo metodikos adaptacijos (Fernandez, 2004; Damodaran, 2000; Rotkowsky, 2013; Plimmer, Sayce, 2006; Joos, Plesko, 2004; Dzikevičius, Michnevič, Ževžikova, 2008; Gannon, 2012; Crystal, Mokal, 2006), tačiau nuostolingų įmonių vertinimo metodikos aktualumas slypi tame, jog esamos verslo vertinimo metodikos remiasi prielaida, kad įmonė generuoja laisvą pinigų srautą, t.y. daugumai pagrindinių vertinimo metodų skaičiavimuose reikalingas pelnas, kurio šiuo atveju nėra. Eliminuojuant būsimųjų pinigų srautų įtaką vertinimas parodo vien turto vertę einamuoju momentu,

kiek realiai liktų verslo savininkams likvidavus verslą ar kiek kainuotų jį sukurti iš naujo. Tačiau rasti modelį, tiksliausiai nustatantį verslo vertę rinkoje kartu su potencialu veikti pelningai, pagal kurią būtų galima priimti investavimo sprendimus, išlieka sudėtinga.

Tyrimo problema – kaip nustatyti nuostolingos įmonės vertę?

Tyrimo objektas – įmonės vertė.

Tyrimo tikslas – išanalizavus įmonės vertės nustatymo ypatumus sukurti nuostolingos įmonės vertės nustatymo modelį ir patikrinti jį praktikoje.

Tyrimo uždaviniai:

1. Išanalizuoti įmonės vertės nustatymo esmę ir procesą, įmonės vertę sąlygojančius veiksnius bei vertinimo metodus.
2. Atlikti nuostolingos įmonės vertės nustatymo metodų palyginamąją analizę bei sudaryti diskontuotų pinigų srautų metodika pagrįstą nuostolingos įmonės vertės nustatymo modelį ir jo metodiką.
3. Patikrinti sudarytą modelį praktikoje įvertinant nuostolingą įmonę.

Tyrimo reikšmingumas ir naujumas. Mokslinėje literatūroje vertinimo metodai plačiai nagrinėjami, tačiau jų taikymas praktinėje įmonių veikloje vis dar yra problematiškas (Almeida & Philippon, 2007; Damodaran, 2002; Ignatov, 2006), o dėl nuolat kintančios aplinkos, metodo pasirinkimas skirtingais atvejais tampa sunkiu uždaviniu. Populiariausi vertinimo metodai dažniausiai siejami su pinigų srautų diskontavimu. Teigiama, kad šio metodo taikymas yra vienas iš tiksliausių, tačiau ši metodika iš principo tinkama tik tuo atveju, jei įmonė veikia pelningai, generuoja laisvą pinigų srautą. Lietuvoje didžioji dalis įmonių patenka į vidutinių ir smulkių įmonių grupę, kurios neretai dirba nuostolingai. Taigi pelno neuždirbančių įmonių vertinimas yra aktualus klausimas, ypač pokriziniu laikotarpiu, kai tokių įmonių pardavimas vis dar įsibėgėjęs. Metodikos pasirinkimas vertinant įmonę su nuostoliu yra sudėtingas uždavinys, reikalaujantis papildomų tyrimų. Tad nuostolingos įmonės vertės nustatymo modelis gali būti svarbus ir reikšmingas žingsnis tikslesnės įmonės vertės nustatymo link, kol kas literatūroje plačiausiai nagrinėtas Damodaran (2002, 2006, 2013).

Hipotezė:

H₁: Diskontuotų pinigų srautų modelis gali būti pritaikytas nuostolingai įmonei vertinti.

Metodai: pirmoje teorinėje dalyje naudota užsienio ir lietuvių autorių sisteminė mokslinės literatūros analizė ir apibendrinimas, publikacijų ir teisės aktų analizė, palyginamoji analizė. Metodinėje ir praktinėje dalyje taikytas informacijos ir metodikos lyginimas bei taikymas, statistinių duomenų apdorojimas ir analizė, diskontuotų pinigų srautų metodas, horizontalioji analizė, finansinių rodiklių analizė, prognozavimas, SSGG medotas, jautrumo analizė.

Struktūra: darbą sudaro įvadas, trys dalys, išvados, literatūros sąrašas, priedai. Pirmoje dalyje nagrinėjami temos teoriniai aspektai, kokia yra įmonės vertės nustatymo esmė, vertę sąlygojantys veiksniai, jų sąsajos, kokiais metodais gali būti atliekamas įmonės vertinimas, vertinimo procesas, kylančios problemos. Antroje dalyje tiriama, kokie yra konkretūs nuostolingų įmonių vertinimo metodai, jų privalumai ir trūkumai, atlikta metodų palyginamoji analizė, pereinant prie problematikos, pritaikant diskontuotų pinigų srautų metodą nuostolingoms įmonėms vertinti. Trečioje analitinėje dalyje atliekamas konkrečios nuostolingos įmonės „X“ vertės nustatymas ir remiantis rezultatais sudarytas nuostolingos įmonės vertės nustatymo modelis pagal diskontuotų pinigų srautų metodiką.

1. ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMO TEORINIAI ASPEKTAI

1.1. Įmonės vertės koncepcija ir vertinimo procesas

Verslo¹ vertinimas bendrine prasme suvokiamas kaip įmonės (verslo) ar jos versle turimų nuosavybės interesų vertės nustatymo ar išvados apie vertę pateikimo veiksmas ir procesas. 2012 m. Lietuvos Respublikos Vyriausybės patvirtintoje Turto vertinimo metodikoje teigiama, kad „verslo vertinimas – nešališkas verslo vertės apskaičiavimas, apimantis vertinamo verslo aprašymą, vertintojo nuomonę apie turto būklę, jo tinkamumą naudoti bei tikėtiną piniginę vertę rinkoje“. Įmonės vertės nustatymas gali būti suprantamas kaip procesas ir kaip tikslas, kuris padeda valdyti verslo finansus. Svarbiausia, kad būtų reikšmingas tokio vertinimo rezultatas (Fernandez, 2004).

Įmonės vertės nustatymas yra vertinimo procesas, kurio metu vertintojas renka informaciją tam, kad nustatytų tikrąją verslo vertę (Kazlauskienė, 2002). Įmonės vertinimą gali atlikti profesionalūs vertintojai, remdamiesi nacionaliniuose², Tarptautiniuose vertinimo standartuose ir Europos vertinimo standartuose nustatytais turto ir verslo vertinimo metodais, bet vertės nustatymą gali atlikti ir kiti vertintojai, pirkėjai, pardavėjai, kreditoriai, akcininkai. Vertinimą reglamentuoja Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, Lietuvos Respublikos „Turto ir verslo vertinimo metodika“, Turto vertintojo profesinės etikos kodeksas³. Vis dėlto nepaisant reglamentavimo ir taisyklių, vertinimai skiriasi tiek pagal šalis, tiek pagal įmones ir individualiai pagal vertintoją.

Paties vertinimo tikslas yra padėti priimti valdymo ar investavimo sprendimus pačiais įvairiausiais klausimais – įsigijimo, turto išpardavimo ar vidinių strateginių iniciatyvų įgyvendinimo (Trumpaitė, 2006).

Praktikoje skiriamos tokios pagrindinės vertinimo priežastys:

- Ar verslas pakankamai pelningas ir perspektyvus?
- Ar verslui negresia bankrotas?

Pagal minėtas priežastis sprendžiami klausimai: investuoti / neinvestuoti ar skolinti / neskolinti. Kitaip tariant, dvi pagrindinės tikslų grupės yra sprendimų priėmimo ir investavimo, kadangi verslo vertinimas paprastai siejamas su išorinio finansavimo priemonių pritraukimu ar verslo savininkų pasikeitimu (Dagilienė, 2007).

¹ Verslas yra komercinė, pramoninė, paslaugų ar investicinė veikla.

² Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai, LTVIA, LTVA leidinys. Vilnius, 2004.

³ Lietuvos Respublikos audito, apskaitos ir turto vertinimo instituto tarybos 2000 m. rugsėjo 14 d. nutarimas Nr. 27-7 (Žin., 2001 Nr. 23);

Kaip nurodoma Tarptautiniuose vertinimo standartuose, vertinant verslą gali būti vertinama visa jo veikla arba veiklos dalis. Labai svarbu atskirti verslo subjekto vertę nuo atskirų tokios įmonės turto ar įsipareigojimų vertės. Jeigu, atsižvelgiant į tikslą, dėl kurio atliekamas vertinimas, būtina nustatyti turto ar įsipareigojimų vertę ir jeigu tokį turtą galima atskirti nuo verslo subjekto ir atskirai parduoti ar perleisti, toks turtas turėtų būti vertinamas atskirai, o ne paskirstant viso verslo vertę. Prieš pradėdant vertinti verslo subjektą labai svarbu nustatyti, ar vertinamas visas verslo subjektas, jo akcijos ar akcijų paketas, konkrečiai atskiro verslo subjekto veikla, ar konkretus jos turtas arba įsipareigojimai.

Verslo subjektai gali būti vertinami siekiant įvairių tikslų, įskaitant tokius kaip įsigijimas, susijungimas, verslo padalinio pardavimas, mokesčių skaičiavimas, teisminiai procesai, nemokumo procedūros ar finansinių ataskaitų teikimas. Nors mokslinėje literatūroje nėra vieningo tikslų klasifikavimo, bet galima išskirti šiuos verslo vertinimo tikslus, matomus 1-oje lentelėje.

1 lentelė. Verslo vertinimo tikslai

Subjektas	Vertinimo tikslas
Įmonė kaip juridinis asmuo	Užikrinti ekonominį saugumą; Parengti įmonės plėtros planus; Akcijų emisija; Įvertinti valdymo efektyvumą.
Savininkas	Rasti turto panaudojimo būdą; Restruktūrizacija; Pagrįsti įmonės ar jos dalies pardavimo kainą; Nustatyti įmonės likvidavimo rezultatus.
Kredito įstaigos	Patikrinti skolininko finansinę veiklą; Nustatyti paskolos užstato vertę.
Draudimo įmonės	Nustatyti draudimo įmokos ar išmokos dydį.
Vertybinių popierių biržos	Patikrinti vertybinių popierių kainų pagrįstumą.
Investuotojai	Pagrįsti investavimą į įmonę; Nustatyti įmonės, kurią norima pirkti, vertę.
Valstybės institucijos	Paruošti įmones privatizacijai; Nustatyti mokesčių bazę; Bankroto procedūros vykdymas ir likvidacija; Įvertinimas teisiniu tikslu.

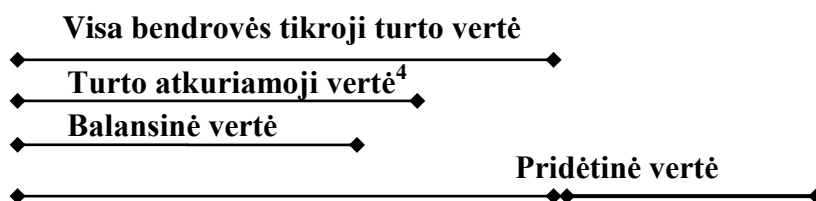
Šaltinis: Kancerevyčius G. Finansai ir investicijos. Kaunas: Smaltija, 2006.

Nuo verslo vertinimo tikslo priklauso metodo pasirinkimas, kurie bus aptarti vėlesniame skyriuje, bet kartu ir vertinimo rezultatų interpretacija. Pavyzdžiui verslo savininkui (pardavėjui) gauta verslo vertė bus potencialiai mažiausia kaina, už kurią jis galėtų parduoti verslą. Priešingai verslo pirkėjui / investuotojui gauta verslo vertė bus aukščiausia kaina, kiek jis galėtų mokėti įsigydamas verslą (Fernandez, 2007). Šiame darbe labiau bus gilinamasi į investuotojo poziciją,

kadangi kitus tikslus pasiekti padeda paprastesnė finansinės atskaitomybės analizė ar viešai platinamų akcijų charakteristikos.

Prieš pradėdant gilintis į įmonės vertės nustatymo aspektus, reikėtų išsiaiškinti pagrindinio objekto, įmonės vertės, koncepciją. Remiantis klasikinio vertinimo teorijos diskontuotų pinigų srautų metodu, kurį pirmą kartą 1938 m. formaliai apibrėžė John Burr Williams, veikale *The Theory of Investment Value*, verlo vertė yra būsimųjų pinigų srautų diskontuota vertė, įvertinant skolos ir nuosavo kapitalo aptarnavimo kaštus. Pasak V. Kazlauskienės (2008) įmonės vertė – kompleksinis, piniginiiais matavimo vienetais išreikštas verslo įvertis, apskaičiuotas pagal atitinkamą verslo vertinimo metodą. Įmonės vertė laikoma pilniausiu ir tiksliausiu verslo būklės indikatoriumi, atspindinčiu įmonės vidinėje ir išorinėje aplinkoje vykstančius procesus.

Nustatant vertę reikėtų įvertinti ribą tarp įmonės „finansinės (balansinės) vertės“ ir „tikrosios vertės“ (žr. 1 pav.). Finansinė vertė apskaičiuojama remiantis įmonės turto, pelningumu, finansinėmis ataskaitomis, rodikliais. Tikroji vertė rodo įmonės generuojamų pinigų srautų dabartinę vertę arba už kokią kainą įmonę laisvoje rinkoje galėtų įsigyti potencialūs pirkėjai, tačiau neturėtų būti maišoma su kaina, kuri būna suderėta tarp pirkėjo ir pardavėjo (Fernandez, 2004). Tikroji vertė (dar literatūroje vadinama kaip rinkos vertė) yra kai kas daugiau nei įmonės turto kaina – prie balansinės turto vertės pliusuojama pridėtinė vertė (gali būti vertinami vidiniai ir išoriniai veiksniai), atsižvelgiant į nematerialius įmonės privalumus, nesvarbu, ar jie yra išmatuojami, ar ne (Natalwala, 2008). Dažniausiai įmonės rinkos vertei nustatyti naudojami konkretūs metodai. Tačiau rinkos vertė gali būti suprantama ir kaip visų įmonės akcijų kaina.



Šaltinis: Natalwala Hozefa CA. *Business Valuation. Needs & Techniques*. 2008.

1 pav. Balansinės ir rinkos vertės skirtumas

Galima išskirti dvi kryptis, kai skaičiuojama įmonės vertė, įvertinant turto vertę nelikvidine verte (įmonių, kurių akcijomis neprekiuojama viešai, verte) arba įmonės vertė, įvertinant rinkos

⁴ Atkuriamoji turto vertė – apskaičiuota pinigų suma, kurios reikėtų tokių pačių fizinių ir eksploatacinių savybių turto vertinimo objektui atkurti, atgaminti arba atstatyti (įrengti). Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas. Žin., 1999, Nr. 52-1672

vertę (akcijų kainą). Svarbu atkreipti dėmesį į tai, kaip vertė skaičiuojama ir koku aspektu nustatinėjama.

Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas numato šiuos turto vertės nustatymo principus:

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

2. Turto vertė nustatoma laikantis apdairumo ir atsargumo siekiant nepažeisti turto savininko teisių, taip pat turto pakeitimo kitu turtu bei alternatyvaus turto panaudojimo principų.

3. Turto vertės nustatymo pagrindas yra galimos pajamos bei pelnas turtą naudojant ar juo disponuojant arba asmeninių poreikių tenkinimas.

4. Turto vertė gali būti nustatoma pagal:

- Pirkimo – pardavimo sandorius;
- Turto sukūrimo (atkūrimo), įsigijimo kaštus;
- Pajamas, gaunamas naudojant turtą.

Įmonės vertę galima apskaičiuoti įvairiais metodais, kuriuos aptarsime tolesniame skyriuje, tačiau rinkos analitikai dažnai remiasi paprastesniais skaičiavimais, kai įmonės vertė skaičiuojama pagal vieną ar kelias formules, kaip finansinis rodiklis. Vienas iš atskirimų pateiktas 2-ojoje lentelėje, kuri pateikia du požiūrius į įmonės vertę, įvertinant įmonę su visu turtu ir įvertinant įmonę minusuojant pinigus, t.y. įtraukiant tik dirbantį kapitalą, turint omenyje, kad tik procese dalyvaujantis kapitalas atneša pridėtinę vertę.

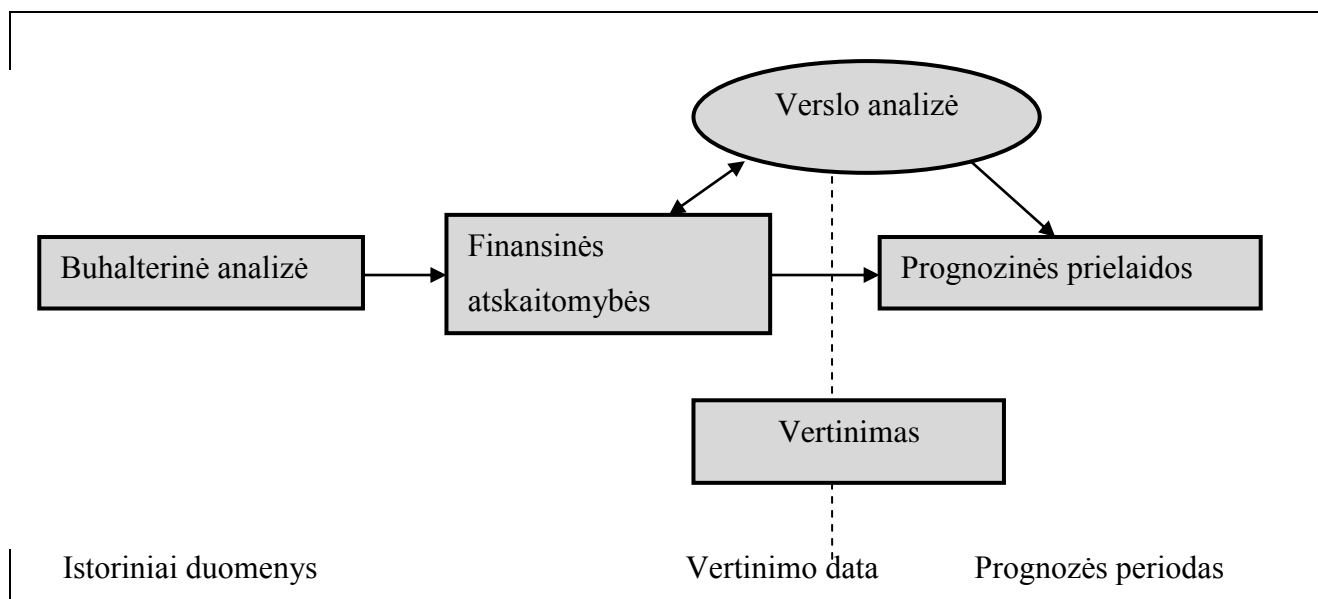
2 lentelė. Įmonės vertės nustatymas pagal turto vertę ir įdarbintą kapitalą

$\text{Įmonės vertė (Firm value)} = \text{Turto rinkos vertė} + \text{Skolos rinkos vertė}$	$\text{Įmonės vertė (Enterprise Value)} = \text{Turto rinkos vertė} + \text{Skolos rinkos vertė} - \text{Grynieji pinigai}$
---	---

Šaltinis: Suozzo P., Cooper S., Sutherland G., Deng Z., 2001.

Vien 2-ojoje lentelėje pateikto požiūrio žinoma nepakanka, kadangi apskaičiuota vertė pagal einamuoju laikotarpiu duomenis gali neparodyti tikrosios reikšmės. Tai ypač svarbu vertinant jaunas, nuostolingas ar restruktūrizuojamas įmones, kadangi turimi įmonės išteklių gali būti geri, bet blogai valdomi, arba įmonės potencialo išsibėgėjimui reikia tam tikro laiko. Taigi siekiant įvertinti įmonę kuo tiksliau, ieškoma tinkamiausio metodo ar jų grupės prisitaikant prie esamos situacijos. Mokslinėje literatūroje nėra vieningų taisyklių, kaip pasirinkti tinkamiausią metodą, nes verslo aplinka įvairiose šalyse yra skirtinga, o ir vertintojai gali būti objektyvūs ir subjektyvūs.

Įmonės vertinimą, bendrai apžvelgiant vertinimo esmę, apibūdinome kaip procesą, kuris turi kelis pagrindinius komponentus. 2 – ajame paveiksle pavaizduoti klasikinio vertinimo žingsniai.



Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Sjokvist M., Stepanovich T. A Review of the Business Valuation Process – in theoretical and practical proceeding. Gothenburgo universitetas. 2008.

2 pav. Verslo vertinimo procesas

Pirmiausia išanalizuojami buhalteriniai duomenys. Toliau analizuojama finansinė atskaitomybė, daromos prognozės prielaidos, nustatomi būsimi pinigų srautai. Kad būtų galima sudaryti šias prielaidas, atliekama verslo analizė, t.y. nagrinėjami vidiniai ir išoriniai veiksniai, darantys įtaką verslo vertei, nustatoma, kokią įtaką jie daro. Galiausiai pasirenkamas vertinimo metodas, pagal kurį atliekamas vertinimas.

Vertinant verslo subjektą arba teises į verslą dažnai būtina remtis iš įmonės vadovų, vadovybės atstovų ar kitų specialistų gauta informacija. Nors būsimą naudą, gaunamą naudojantis nuosavybės teisėmis į turtą, atspindi vertė tam tikrą datą, vertinant galimus lūkesčius ateityje gali būti naudinga istorinė verslo subjekto informacija. Taip pat vertinimo metu labai svarbu žinoti pastarojo laikotarpio ekonominę padėtį ir atitinkamos pramonės šakos tendencijas. Visa tai susiveda į vidinių ir išorinių veiksnių analizę bei padeda prognozuojant.

Paprastai vertinimo metu yra analizuojama tokia vidinė įmonės informacija:

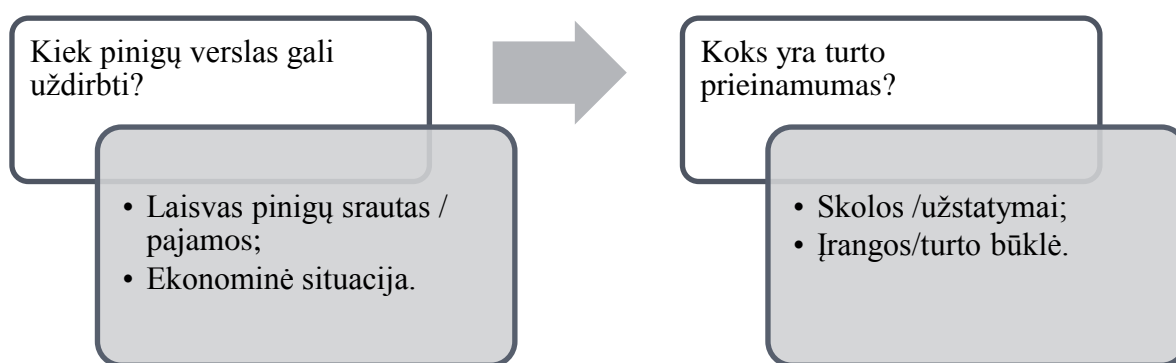
- ✓ Įmonės finansinės ataskaitos;
- ✓ Finansinės prognozės;
- ✓ Kiti įmonės vidaus dokumentai ir pan.

Tuo tarpu iš išorės gaunama informacija apima:

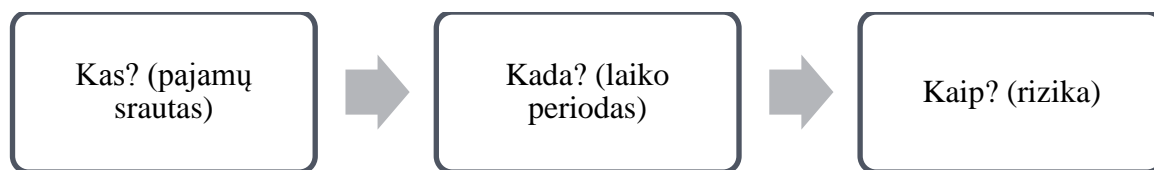
- ✓ Analogiškų įmonių finansinių rodiklių vertinimą;

- ✓ Rinkos ir ūkio šakos tendencijas;
- ✓ Vartotojų poreikių analizę;
- ✓ Konkurencinę aplinką;
- ✓ Bendrą makroekonominę perspektyvą ir pan.

Taigi vertinimo procesas priklauso nuo to, kokia informacija naudojama jo eigoje. Vertinimo metodo pasirinkimą lemia ir įmonės dydis, jos rūšis (ar tai brandi, ar jauna įmonė), finansinė situacija, akcininkų pozicija ir kitos aplinkybės. Tad kiekvieno verslo vertinimas yra individualus procesas, kuriam atrinkti tinkamiausią metodiką neretai būna problematiška. Vertinimo procesas yra subjektyvus pasirinkimo etapų procesas, kurio eigoje nereikėtų pamiršti dviejų faktorių:



Minėti faktoriai atskleidžia požiūrį į vertę kuriančius veiksniai, kurie vertės nustatymo procese išsidėsto taip (Natalwala, 2008):



Laisvas pinigų srautas įmonei įvertinamas per tam tikrą laiko tarpą, dažniausiai diskonto būdu, t.y. įvertinama per kiek laiko investicijos atsipirks arba kiek verslas gali uždirbti ateityje, ir su kokia rizikos norma pasiekiamas norimas pelningumas.

Įmonės vertės nustatymo esmė yra informacijos rinkimo ir apdorojimo pagal pasirinktą metodiką proceso metu gauti verslo įvertį, indikatorių, atspindintį įmonės vidinėje ir išorinėje aplinkoje vykstančius procesus bei leidžiantį priimti sprendimą pagal vertinimo tikslą.

Apibendrinant galima teigti, jog įmonės (verslo) vertė neturi vieno konkretaus apibrėžimo vertinimo kontekste (Dagilienė, 2007), tačiau dažnai įvardijama kaip diskontuotų pinigų srautų būsimoji vertė (Williams J.B., 1938; Damodaran, 2006; Natalwala, 2008; Fernandez, 2004;

Trumpaitė, 2006) arba kaip kompleksinis verslo įvertis (Kazlauskienė, 2008). Panašiai teigiama LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme⁵, verslo vertė – tai verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą verslo vertinimo metodą. Taigi priklausomai nuo vertinimo tikslo tam tikru metu pasirenkami rodikliai ir dydžiai, kurie geriausiai atskleidžia informaciją, norimą gauti iš vertės dydžio ar jam artimo rodiklio, adaptuojant vertinimo metodiką prie verslo šakos ir įmonės dydžio.

1.2. Veiksniai, lemiantys įmonės vertę

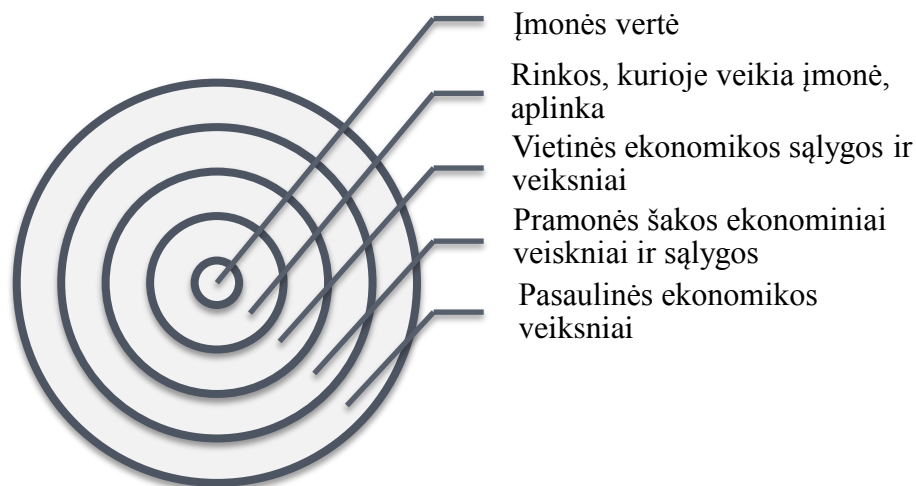
Vien iš finansinių ataskaitų nustatinėjama įmonės vertė, neįtraukiant aplinkos veiksnių, netiksliai parodo tikrąją verslo vertę. Verslo subjektai gali turėti į apskaitą neįtraukto turto ar įsipareigojimų, neatspindimų balanse. Toks turtas gali būti patentai, prekės ženklai, autorių teisės, produktų ženklai, praktinė patirtis ir patentuotos duomenų bazės. Prestižas taip pat yra verslo vertės dedamoji dalis. Vertė geriausiai nustatoma integruojant veiksnius, atspindinčius įmonės vidinę situaciją ir išorinę aplinką, ir tuo pačiu leidžia palyginti įvairių ekonominių subjektų veiklą.

Mokslinėje literatūroje, anot V. Kazlauskienės ir Č. Christausko (2008), pabrėžiamas veiksnių, kurių pasikeitimas gali lemti verslo vertės dydžio svyravimą, įvertinimo būtinumas, tačiau mokslininkai nepateikia tikslaus verslo veiksnių analizės inkorporavimo į verslo vertinimą mechanizmo. Veiksnių, lemiančių įmonės vertę, įtraukimas į modelį padėtų nustatyti labiausiai tikėtiną verslo vertės dydį. Ir nors įtaką darančių veiksnių analizė yra pripažįstama mokslininkų kaip reikšminga, tačiau nėra suformuotos vienos nuomonės dėl šių veiksnių klasifikavimo ir analizės.

„Vertės veiksnio“ sąvokų literatūroje pateikiama daug. A. Rappaport (1998), T. Copeland, T. Koller, J. Murrin (1999), R. C. Scarlet (1997) vertės veiksnį įvardija kaip bet kokį kintamąjį, kuris daro įtaką įmonės vertei. Pirminis veiksnių skirstymas – tai klasifikavimas į vidinius ir išorinius aplinkos veiksnius (Kazlauskienė, 2005).

Toks skirstymas padeda lengviau suvokti verslo vertei daromą poveikį, nes makroveiksnių įmonės negali paveikti. Arčiausiai įmonės (vidinės aplinkos) yra jos veiklos rinka, toliau įsijungiami į vietinę ekonomiką, dar platesniu mastu aprėpiama visa pramonės šaka ir galiausiai visos įmonės yra veikiamos pasaulinės ekonomikos (žr. 3 pav.).

⁵ Nauja įstatymo redakcija nuo 2012 m. gegužės 1 d.

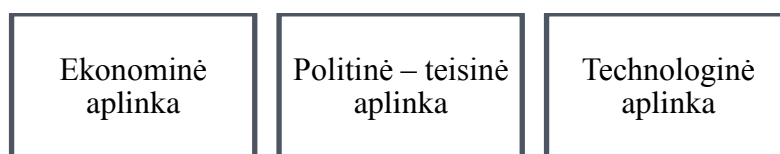


Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Capital Valuation Group, Inc. An Introduction to Business Valuation. Madison, Wisconsin, 1993. Revised: April 2002, August 2005.

3 pav. Išorinių ir vidinių aplinkos veiksnių sąsaja

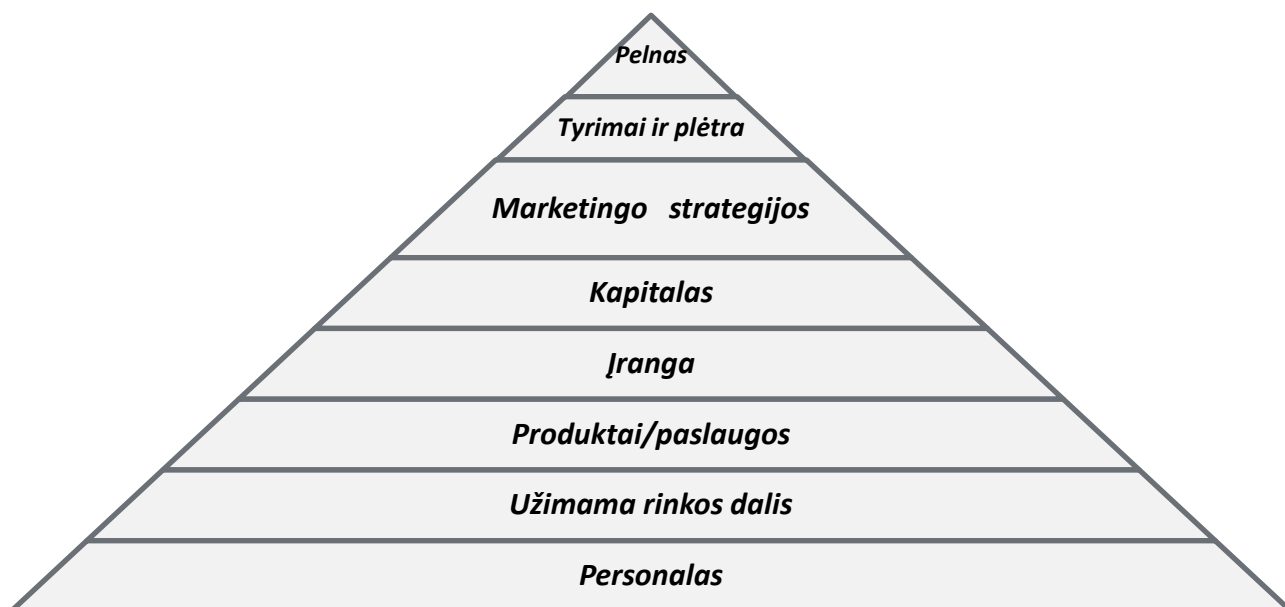
Anot V. Kazlauskienės (2008), vidiniai veiksniai klasifikuojami į keturias pagrindines dalis: marketingas, gamyba, personalas, finansai. Po jų eina smulkesnis skirstymas ir tolimesnių veiksnių įtaką įvardijama kaip silpnesnė. R. Strazdas, A. Jakubavičius ir K. Gečas (2002) prie minėtų keturių pagrindinių veiksnių prideda dar ir valdymą bei tyrimus ir plėtrą. Vis tik vertinant veiksnių reikšmingumą reikia atsižvelgti į įmonės veiklos specifiką, nes, pavyzdžiui, paslaugų įmonei gamybos veiksnys bus visiškai netinkamas.

Išorinės aplinkos dedamosios išskiriamos šios:



Tokiam klasifikavimui pritaria L. Dagilienė, R. Kovaliov, J. Mačerinskas ir Ž. Simanavičiūtė (2006). Didžiausią įtaką tarp išorinių veiksnių verslui turi ekonominiai veiksniai (Fernandez, 2004): ypatingai reikia atkreipti dėmesį į bendrą vidaus produktą, infliaciją, palūkanų normą, valiutų kursų pasikeitimus. Atidžiai įvertinus veiksnių įtaką galima daug objektyviau nustatyti įmonės vertę.

Siekiant aiškiai suvokti vertės nustatymo esmę, galima išanalizuoti įmonės vertės sudedamąsias dalis (žr. 4 pav.).

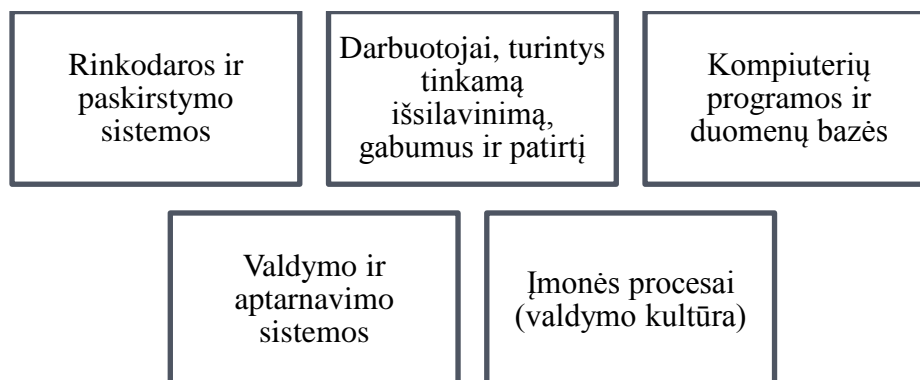


Šaltinis: Capital Valuation Group, Inc. An Introduction to Business Valuation. Madison, Wisconsin, 1993.
Revised: April 2002, August 2005.

4 pav. Įmonės vertės sudedamosios dalys

4 – ajame paveiksle nurodyti komponentai, kurių sudedamosios vertės galiausiai atspindi bendrą įmonės vertę, gali padėti vertinime, tačiau svarbu nepamiršti, kad kiekvienoje įmonėje šių komponentų vertės yra skirtingos ir kartais ne visi komponentai būna aktualūs.

Anot V. Kazlauskienės (2008), mokslinėje literatūroje vertės veiksnių analizei skiriama per mažai dėmesio, dažniau remiamasi finansinių ataskaitų teikiamais duomenis. 4 – ajame paveiksle matoma struktūra nulemia būtent tai, kad vien finansinių ataskaitų neužtenka įmonės vertei nustatyti, nes jos tiesiogiai neatspindi nei darbuotojų motyvacijos, nei paslaugų kokybės ar pavyzdžiui marketingo planų naudos. Be to, pastaruoju metu įmonėse vis labiau didėja nematerialaus turto vertė ir nauda. Tai sunkiai įvertinami, bet labai reikšmingi įmonės vertinime veiksniai:



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Damodaran, 2000

5 pav. Nematerialaus įmonės turto pavyzdžiai

Minėti veiksniai padeda suvokti įmonės vietą ir sąsajas su kitomis analogiškėmis įmonėmis, kadangi palyginimo metodas yra naudingas, siekiant nustatyti įmonės vertės realumą. Į vertinimą įtraukus įmonės vertę lemiančius veiksnius, galima gauti tikslesnius vertinimo rezultatus. Tai ypač svarbu įmonėms, kurios naujai pradeda veiklą arba turi neigiamus pinigų srautus (Damodaran, 2000), kadangi tokios įmonės gali turėti nematerialų augimo potencialą ir tai turėtų atsispindėti verslo vertinimo procese.

Literatūroje pateikta nemažai veiksmų skirstymų ir klasifikacijų, kuriomis remiantis svarbu įvertinti įmonės santykį su tais veiksniais, ar jiems galima daryti įtaką, ar ne. O tuomet jau analizuoti konkrečiai įmonei reikšmingus veiksnius ir kaip jie gali nulemti įmonės augimą, pardavimų dydį, išlaidų pasiskirstymą, rinkos dalį ir kitus susijusius rodiklius.

1.3. Įmonės vertės nustatymo metodai ir jų taikymas

Tiek turto, tiek verslo vertinimui parenkamas metodas priklauso nuo to, kuriai turto grupei ar verslo sričiai priklauso vertinimo objektas, kadangi skirtingoms kategorijoms tikslinga taikyti atitinkamus pripažintus vertinimo metodus.

Turto ir verslo vertinimo metodikoje⁶ išskiriamos tokios trys pagrindinės metodų grupės:

3 lentelė. Vertinimo metodų klasifikacija

Nr.	Vertinimo metodų grupė	Metodo apibūdinimas
1.	Naudojimo pajamų (<i>diskontuotų pinigų srautų, pajamų kapitalizacijos, vidinės pelno normos metodai</i>)	Verslas vertinamas kaip objektas, duodantis pelną. Metodų pagrindą sudaro būsimų grynųjų pinigų srautų prognozės ir jų dabartinė vertė. Šie metodai taikomi tada, kai tikimasi, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės vertę rinkoje.
2.	Lyginamosios vertės (<i>sandorių, kapitalo rinkos, potencialiai galimų dividendų kapitalizacijos metodai</i>)	Grupės metodų esmė yra rinkoje suradus analogiškas įmones palyginimo metodu nustatyti vertinamo verslo vertę, atsižvelgus į analogų pardavimo kainas, įvertinus lyginamų įmonių skirtumus.
3.	Atkuriamosios vertės (<i>likvidacinės vertės, balansinės vertės metodai</i>)	Skaičiuojama, kiek kainuotų atkurti esamos fizinės būklės ir esamų naudingumo savybių objektus pagal vertinimo metu taikomas darbų technologijas ir kainas.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Turto ir verslo vertinimo metodika

⁶ 2012 m. balandžio 27 d. Nr. 1K-159 LR finansų ministro įsakymas „Dėl Turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo“

Naudojimo pajamų metodikai reikalingi pinigų srautai ir pajamos gali būti vertinami pagal įvairias apibrėžtis, iki mokesčių ar po mokesčių. Taikant pajamų metodą būtina apskaičiuoti kapitalizacijos normą pajamoms ar pinigų srautams kapitalizuoti arba diskonto normą pinigų srautams diskontuoti. Apskaičiuojant normą atsižvelgiama į tokius veiksnius kaip palūkanų normos lygis, rinkos dalyvių iš panašių investicijų laukiama grąža ir su numatomu naudos srautu susijusi rizika. Taikant skaičiavimo būdus, pagal kuriuos naudojamas diskontavimas prognozuojant pajamas ar pinigų srautus, galima atsižvelgti į laukiamą augimą.

Įmonės vertė pajamų metodais dažniausiai apskaičiuojama kapitalizuojant pelną ar pinigų srautus taikant diskonto normą prieš atimant skolos aptarnavimo išlaidas. Taikant pajamų metodą, verslo subjekto būsimos pajamos ar pinigų srautai dažnai apskaičiuojami remiantis istorinėmis finansinėmis ataskaitomis. Istorinių tendencijų nustatymas analizuojant rodiklius gali suteikti informacijos, reikalingos norint įvertinti verslo operacijoms būdingą riziką atitinkamo sektoriaus kontekste ir atsižvelgiant į būsimų rezultatų prognozes. Pajamų metodo taikymas leidžia pridėti papildomas korekcijas, siekiant įvertinti tai, kas nebuvo įtraukta sudarant pinigų srautų prognozes arba nustatant diskonto normą.

Šalia pajamų metodų, turint analogų, galima taikyti lyginamuosius metodus. Kaip tikslinama tarptautiniuose vertinimo standartuose, taikant lyginamąjį metodą:

- ✓ vertinamas verslo subjektas lyginamas su kitu panašiu verslo subjektu, teisėmis į verslą ar vertybiniais popieriais, kuriais buvo prekiaujama rinkoje, ir reikšmingais sandoriais paties verslo subjekto vertybiniais popieriais. Vertę gali padėti nustatyti ir ankstesni sandoriai bet kuria verslo dalimi ar su ja susiję pasiūlymai;
- ✓ naudojami trys pagrindiniai duomenų šaltiniai: akcijų rinka, kurioje prekiaujama panašaus verslo vertybiniais popieriais, įsigijimų rinka, kurioje perkamas ar parduodamas visas verslo subjektas, arba ankstesni sandoriai vertinamo verslo subjekto akcijomis ar pasiūlymai dėl jos nuosavybės dalies;
- ✓ būtina nustatyti tinkamą palyginimo pagrindą ir remtis panašių verslo subjektų pavyzdžiais. Panašūs verslo subjektai turėtų veikti tame pačiame pramonės sektoriuje kaip ir vertinamasis arba sektoriuje, kurį veikia tokie pat ekonominiai kintamieji rodikliai.

Vertinant, ar palyginimo pagrindas yra tinkamas, atsižvelgiama į šiuos veiksnius:

- ✓ vertinamų verslo subjektų panašumą pagal jų kiekybines ir kokybines veiklos charakteristikas;
- ✓ duomenų apie panašius verslo subjektus kiekį ir galimybę juos patikrinti;
- ✓ ar panašaus verslo subjekto kaina yra sudarant sandorį įprastomis rinkos sąlygomis taikoma kaina.

Dažnai rinkos apžvalgininkai naudoja pagrindo neturinčius lyginamuosius vertinimo rodiklius, tokius kaip greitasis lyginamasis metodas (angl. – *short-cut market approach*). Tačiau taikant tokias taisykles gautoms vertėms neturėtų būti suteikiama didelės reikšmės.

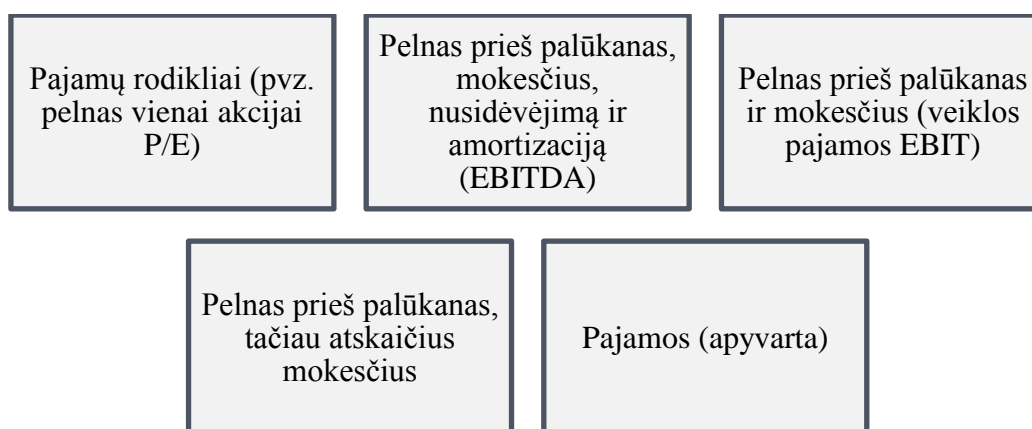
Atkuriamosios vertės metodas dar vadinamas turto požiūriu, apima koreguotų įsipareigojimų grynosios sumos atėmimą iš koreguoto turto, siekiant gauti koreguotą grynąją buhalterinę vertę (Šlepetytė, 2008). Dažnai apibūdinamas kaip nuvertinantis įmonę arba neatskleidžiantis įmonės potencialo.

Tam tikros rūšies verslo subjektų, pavyzdžiui, investicinių ar kontroliuojančiųjų įmonių, vertę galima nustatyti sudedant turto ir įsipareigojimų vertes. Kartais šis metodas vadinamas grynojo turto metodu arba turto metodu. Tai nėra savarankiškas vertinimo metodas, nes prieš sudedant turto ir įsipareigojimų vertės nustatomos taikant vieną ar daugiau pagrindinių turto vertinimo standartų pagrinduose aprašytų metodų.

Nėra vieno universalaus vertinimo metodo, kadangi vertinant skirtingas įmones turima skirtinga informacijos bazė ar metodo panaudojimui nepakankama reikalinga informacija. Tad renkantis metodą reikėtų atkreipti dėmesį į reikiamą rezultatą, ar gauta vertės atsakys į vertinimo tikslą. Susiduriama su problema, kokį metodą pasirinkti, kad gautas rezultatas būtų kuo tikslesnis ir parodytų aktualią įmonės vertę. Neretai vieno ar kito metodo iš viso neįmanoma pritaikyti.

Kaip jau minėta, yra dvi pagrindinės vertinimo tikslų grupės, tad vertinant standartinį verslą dėl sprendimų priėmimo labiau tinka buhalterinės vertės, diskontuotų pinigų srautų, grynosios dabartinės vertės metodai, o ieškant investavimo atsakymų patartina rinktis metodus, susijusius su rinka, t.y. diskontuotų dividendų, kapitalizacijos ir pan. metodus, ar tiesiog lyginti finansinius rodiklius.

Kaip įmonės vertės rodikliai gali būti laikomi ir tam tikri rinkos daugikliai (žr. 6 pav.), dažniausiai neišskiriami kaip atskira metodika, bet parodantys įmonės gebėjimą atnešti pelną, o ne vien vertinantys turto dydį.



6 pav. Vertę atskleidžiantys rinkos daugikliai

EBITDA yra vienas iš dažniausiai naudojamų rodiklių. Viena iš pagrindinių priežasčių yra ta, kad daug daugiau įmonių turi teigiamą EBIDTA, nei teigiamą pelną vienai akcijai, o su neigiamais rodikliais negalima naudoti diskontavimo metodo. Tai ypač svarbu toms įmonėms, kurios veikia didelį nusidėvėjimą turinčiuose sektoriuose, kaip pavyzdžiui telekomunikacijos.

EBITDA taip pat naudojama vienam iš pačių greičiausių įmonės vertinimo skaičiavimų, t.y. kai įmonės vertė (*Enterprise value*) dalinama iš EBITDA rodiklio ir gauta reikšmė parodo tikėtiną įmonės vertę rinkoje, už kiek EBIDTA dydžių įmonė galėtų būti parduota (vidurkis įvairiuose sektoriuose 2013 m. sausio mėnesio duomenis svyravo apie 7,37). EV/EBITDA, kaip vienas iš rinkos daugiklių, pasak Joshua Rosenbaum ir Joshua Pearl, gali būti įmonės vertės nustatymo proceso dalis (metodiką aptarsime sekančiame skyriuje).

4 lentelė. EV/EBIDTA privalumai ir trūkumai

EV/EBITDA			
Tinkamas palyginti įmones skirtingose rinkose (nes neįtraukiami mokesčiai)	Tinkamas ieškant investicijų potencialo, nes įtraukia skolų dydį (priešingai nei rinkos kapitalizacija)	Gali neparodyti ateities augimo dydžio (priešingai nei laisvo pinigų srauto naudojimas)	Labiau tinkamas brandžiam verlui, nei startuoliui.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Suozzo P., Cooper S., Sutherland G., Deng Z., 2001; Gannon G., 2012; Damodaran A., 2000.

EV/EBITDA rodiklio, kaip ganėtinais dažnai naudojamo, bet kuris nėra vienintelis tokio pobūdžio, privalumai ir trūkumai 4 - oje lentelėje parodo, kad nėra vieno universalus rodiklio, o reikšmingiausia vertės išraiška priklauso nuo to, kokią informaciją siekiama gauti. Pavyzdžiui P/E rodiklis tinkamesnis vertinant tikėtiną akcijų grąžą ir kartu aukštesnė rodiklio reikšmė rodys didesnę įmonės vertę investuotojo akimis. ROE rodiklis atsižvelgia į nuosavo kapitalo duodamą grąžą, kuris svarbesnis stambiems akcininkams kaip atsipirkimo rodiklis arba naudingas valdymo/strateginiais klausimais. Laisvo pinigų srauto įtraukimas gali būti ypač naudingas verslo pardavimo rinkoje kainos nustatymo metu, tačiau ribotas ką tik įsisteigusių įmonių vertės analizės metu. Taigi kiekvienas rodiklis ar metodas parodo skirtingus vertės aspektus ir turėtų būti pasirinkti pagal vertinimo tikslą bei kombinuojami siekiant gauti kuo pilnesį įvertinimą.

Kita, šiek tiek konkretesnė ir viena iš labiausiai paplitusių vertinimo metodų klasifikacijų pateikiama 5-ojoje lentelėje, taip pat apjungianti ir prieš tai aptartus rinkos daugiklius. Išskirtas diskontuotų pinigų srautų (*angl. Discounted Cash Flow* – toliau DCF) metodikos stulpelis, nes šie metodai yra dažniausiai naudojami, kartais literatūroje dar vadinami klasikiniiais vertinimo

metodais. Diskontuotų pinigų srautų metodo esmė – nuosavybės vertės nustatymas sudedant laukiamų iš jos pinigų srautų vertes (Щербаков, Щербакова 2006). Remiantis tęstinumo principu, šiuo metodu dažniausiai vertinamos veikiančios ir artimiausiu metu veiksiančios įmonės. Taigi, iš anksto daroma prielaida, kad įmonė savo finansinę – ūkinę veiklą vykdys ir ateityje.

5 lentelė. Pagrindiniai verslo vertinimo metodai

<i>Balanso</i>	<i>Pelno (nuostolio) ataskaitos</i>	<i>Diskontuotų pinigų srautų</i>	<i>Vertę pridedantys</i>	<i>Realieji opcionai</i>
Balansinė vertė	Palyginamosios vertės metodai:	Nuosavybės pinigų srautų	Ekonominio pelno	Augimo
Pakoreguota balansinė vertė	- P/E - P/Pardavimai	Laisvųjų pinigų srautų	Ekonominės pridėtinės vertės (EVA)	Lankstumo
Atstatymo vertė	- P(EV)/EBIT	Kapitalo pinigų srautų	Pinigų pridėtoji vertė (CVA)	Išėjimo
Likvidacinė vertė	- P(EV)/EBITDA	Pakoreguota dabartinė vertė (APV)	Pinigų srautų grąžos iš investicijų (CFROI)	Mokymosi
Klasikiniai metodai			Modernūs vertinimo metodai	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Fernandez P. Company valuation methods. The most common errors in valuations. IESE Business school – University of Navarra, 2004.

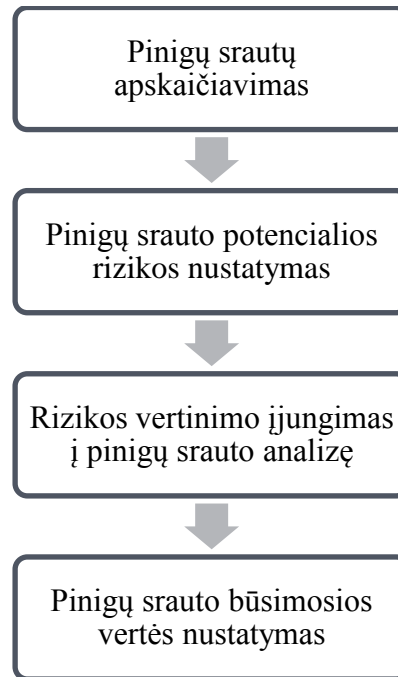
DCF metodas įvairiai modifikuojamas, siekiant kuo geriau pritaikyti jį konkrečiai situacijai, t.y. vietoj pinigų srautų galima naudoti grynąjį pelną, dividendus ir pan., todėl šiuo metodu yra vertinami ne vient tik įprasti objektai – įmonės bei investiciniai projektai – bet ir įvairių ūkinių veiklų efektyvumas, finansinių instrumentų bei operacijų pelningumas (Žaptorius, Garbanovas, 2006).

Įmonių vertinimas DFC metodu remiasi prielaida, kad verslas vertas tiek, kiek per visą savo gyvavimo periodą uždirbs pinigų investuotojams. Kadangi pinigai, kuriuos įmonė uždirbs ateityje, turės mažesnę vertę ateityje nei šiandien, todėl, naudojant DFC modelį, nustatoma, kiek tie pinigai bus verti šiandien ir taip apskaičiuojama įmonės vertė. Ekonomikos teorijoje tai paaiškinama alternatyvių kaštų koncepcija, kai dabartiniu metu turimi pinigai gali būti investuoti į verslą, kuris duoda tam tikrą investicijų grąžą ar paskolinti kitiems asmenims, gaunant tam tikras palūkanas (Tomaševič, 2010).

Diskontuotų pinigų srautų metodai, vertinant stabilaus augimo įmones, vertę nustatys bene tiksliausiai. Tačiau vertinant naujas įmones (start-up'us) ar nuostolingas įmones, susiduriama su problemomis nustatant stabilaus augimo koeficientą, pinigų srautus ir diskonto normą, kurie

reikalingi vertei apskaičiuoti. Šių dydžių nustatymas gali būti sudėtingas ir vertinant stabilaus augimo įmones, tad paprastai vertinant įvardijamos prielaidos, kuriomis remiantis atliekamas vertinimas.

DCF metodo procesas apima tokius etapus (Kruschwitz, Löffler, 2006):



Srautų diskontavimas skaičiuojamas pagal 1 formulę.

$$PV = \sum \frac{FV_t}{(1+i)^t}; \quad (1)$$

Čia: PV - įmonės vertė;

FV - pinigų srautai t laikotarpiu;

i - diskonto norma;

t - metai.

Damodaran, paaiškindamas 1-ąją formulę teigia, kad bet kokio turto vertė yra turto generuojamų pinigų srautų, turto gyvavimo laiko, tikėtino augimo ir pinigų srautų rizikos funkcija. Kai mes žiūrime į įmonę kaip į turto sandaugą, ši formulė naudojama vertinti įmonei, diskontuojant uždirbamus pinigų srautus per pasirinktą laikotarpį su tikėtina augimo ir rizikos norma. Tai ir atspindi DCF metodo esmę.

Nepaisant savo populiarumo, literatūroje DCF metodas sulaukia nemažai kritikos (žr. 6 lent.), kadangi diskontavimo metodų taikymas neatsižvelgiant į projektų/verslų specifiką gali duoti labai prieštarigus vertinimo rezultatus (Boer, 1999). Vertinant verslą įprastai laikoma, kad kapitalo kaina – tai alternatyvi investicijų vertė, kuri būtų gauta investavus pinigus ne į investicinį projektą,

o į rinkoje prieinamą to paties rizikingumo laipsnio verslą/turtą. Iš tikrųjų, jei įmonė pardavimo atveju nori pritraukti lėšas, investuotojui ji turi pasiūlyti mažiausiai to paties pelningumo investicijų grąžą, t. y., ne mažesnę už alternatyvią rinkos grąžą. Tik esant tokiai sąlygai verslas gali sulaukti potencialių investuotojų susidomėjimo. Taigi diskonto normos nustatymas tiesiogiai siejasi su rizikos ir neapibrėžtumo įtaka. Galioja visuotina taisyklė, jog didesnis pelningumas atneša didesnę riziką. Būtent čia paminėtinas kapitalo aktyvų įkainojimo modelis (angl. capital asset pricing model, CAPM). CAPM nustato ryšį tarp laukiamojo pelno ir rizikos konkurencinėje rinkoje (Tomaševič, 2010). CAPM modelis naudojamas diskonto normai nustatyti WACC metodu, kuris plačiau bus aptartas sekančiame skyriuje.

6 lentelė. DCF metodo privalumai ir trūkumai

Privalumai	Trūkumai
Geba geriau nei kiti metodai parodyti realią rinkos vertę.	Daugeliui veikiančių įmonių laukiamų piniginių įplaukų limituotas terminas gali būti atsitiktinis, nerealistinis
Galimybė pritaikyti bet kuriai efektyviai veikiančiai, t. y. su teigiamais pinigų srautais, įmonei	Nėra adekvačios vertinimo galimybės aktyvų, kurie nuolat negeneruoja pinigų srautų, bei nelauktų, bet vertingų dėl savo vertės didinimo potencialo, įplaukų artimiausioje ateityje
Metodas tinka grįžusioms į rinką įmonėms vertinti, kurių investicinės rizikos laipsnis santykinai aukštas	Netinkamas įmonėms, kurios sistemingai patiria nuostolių, vertinti dėl diskontavimo objekto nebuvimo
Skaičiuojant įvertinamas laiko veiksnys, t. y. ateities lūkesčiai	Didelė darbo apimtis gaunant prognostinius duomenis apie pinigų srautus
Yra galimybė patikimai prognozuoti ateities pinigų srautus	Iš dalies turi tikimybinį pobūdį ir remiasi vertintojo prielaidomis
Galimybė įvertinti rinkos situaciją nustatant atitinkamą diskonto normą	Skaičiuojant neįvertinama ta pajamų sudedamoji dalis, kuri tiesiogiai susijusi su aktyvų verte

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Кантарович, 2007; Steiger 2008.

Taigi DCF metodas, kad ir turėdamas nemažai trūkumų, yra bene pagrindinis vertinimo metodikos taškas (Koller, Goedhart ir Wessels, 2010; Damodaran, 2009; Fernandez, 2010; Joos, Plesko, 2004; Kazlauskienė ir Christauskas, 2008; Jakutis, 2008). Remiantis skirtingomis verslo specifikomis, metodų pasirinkimą lemia pritaikymo galimybė ir vertinimo rezultato reikšmingumas tam tikru įmonės gyvavimo ir brandos laikotarpiu (žr. 7 lent.).

7 lentelė. Vertinimo metodo pritaikymas pagal įmonės brandą ir specifika

	Tinkamas vertinimo metodas ir specifika
Jaunos (start-up) įmonės	Dėl ypatingai didelio neapibrėžtumo, didelės bankroto tikimybės ir jautrumo aplinkos faktoriams, joms paprasti vertinimo metodai netinka – naudojamas adaptuotas DFC modelis.
Brandžios įmonės	Turi nusistovėjusius pinigų srautus, stabilius mokamus dividendus, tad joms tinka dividendų diskontavimo metodas.
Greito augimo įmonės (pvz. telekomunikacijų įmonė)	Šių įmonių rinkos dalis greitai keičiasi, tad jas sunku lyginti su kitomis įmonėmis. Taikomas DFC metodas.
Ciklinės įmonės (pvz. cukraus sektoriaus įmonė)	Jos turi aukštą nepastovumo faktorių, tačiau pokyčiai dažnai greitai atsispindi analogiškose įmonėse, tad galima taikyti palyginimo metodą. DFC metodui gali prireikti ketvirčio ar dviejų, kad būtų matomas pokytis.
Nuostolingos ar restruktūrizuojamos įmonės	Vertinant tokio tipo įmones sunku nenuvertinti įmonės randant mažiausią vertę. Tinka likvidacinės vertės arba atnaujinimo/pakeitimo kaštų metodai.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Dagilienė, 2008; Fernandez, 2004; Damodaran, 2000

Įmonės vertinimą galima pakreipti subjektyvia linkme pagal vertintojo perspektyvas ir rinktis vieną metodą ar jų mišinį. Kaip jau minėta, dažniausiai yra taikomi pajamų vertės grupės metodai (diskontuotų pinigų srautų, pajamų kapitalizacijos, perteklinio pelno atsipirkimo laiko, vidinės pelno normos ir ekonominio pelno) (Burkšaitienė, 2001). Tačiau šalia klasikinių metodų yra siūlomi ir metodų jungimo modeliai (Burkšaitienė, 2001), verslo veiksnių analize pagrįstas vertinimo modelis (Kazlauskienė, Christauskas, 2008), stochastinis verslo vertinimo modelis, kurio pagrindas – diskontuotų pinigų srautų ir Monte Karlo metodų taikymas (Dzikevičius, Michnevič ir Ževžikova, 2008). B. Galinienė (2006) teigia, kad įmonės ūkinės finansinės būklės analizė yra viena iš svarbiausių verslo vertinimo sistemos sudedamųjų dalių, o Dagilienė (2008) siūlo pirmiausiai atsižvelgti į vertinimo tikslus – investavimo ir sprendimo priėmimo, o tada priklausomai nuo tikslo pasirinkti ir vertinimo metodą.

2. NUOSTOLINGOS ĮMONĖS VERTINIMO METODOLOGIJA

Nuostolius patiriančių įmonių vertinimas išsiskiria tuom, kad kai kurie metodai netenka prasmės dėl neigiamų pinigų srautų arba iš viso yra negalimi panaudoti dėl trūkstamų duomenų, konkrečiai tariant – pelno. Įmonės veiklos pagrindinis siekis yra pelno generavimas, tad įmonės, kurios atneša nuostolius, teoriškai netenka naudos požymio. Dėl to augimo dydžiai gali būti sunkiai nustatomi, kaip ir pajamų generavimo kreivė.

Įmonei, neuždirbančiai pelno, tampa sunku pritaikyti pajamų grupės vertinimo metodus, tačiau, kaip jau minėta, nuostolinga įmonė nevisada reiškia neigiamą potencialą. Dėl to likvidacinės ar balansinės vertės metodai vėlgi nėra geriausias variantas vertinant įmonę veiklos perspektyvoje. Iki šiol nuostolingos įmonės vertinimas kelia daug metodinių klausimų ieškant tinkamiausio metodo.

Bet kokios įmonės vertinime metodo pasirinkimas yra svarbus momentas, tačiau taip pat labai svarbu pasirinkus metodiką ją tinkamai panaudoti. Pagrindinės daromos klaidos vertinime, kurias išskyrė P. Fernandez (2007), yra netinkamai parinkta diskonto norma, nerizikinga pelno norma, neįtraukta šalies rizika, blogai apibrėžiami pinigų srautai, netinkamai prognozuojama aplinkos įtaka ir kt. Šios probleminės vietos ypatingai ryškios vertinant nuostolingai veikiančias įmones, tad ieškant tinkamo metodo reikia dar tiksliau apibrėžti vertinimo prielaidas ir įvertinti įmonės augimo galimybes.

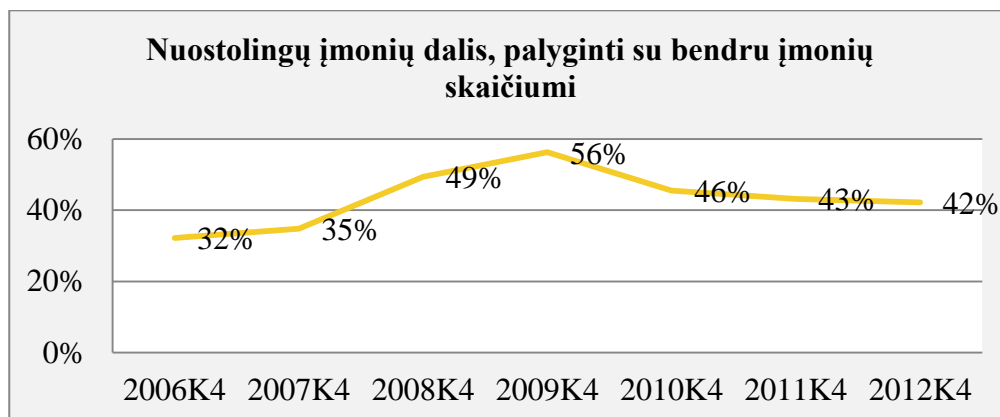
Sekančiame skyriuje aptarsime, kokie metodai apskritai yra galimi vertinant nuostolingą įmonę ir kuris metodas kuriuo atveju tinkamesnis. Plačiau nagrinėsime diskontuotų pinigų srautų metodą, teorijoje įvardijamą kaip vieną geriausių vertinimo metodų, bei jo tinkamumą vertinti nuostolingą įmonę.

2.1. Nuostolingos įmonės vertinimo metodų palyginamoji analizė

Nuostolingų įmonių vertinimas yra ieškojimų stadijoje, nes pagrindinis diskontuotų pinigų srautų metodas iš principo turėtų neveikti. Šiuo metodu apskaičiuota vertė turėtų būti neigiama, o augimo koeficientas turėtų būti beprasmis, nes jo skaičiavime naudojamas grynas pelnas šiuo atveju yra su minuso ženklu. Taigi remiantis klasikine šio metodo metodologija nuostolingoms įmonėms jis neturėtų būti taikomas (Damodaran, 2012; Chaplinsky, J. Schil, 2000). Dėl šios priežasties nuostolingų įmonių vertinimo metodikos tikslinimas vis dar yra aktualus.

Analizuojant statistinius duomenis matyti, kad nuostolingų įmonių skaičius rinkoje yra didelis, tad jų vertinimo aktualumas dar labiau išryškėja. 2009 m. matomas didžiausias nuostolingų

įmonių skaičius. Tai galėjo lemti išibėgėjanti finansų krizė Lietuvoje ir pasaulyje. Tuo metu pardavimai stipriai krito ir nebepajėgė padengti fiksuotų kaštų, kas privedė įmones prie bankroto arba prie atsigavimo ir nuostolio kompensavimo sekančiais metais. Daugiausia nuostolingų įmonių vėl pelningomis tapo nekilnojamo turto, mažmeninės prekybos ir statybų šakose.



Šaltinis: Statistikos departamentas <http://osp.stat.gov.lt/rodikliai42>

7 pav. Nuostolingų įmonių dalis, palyginti su bendru įmonių skaičiumi pagal visas ekonominės veiklos rūšis 2006-2012 m., %

Statistika rodo, kad nuostolio svyravimas yra neretas reiškinys įmonių veikloje. Per paskutinius septynerius metus nuostolingų įmonių dalis vertinant visas įmones Lietuvoje svyravo nuo 56,3 iki 32,2% (žr. 7 pav.). Nuostolis nevisada reiškia, kad įmonė veikia blogai ir ji negeneruoja naudos. Priešingai, nuostolingai veikianti įmonė gali būti ką tik įsteigta, bet sparčiai auganti įmonė, kuri pradžioje turi dideles fiksuotas išlaidas, kurios sumažina pelną. Dažnai tokios įmonės būna IT srityje, kai pradžioje reikia nemažai išlaidų tyrimams ir produkto kūrimui, bet vėliau ateityje tokios įmonės gali atnešti didelius pelnus. Vėlgi, čia susiduriama su ateities neapibrėžtumu, bet laikomasi prielaidos, kad įmonė įsteigiama neribotam laikotarpiui ir nesiruošia bankrutuoti.

Nuostolingų ar pelno neturinčių įmonių vertinime dažnai vieni svarbiausių yra darbuotojai, jų įgūdžiai, kuriama pridėtinė vertė. Tokiu atveju galima vertinti kiekvieno darbuotojo sukuriamas pajamas arba kiek kainuotų iš naujo sukurti tam tikrą technologiją ar produktą, kurį jau sukūrė esami darbuotojai. Šiuo atveju svarbios išlaidos kapitalo didinimui, reinvesticijos. Dalis šios informacijos atskleidžiama finansinėje atskaitomybėje, bet kita dalis informacijos turi būti įvertinta atskirai. Dėl šios priežasties patartina atkreipti dėmesį į papildomus veiksnius, darančius įtaką įmonės vertei, kurie nuostolingos įmonės atveju yra dar svarbesni nei įprastai (žr. 1 priedą).

8 - ojoje lentelėje paminėtas atnaujinimo / pakeitimo kaštų metodas pateikia turto vertę, kai verslo vertinimo tikslas yra sužinoti, kiek kainuotų iš naujo įkurti vertinamą verslą. Likvidacinės

vertės metodu apskaičiuota vertė parodo, kiek gautų akcininkai, likvidavę verslą. O palyginimo metodas – kai remiantis analogiškų įmonių vertinimu nustatoma verslo vertė pagal panašumą. Tačiau retai kada vertinimui yra pakankamai patikimų analogų. Balansinė vertė apibūdina turimo turto vertę, tačiau neparodo potencialo ar vertę lemiančių veiksnių įtakos.

8 lentelė. Metodai, tinkantys vertinti nuostolius patiriančias įmones

Atnaujinimo / pakeitimo kaštų metodas	Likvidacinės vertės metodas	Palyginimo metodas	Balansinė vertė
---------------------------------------	-----------------------------	--------------------	-----------------

Šaltinis: Tom McCallum, Pablo Fernandez, 2007; Damodaran, 2012; Chaplinsky, J. Schil, 2000

Tai nėra vieninteliai vertinimo metodai nuostolingoms įmonėms vertinti, tačiau dažnai įvardijami kaip atsvara negalint panaudoti diskontuotų pinigų srautų metodų.

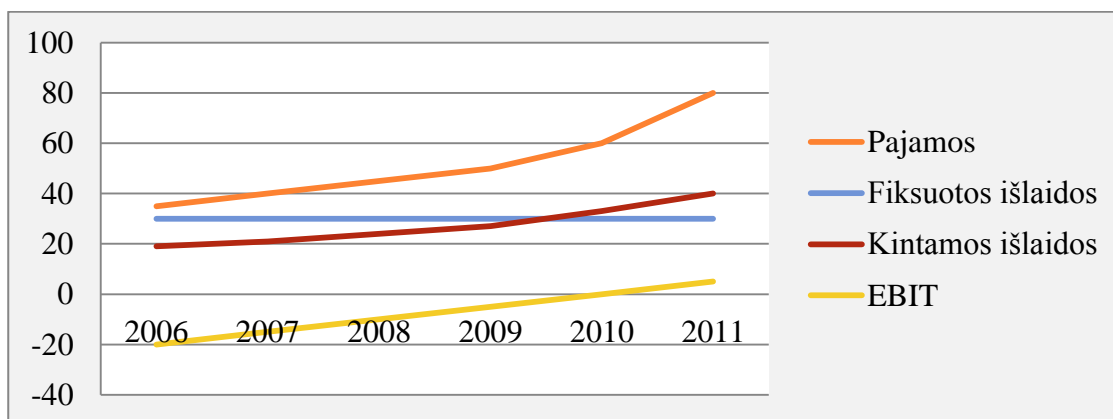
8 - oje lentelėje išvardinti metodai susilaukia kritikos:

9 lentelė. Vertinimo metodų kritika

Metodas	Kritika	Autoriai
Atnaujinimo / pakeitimo kaštų metodas	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Orientuotas į balansinio turto vertės analizę, reikia daug vidinės informacijos šiam metodui taikyti. Nebūtinai parodys vertę, kurią verslas galėtų generuoti ateityje. ➤ Labiau tinkamas gamybinių įmonių vertei nustatyti. Praktikoje dažniau naudojamas įvertinti nekilnojamam turtui. 	<i>Frances Plimmer and Sarah Sayce, 2006; Sara Sundberg, 2003; Internation Valuation standards, 2003.</i>
Likvidacinės vertės metodas	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Likvidacinė vertė dažniausiai būna apie 80-90% įmonės balansinio turto vertės, t.y. įmonė yra nuvertinama; nenumatoma įmonės vertė, galima tęstinumo atveju, netinkama ieškant įmonės pardavimo kainos. ➤ Likvidacinė vertė taip pat netiksliai parodo paslaugų ar konsultacinių įmonių vertę, kai pajamas generuoja ne turimas turtas, o dažniausiai žmonės, t.y. ne balanse atsispindintis turtas. 	<i>Tom McCallum; Pablo Fernandez, 2007; George D. Abraham, 2013</i>

Remiantis aukščiau minėtų autorių kritika matyti, kad siekiant įvertinti nuostolingos įmonės rinkos vertę, su tikslu ne likviduoti ar įvertinti balansine verte, reikalinga metodika, kuri išlaikytų būsimųjų pinigų srautų specifiką net ir esant neigiamai dabartinei gražai.

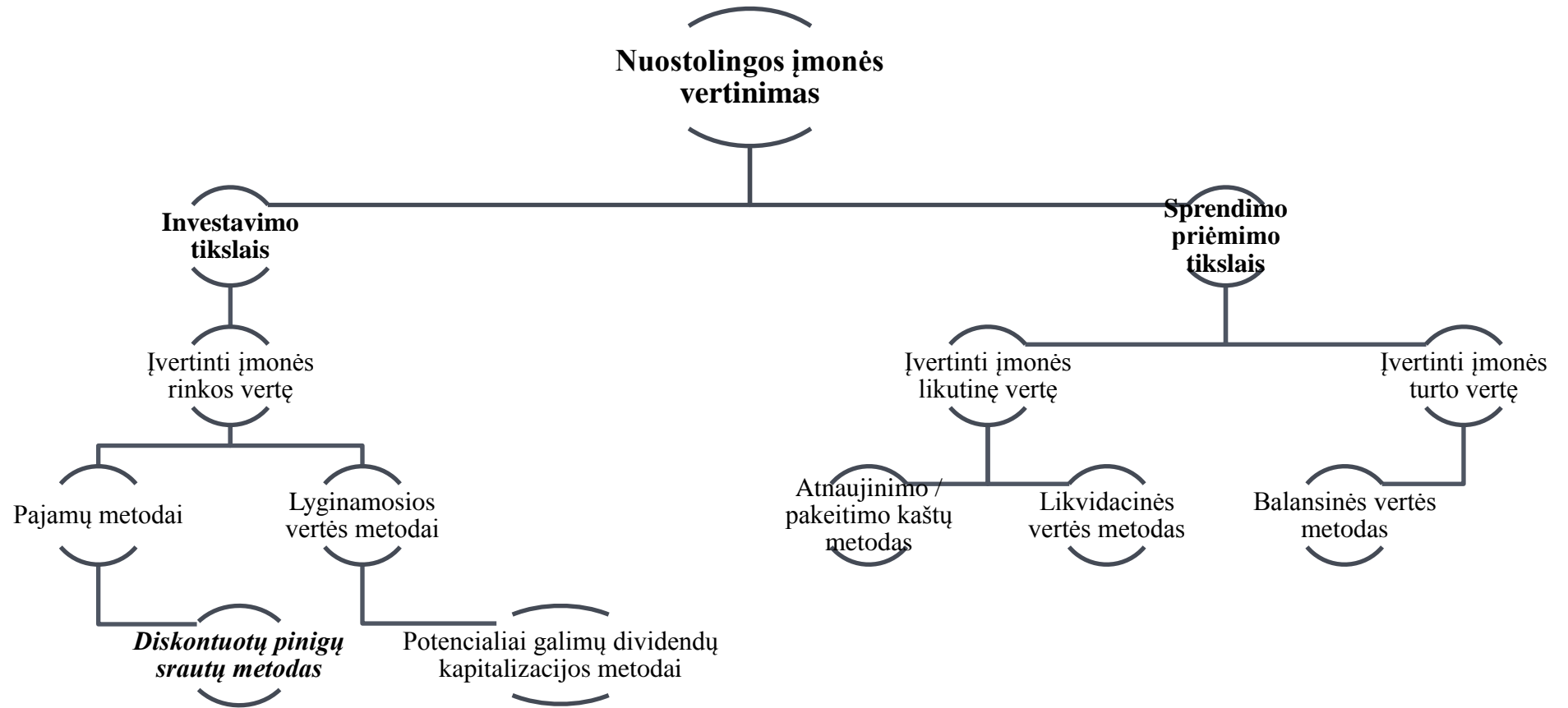
Vienas iš variantų, kaip neprarasti diskontuotų pinigų srautų metodo teikiamos naudos vertinant nuostolingą įmonę – vietoj pelno skaičiavimuose naudoti pajamas arba išlaidas. Vienas tokių metodų yra A. Chepakovich (2000) vertinimo modelis, kuris pritaiko diskontuotų pinigų srautų metodiką kitokiu būdu. Modelis pradžioje buvo sukurtas vertinti „augimo“ akcijas, bet vėliau puikiai pritaikytas įmonių be pelno vertinimui. Pagrindinis šio modelio skiriamasis bruožas yra kintamų ir fiksuotų išlaidų atskyrimas. Modelis teigia, kad fiksuotos išlaidos keisis tik esant infliacijai ar kitai panašiai situacijai, o kintamos išlaidos svyruos fiksuotu dydžiu proporcingai nuo pajamų. Tokia funkcija leidžia vertinti visiškai naujas greito augimo įmones, kurios gali neturėti pelno ar net pajamų. Modelis teigia, kad greitas pajamų augimo koeficientas garantuoja, jog bendrasis pelnas (iš pajamų atėmus kintamas išlaidas) ateityje augs proporcingai fiksuotoms išlaidoms (žr. 8 pav.). Toks procesas nuves įmonę iki realaus ir kitais metodais išmatuojamo pajamų vertės nustatymo.



8 pav. Alexander Chepakovich vertinimo modelio pavyzdys

A. Chepakovich metodas labiau tinkamas vertinti jaunas įmones, tačiau kalbant apie nuostolingas įmones, šis modelis gali padėti prognozuojant pajamų augimą ateityje, kol įmonė patiria nuostolius.

Apžvelgus nuostolingų įmonių vertinimo metodus galima daryti išvadą, kad, siekiant įvertinti nuostolingą įmonę sprendimo priėmimo tikslais (kai svarbesnė turto vertė), patartina rinktis atkuriamosios vertės metodus. Balansinės ar likvidacinės vertės metodai tiksliau parodys įmonės vertę, kai įmonės augimo potencialas mažas ir nesitikima veiklos pagyvėjimo ar ruošiamasi įmonę likviduoti (žr. 9 pav.).



9 pav. Nuostolingos įmonės vertinimo metodų matrica

Rinkos daugikliai, tokie kaip EV/EBIDTA, aptarti 1.3. poskyryje, galimi naudoti tik tada, jei skaičiavimuose naudojami dydžiai yra su pliuso ženklu. Daugumai jų reikia pelno, tad nuostolingos įmonės vertinimo atveju nemaža dalis rodiklių atkrenta. Dėl šios priežastis daugikliai papildomai neanalizuojami. Tačiau, jei EBIDTA yra teigiamas skaičius, šio dydžio daugiklių naudojimas gali padėti susiorientuoti rinkoje ir kainos masto intervale.

Vertinant įmonę investiciniais tikslais, kai domina įmonės rinkos vertė ir potenciali ateities pajamų vertė, patartina rinktis naudojimo pajamų ar lyginamosios vertės metodus. Tačiau čia susiduriama su problema, kaip panaudoti pajamų metodus įmonei, kuri negeneruoja pelno. DCF metodas, kaip jau minėta, bene tiksliausiai įvertina įmonės tikrąją vertę, tačiau jį tradiciškai tikslinga naudoti, kai įmonė turi teigiamus pinigų srautus ir galima patikimai prognozuoti ateities augimą. Tam, kad būtų galima pritaikyti DCF metodą nuostolingoms įmonėms vertinti, reikalingos papildomos prielaidos dėl augimo dydžio, pelno atsiradimo, ir didesnė diskonto norma už didesnę prisiimamą riziką (Rotkowsk, Clough, 2013, Damodaran, 2000; Joos, Plesko, 2004).

Dar 1966 m. Modigliani ir Miller teigė, kad nuostolis įmonės veikloje apsunkina vertinimo metodiką, nes nuostolis sumažina ar visai panaikina galimybę iš įmonės pelno matyti turto generuojamų pajamų potencialą. Tokiu atveju vertinant įmonę viena iš krypčių yra vertinti įmonę darant prielaidą, kad jos nuostolingas laikotarpis pasibaigs ir kelių laikotarpių bėgyje įmonė generuos nebe nuostolius, o pelną. Laikomasi teorijos, kad nuostolis yra tik laikinas dalykas ir kad investuotojai gali iš istorinių įmonės duomenų išvelgti nuostolių „apsivertimo“ tikimybę (Hayn, 1995; Joos, Plesko, 2004).

2.2. Diskontuotų pinigų srautų metodo taikymo analizė ir metodika

Kaip jau minėta ankstesniuose skyriuose, diskontuotų pinigų srautų metodas yra vienas geriausių ir dažniausiai naudojamų vertinimo metodų, dėl savo duodamų rezultatų pritaikymo. Siekiant nustatyti įmonės rinkos kainą, galimą vertę pardavimo atveju ar tiesiog nustatant ateities pelningumo dydžius, šis metodas išlieka kaip labiausiai siektinas pritaikyti ir vertinant nuostolingas įmones. Turint omenyje, kad investuotojas, įsigydamas verslą, siekia neigiamą pelną paversti teigiamu, prisiimama didesnė rizika gali būti įvesta į DCF modelius ir gautas siektinas vertinimo rezultatas, nors ir su didesne netikslaus prognozavimo galimybe.

Literatūroje atsiranda vis daugiau DCF metodo adaptacijų (Якушев А.А, 2007; Damodaran, 2012; Joos, Plesko, 2004). Pagrindiniai adaptavimo aspektai yra diskonto normos ir augimo dydžių prognozavimo prielaidų pritaikymas, t.y. DCF metodas taikomas tada, kai tikimasi įmonės pajamų augimo investuojant į įmonę su didesne rizikos norma.

Yra du pagrindiniai DCF modelio variantai:

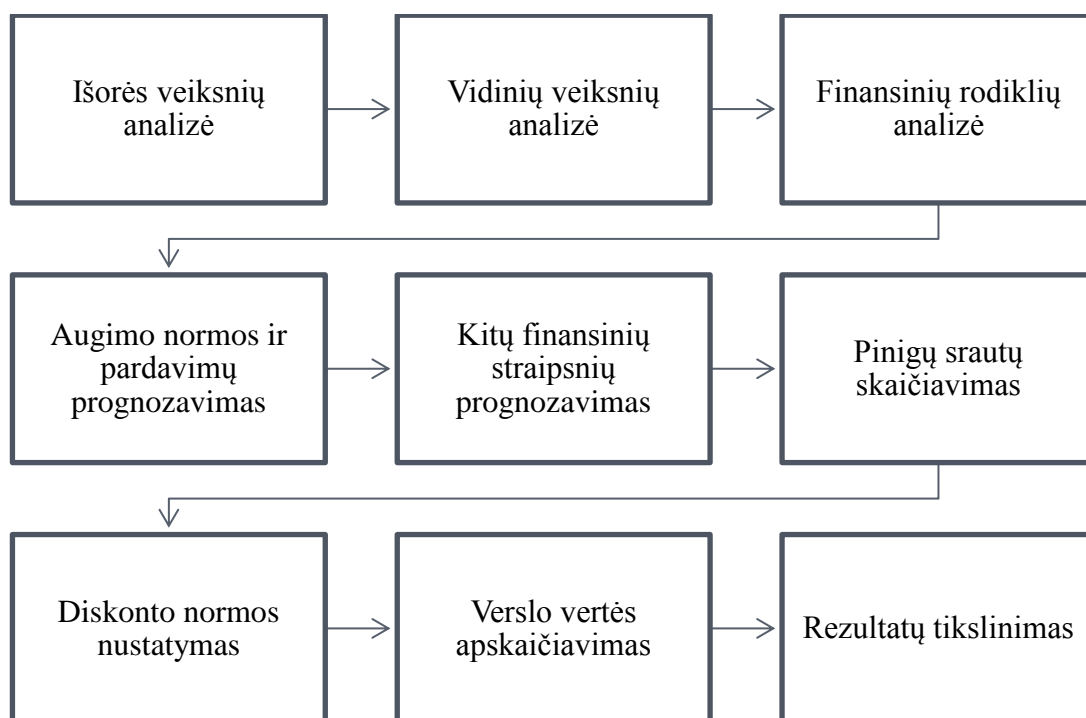
- ✓ dividendų diskontavimo modelis (*dividend discount model*);
- ✓ laisvo pinigų srauto modelis (*free cash flow model*).

Turint omenyje, kad nuostolingos įmonės dažniausiai neišmoka dividendų, tolesnei analizei taikysime laisvo pinigų srauto modelį.

Prieš pradėdant gilintis į laisvo pinigų srauto skaičiavimą, apsibrėšime žingsnius, kaip galėtų būti atliekamas nuostolingos įmonės vertės nustatymas pagal diskontuotų pinigų srautų modelį (žr. 10 pav.). Pirmiausia, kaip jau minėta pirmame skyriuje, labai svarbu išanalizuoti išorinius ir vidinius veiksnius, kurie daro įtaką įmonės veiklai bei vystymuisi. Veiksnių analizei naudojami rizikų žemėlapiai, rinkos apžvalgos, SSGG analizė ar kiti pagalbiniai metodai, geriausiai atitinkantys įmonės specifiką. Veiksnių analizė parodo įmonės vietą rinkoje, jos privalumus ir trūkumus, nematerialaus turto pridėtinę vertę, bei padeda atskleisti DCF metodikos naudojimo tikslingumą.

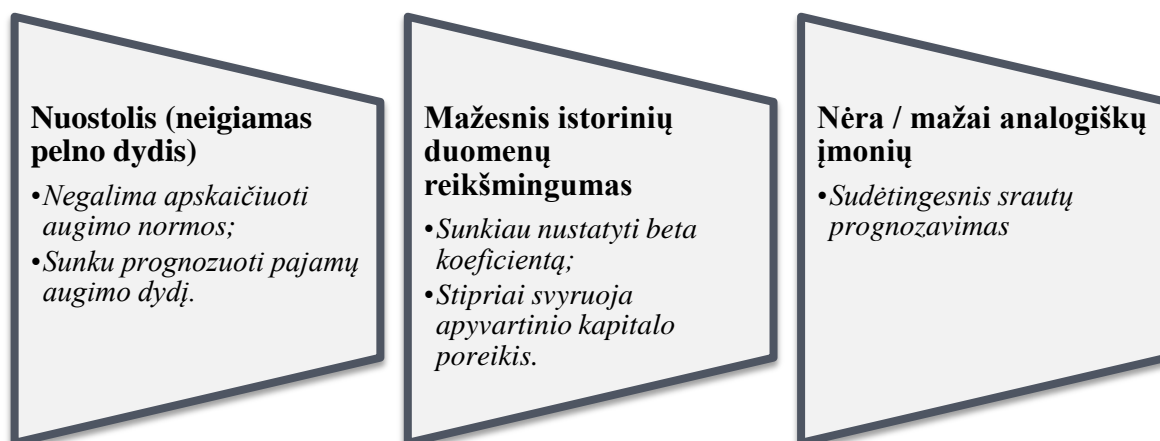
Toliau, siekiant išgilinti į įmonės vystymosi potencialą, nagrinėjami finansiniai rodikliai, turto / skolos struktūra. Ši analizė padės nustatyti įmonės augimo normą g bei pardavimų augimo galimybes, pagal kurias prognozuojami ir visi kiti finansiniai straipsniai.

Sekančiame etape skaičiuojami pinigų srautai, įtraukiant diskonto normą (detalus skaičiavimas 2.2.2. poskyryje). Galiausiai skaičiuojama verslo vertė ir tikrinami rezultatai. Gautos vertės tikslumo vertinimui naudingi scenarijų metodai, kurių vieną, jautrumo analizę, pritaikysime praktikoje 3 skyriuje.



10 pav. Vertinimo etapai

Išpildant minėtus vertinimo žingsnius susiduriama šiomis pagrindinėmis problemomis:



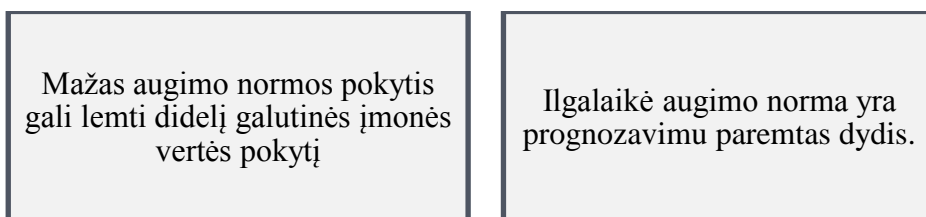
Šaltinis: Damodaran, 2012; Fernandez, 2007.

11 pav. DCF metodo pagrindinės problemos vertinime

Sprendžiant išvardintas DCF metodikos problemas labiausiai gali padėti įsigilinimas į įmonės vidinę informaciją, jos pajėgumų analizė. Ne veltui visas metodikos taikymas prasideda nuo išorinių ir vidinių veiksmų analizės. Istoriniai duomenys, nors ir ne tokie reikšmingi nuostolių atveju, tačiau vis tiek į juos žiūrima, kokias tendencijas galima išvelgti. Neturint analogiškų įmonių, prognozavime gali padėti gilesnis rizikos vertinimas, pardavimų analizė, įmonės tikslų ir pasiektų rezultatų vertinimas. Visų trijų probleminių vietų analizė tikslinama sekančiuose trijuose poskyriuose, tačiau akcentuotina, kad apskritai DCF metodo taikymą nuostolingų įmonių vertinime vertėtų naudoti tuo atveju, jei tikimasi, kad įmonė artimoje ateityje pradės uždirbti pelną. T.y. šio metodo tikslingumas atsiras tuo atveju, jei ateities lūkesčiai bus pagrįstai įvertinti.

2.2.1. Augimo normos g nustatymas ir finansinių straipsnių prognozavimas

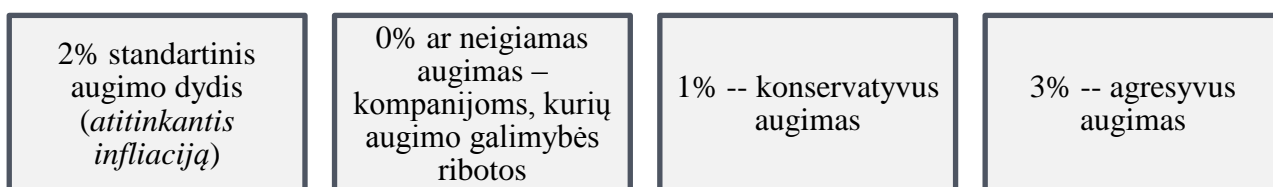
Dažniausiai nuostolius patiriančiose įmonėse viena didžiausių problemų yra augimo normos (g) apskaičiavimas (Rotkowski, Clough, 2013) bei finansinių straipsnių prognozavimas. Po veiksmų ir rodiklių analizės tai yra sekantis ir labai svarbus vertinimo etapas.



Paprastai g dydis apskaičiuojamas Gordono augimo modeliu ar įvertinant ROE rodiklį, tačiau esant neigiamam grynajam pelnui, kuris dalinamas iš nuosavo kapitalo, šis rodiklis irgi bus neigiamas. Taip pat nuostolingos įmonės dažniausiai nemoka dividendų. Tad ieškant nuostolingos įmonės augimo dydžio galima remtis vienu ar keliais iš šių trijų sprendimo būdų (Damodaran, 2012; Якушев А.А, 2007):

- Augimo norma nustatoma remiantis istoriniais duomenimis, kai jie yra pakankamai tendencingi. Įmonei plečiantis ši norma mažinama.
- Augimo norma nustatoma kaip siektinas įmonės tikslas ateinantiems metams.
- Augimo norma nustatoma įvertinant pardavimų ir kapitalo santykį, t.y. pagal tai, kiek dirbantis kapitalas atneša pajamų.

Nustatant g dydį galima remtis ir nusistovėjusiais standartais (žr. 12 pav.), tiesa reikėtų atsižvelgti į šalies infliacijos vidutinį dydį, nes jei šalis istoriškai dažnai turi aukštą infliaciją, tai g gali būti ir žymiai didesnis.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Kudas P. Diskontuoti pinigų srautai

12 pav. Augimo koeficiento g standartizuoti dydžiai

Suprognozavus įmonės augimo normą taip pat labai svarbu kuo tiksliau prognozuoti pajamų augimą. Nuostolius patiriančių įmonių balanso ir pelno (nuostolio) ataskaitų istoriniai duomenys gali neturėti didelės reikšmės, kadangi tikimasi, jog įmonė išaugs iki pelno lygio. Kaip jau anksčiau minėta, daroma prielaida, kad įmonė pradės uždirbti pelną, nes priešingu atveju amžino augimo normos g nustatymas bus betikslis.

Pajamų augimo dydis svarbus, nes didžioji dauguma vėlesnių finansinės atskaitomybės straipsnių priklauso būtent nuo pardavimų. Pardavimų prognozes dažnai skelbia ir pačios kompanijos, tačiau jei jų nėra arba vadovybė neteikia tokios informacijos viešai, prognozuojama analizuojant kapitalo grąžos rodiklius arba pagal bendrą sektoriaus augimą (pavyzdžiui, tokius duomenis gali teikti aludarių asociacija, o pagal juos galima prognozuoti ir konkrečios alaus daryklos pardavimus). Įvertinus pardavimų augimą, galima prognozuoti ir kitus straipsnius (žr. 10 lent.).

Pagal pardavimų dydžius galima apskaičiuoti preliminarią savikainą, kuri turėtų būti proporcinga istoriniams duomenims ir keistis nežymiai, nebent pardavimai stipriai išaugtų. Mokesčius lemia šalies mokestinė sistema, įmonės dydis bei sukauptas praėjusių metų pelnas / nuostolis. Šie dydžiai gali būti gana patikimai įvertinti, jei šalyje nenumatomi jokie rimtesni mokestinės sistemos pokyčiai.

10 lentelė. Balanso ir pelno (nuostolių) ataskaitos straipsnių prognozavimas

	Prognozės
Pelno nuostolių ataskaita	<p>Prekių savikainos (COGS) marža turėtų keistis nedaug.</p> <p>Administracinės išlaidos (SGA) iš dalies yra fiksuoti kaštai, tad pardavimams didėjant, jie auga ne taip greitai.</p> <p>Nusidėvėjimą mažoms kompanijoms geriausia prognozuoti pagal jos turto sąrašą bei naudojamas nusidėvėjimo normas.</p> <p>Mokesčių sąnaudos prognozuojami atsižvelgiant į sukauptą nuostolį.</p>
Balansas	<p>Apyvartinio kapitalo prognozę galima daryti pasitelkus istorinius apyvartinio kapitalo santykius su pardavimais, apyvartumo rodikliais.</p> <p>Investicijos į ilgalaikį turtą: įvertinami esami ir nauji projektai.</p> <p>Kiti balanso straipsniai (akcininkų nuosavybė, finansinės skolos, grynai pinigai) nustatomi iš jau suprognozuotų straipsnių.</p> <p>Finansinių skolų ar grynujų pinigų pokytis prognozuojamas pagal veiklos ir investicinius pinigų srautus.</p>

Balanso straipsnių prognozes galima daryti pasitelkus istorinius duomenis, įvertinant naujus planuojamus projektus, investicijas ar skolų grąžinimus bei pasinaudojant iš įmonės vadovų gauta vidine informacija, jei tai įmanoma.

2.2.2. Diskonto normos apskaičiavimas

Įvertinus finansinės atskaitomybės straipsnių pokyčius ir augimo normas, lieka diskonto normos nustatymas. Ekonomine 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 (Balytė, 2011). Dažniausiai diskonto norma nustatoma pagal WACC metodą (Koller, Goedhart ir Wessels, 2010), kuri įvertina nuosavo ir skolinto kapitalo kainas. Diskonto norma šiuo atveju lygi nuosavo kapitalo pelningumo ir skolintų lėšų palūkanų normos svertiniam vidurkiui pagal 2 - ają formulę:

$$WACC = R_E \times \frac{E}{E + D} + R_D \times \frac{D}{E + D}$$

Čia: WACC – vidutinė svertinė kapitalo kaina (%);

R_E – nuosavo kapitalo kaina (%);

R_D – skolinto kapitalo kaina (%);

E – nuosavas kapitalas (rinkos kaina);

D – skolintas kapitalas.

Naudojant WACC (žr. 11 lent.), skaičiuojama viso kapitalo vertė – tiek nuosavo, tiek skolinto. Todėl diskonto norma turi būti derinama su viso kapitalo pinigų srautais.

11 lentelė. WACC modelis

Komponentas	Metodologija	Reikalingas domuo
<i>Nuosavo kapitalo kaina</i>	CAPM metodas	<ul style="list-style-type: none"> ➤ nerizikingo pelno norma – naudojamas ilgalaikių Vyriausybės vertybinių popierių pajamingumas; ➤ rinkos reikalaujamas pelningumas - šalies rizikos premija, rinkos vidutinis pelningumas, paprastai svyruoja tarp 4,5-5,5%; ➤ įmonės beta (šalies rizika + šakos rizika + įmonės rizika).
<i>Skolinto kapitalo kaina</i>	Ilgalaikių įsipareigojimų palūkanų norma (dažniausiai naudojama)	
<i>Kapitalo struktūra</i>	Skolinto ir nuosavo kapitalo proporcija	Vertinama balansine arba rinkos verte. <i>Nuostolingos įmonės atveju patartina vertinti rinkos kainomis.</i>

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Koller, Goedhart ir Wessels, 2010

Nustatant diskonto normą WACC metodu nuostolingos įmonės vertinime patartina atkreipti dėmesį į skolinto kapitalo poziciją ir papildomą rizikos koeficientą. Skolintą kapitalą rekomenduojama pervertinti rinkos kainomis (Fernandez, Damodaran). Rinkos kainą dažnai nėra lengva apskaičiuoti, kadangi mažai įmonių savo skolą laiko obligacijose, kuriomis visomis viešai prekiaujama rinkoje. Dažniau pasitaiko variantų, kai nėra aiškios skolos rinkos kainos. Pavyzdžiui, banko paskola, kuri turi nustatytas buhalterines palūkanas, tačiau tai nėra tiesiogiai rinkos suformuota palūkanų norma. Vieną iš būdų, kaip konvertuoti skolos dydį rinkos verte, siūlo Damodaran. Pasak jo, galima visą įmonės skolą laikyti kaip vieno termino obligaciją ir vertinti ją su

pasirinka norma (pavyzdžiui imti palūkanų sąnaudų normą) kaip vienetą. Tarkime, kad turime 1 mlrd. litų skolą šešeriems metams, palūkanų išlaidos sudaro 60 mln. litų su 7,5% palūkanų norma. Rinkos vertė skaičiuojama pagal sekančią formulę:

$$60 \left(\frac{1 - \frac{1}{1,075^6}}{0,075} \right) + \frac{1000}{1,075^6} = 930 \text{ mln. litų} \quad (3)$$

Pagal 3 -ąją formulę gaunama įmonės skolos rinkos vertė lygi 930 mln. litų. Tačiau reikėtų turėti omenyje, kad naudojant pervertintas turto / skolos reikšmes vertinant įmonę, reikėtų išlaikyti vientisumą per visą vertinimo procesą.

Kaip jau minėta, nuosavo kapitalo kaina įvertinama pagal CAMP modelį pagal 4 - ąją formulę:

$$R_E = RF + \beta(MR - RF); \quad (4)$$

Čia: R_E - reikalaujamas pelningumas akcijai;

RF – nerizikingo pelno norma;

MR – rinkos reikalaujamas pelningumas;

β – beta.

Vertinant mažas, uždaras, nuostolingas įmones, reikėtų įvertinti didesnę prisiimamą riziką, o didesnė rizika reikalauja didesnės grąžos, tad prie apskaičiuoto reikalaujamo pelningumo akcijai pridedama papildoma premija už rizikingesnę investiciją (Galiniene, 2004).

(5)

$$R_E = RF + \beta(MR - RF) + S_1 + S_2;$$

Čia: S_1 – premija mažoms/nuostolingoms įmonėms;

S_2 – premija už atskirų įmonių riziką.

Diskonto norma, apskaičiuota pagal 5 - ąją formulę, turėtų būti tikėtina pelno norma, gaunama iš alternatyvinių investavimo galimybių, esant sulyginamai rizikai. Apskaičiavus šią normą, galima pereiti prie pinigų srautų įvertinimo.

2.2.3. Laisvo pinigų srauto ir vertės apskaičiavimas

Laisvas pinigų srautas parodo verslo įprastinės veiklos vertę, kuris gali būti apskaičiuotas kaip:

- laisvas pinigų srautas akcinei nuosavybei (*free cash flow to equity, FCFE*).

Tai pinigų srautas, likęs akcininkams po to, kai:

- buvo patenkintos visos pretenzijos investuotojams – neakcininkams,
- atliktos reinvesticijos į ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą.

- laisvas pinigų srautas įmonei (*free cash flow to firm, FCFF*)

Tai laisvas pinigų srautas visiems akcininkams ir kreditoriams.

12 lentelė. Laisvo pinigų srauto sąsaja

+ Pajamos	–	– Paskolų grąžinimas	= <i>Laisvas pinigų srautas akcinei nuosavybei (FCFE)</i>
– Savikaina		+ Naujos paskolos	
– Veiklos sąnaudos		– Palūkanos	
– Mokesčiai			
– Kapitalinės investicijos (į ilgalaikį turtą)			
–/+ Apyvartinio kapitalo poreikis			
= <i>Laisvas pinigų srautas įmonei (FCFF)</i>		= <i>Pinigai kreditavimui</i>	

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Kanapickienė; Kruschwitz, Löffler, 2006; Steiger 2008; Fernandez, 2010

Įmonei tenka tie pinigų srautai, kurie lieka apmokėjus visas veiklos išlaidas, mokesčius, tačiau prieš skolą ir palūkanas. Taigi laisvas pinigų srautas įmonei skaičiuojamas kaip nurodyta 13-ojoje lentelėje. Prie grynojo pelno pridėdamas turto, susijusio su įmonės įgyvendinama veikla nusidėvėjimas (amortizacija) ir gautas rezultatas bus pinigų srautas iš veiklos akcininkams. Iš gautos sumos minusuojami privilegijuotųjų akcijų dividendai, jei tokie išmokami, taip pat paskolų grąžinimai. Pliusuojamos naujų paskolų gautos sumos, minusuojamos kapitalinės investicijos į ilgalaikį turtą bei apyvartinio kapitalo poreikis (išskyrus grynuosius pinigus). Atlikus šiuos veiksmus gaunamas laisvas pinigų srautas nuosavybei. Toliau prie gauto rezultato pridėjus privilegijuotųjų akcijų dividendus (jei tokie yra), paskolų grąžinimus, minusavus išduotų naujų paskolų sumas ir pridėjus palūkanų išlaidas, įvertintas pelno mokesčiu, gaunamas laisvas pinigų srautas įmonei (FCFF).

13 lentelė. Laisvo pinigų srauto skaičiavimas

Grynasis pelnas
+ Nusidėvėjimas ir amortizacija
= Pinigų srautai iš veiklos akcininkams
- Paskolų gražinimai
+ Naujų paskolų gavimai
- Kapitalinės investicijos
- Apyvartinio kapitalo poreikis (nepiniginio apyvartinio kapitalo pokytis)
= Laisvas pinigų srautas nuosavybei (FCFE)
+ Paskolų gražinimai
- Naujų paskolų gavimai
+ Palūkanų išlaidos (1-Pelno mokesčio norma)
= Laisvas pinigų srautas įmonei (FCFF)

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Kanapickienė; Kruschwitz, Löffler, 2006; Steiger 2008; Fernandez, 2010

Bendri diskontuoti pinigų srautai, pagal pasirinktą laikotarpį, tenkantys įmonei, apskaičiuojami pagal 6 - ają formulę:

(6)

$$Firmos\ vertė\ (NPV) = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Čia: FCFF – laisvas pinigų srautas, tenkantis įmonei;

n – prognozuojamas laikotarpis;

t – metai;

WACC – vidutinė svertinė kapitalo kaina.

Kai galima numatyti, jog įmonė augs stabilium procentu g , įmonės vertė apskaičiuojama pagal 7 - ają formulę.

(7)

$$Firmos\ vertė = \frac{FCFE_1}{WACC - g}$$

Čia: $FCFE_1$ - planuojamas laisvas pinigų srautas kitais metais;

k_e - reikalaujamas akcijų pelningumas arba įmonės akcijų kaštai;

g - nuolatinė FCFE augimo norma.

Apibendrinant galima teigti, kad diskontuotų pinigų srautų metodas gali būti taikomas nuostolingai įmonei, kuomet yra tikėtina, jog įmonė artimoje ateityje taps pelninga. Reikšmingiausi momentai vertinimo procese yra pajamų, augimo normos ir diskonto normos nustatymas. Laikomasi prielaidų, kad įmonė ateityje sieks pelno ir augimo, tačiau išlaikys didesnę investicinę riziką dėl sukaupto nuostolio. Vis dėlto, kad rezultata būtų galima įvertinti kaip patikimą, reikalinga papildoma įmonės veiksmų analizė bei scenarijų analizė, kad būtų aiškios įmonės vertės svyravimo ribos dėl didesnio neapibrėžtumo.

2.3. Jautrumo analizė

Pritaikant diskontuotų pinigų srautų metodą nuostolingai įmonei vertinti, naudojama daug prielaidų, kadangi nepakanka istorinių duomenų arba jie yra nepatikimi. Paprastai, sudarant investicinio projekto pinigų srautus, baziniai duomenys, susiję su investicijų biudžeto dydžiu, gamybos programa, pardavimo kaina ar kitais įgyvendinamo projekto parametrais laikomi pakankamai tiksliais ir labiausiai tikėtiniais. Tačiau vertinant jaunas ar nuostolingas įmones, retai galima būti užtikrintam dėl prognozių, o kartu ir rezultatų patikimumo. Esant tokiai situacijai jautrumo analizė leidžia įvertinti galimą pradinių duomenų ir prognozių svyravimą lyginant su baziniu variantu (Tamoševič, 2010).

Mokslinėje literatūroje jautrumo analizė apibrėžiama dviem aspektais (Simanavičienė R., Ustinovičius L., 2011):

- a) kai nustatomas matematinio modelio jautrumas kiekvieno parametro atžvilgiu;
- b) kai vertinamas sprendimo priėmimo jautrumas pradinių duomenų variavimo atžvilgiu.

14 lentelė. Jautrumo analizės etapai

1. Pagal turimus duomenis atliekama pirminė analizė ir nustatomas labiausiai tikėtinas scenarijus bei augimo prognozės. Apskaičiuojama NPV.
2. Išskiriami pagrindiniai veiksniai, kurie gali nulemti didžiausius svyravimus ir kiekvienam atrinktam veiksmui apskaičiuoti jo ribinį pokytį, kuriam esant NPV rodiklis lygus nuliui
3. Palyginami visų ankstesniame etape atrinktų parametrų nukrypimai nuo bazinių (optimalių) rodiklių ir nustatomi kritiniai parametrai, kurių pokytis gali turėti didžiausią įtaką projekto efektyvumui. Jei reikia, atlikti papildomą veiksmų analizę
4. Pagal gautus rezultatus priimti valdymo sprendimus.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Tomaševič, 2010.

Jautrumo analizės esmė – įtakos galutiniams projekto efektyvumo rezultatams (NPV, IRR) vertinimas, keičiantis vienam ar keliems baziniams veiksmams (pardavimo kainoms, savikainai,

išlaidoms ar pan.) (Sobańska, 2006). Yra ir kitų šios analizės rūšių, kaip pavyzdžiui scenarijų metodas, kai apskaičiuojami ribiniai parametrai, kuriuos viršijus projektas tampa nuostolingas.

Taigi jautrumo analizės tikslas yra išryškinti svarbiausius veiksnius, galinčius turėti daugiausia įtakos įmonei vertinimo aspektu bei įvertinti kiekvieno veiksnio įtaką rezultatams. Tai suteikia aiškumo ir patikimumo dėl rezultatų teisingumo. Vis dėlto literatūroje (Norvaišienė, 2000; Aleknavičienė, 1997) išskiriami ir šio metodo trūkumai:

- Vienafaktoriškumas, kadangi vertinamas vieno kriterijaus poveikis bendram rezultatui;
- Didelis įmonės vertės jautrumas nebūtinai reiškia didelę riziką;
- Nėra nustatomi galimi ryšiai tarp atskirų veiksnių, jų koreliacijos.

Nepaisant minėtų trūkumų, jautrumo analizė yra vienas iš patogiausių projekto ar įmonės rizikos vertinimo kiekybinių metodų, pateikiančių rizikos poveikio suvokimą. Šio metodo bene didžiausias privalumas tas, kad skaičiavimas paprastas ir akivaizdus, o tai suteikia trūkstamo aiškumo, nes pačiame vertinime diskontuotų pinigų srautų metodu naudojamos reikšmės, nustatomos „geriausio spėjimo būdu“. Kelių faktorių jautrumo analizė gali būti sukombinuojama į bendrą vertinimą, taip panaikinant vienafaktoriškumą. Metodiką papildžius jautrumo analize matomas vaizdas, kiek galima nukrypti nuo potencialiai teisingos įmonės vertės netiksliai suprognozavus rizikos veiksnius.

Sekančiame skyriuje, ieškodami investicinių atsakymų įmonės vertės nustatyme naudosime diskontuotų pinigų srauto metodo adaptacinį variantą, kaip geriausiai atskleidžiantį įmonės ateities potencialą, tikintis sėkmingai pertvarkyti įmonę, kad ji pradėtų vėl generuoti pelną. Rezultatas bus tikrinamas naudojant jautrumo analizę. Pagal vertinimo eigą ir rezultatus bus sudaromas vertinimo modelis, paremtas diskontuotų pinigų srauto metodika.

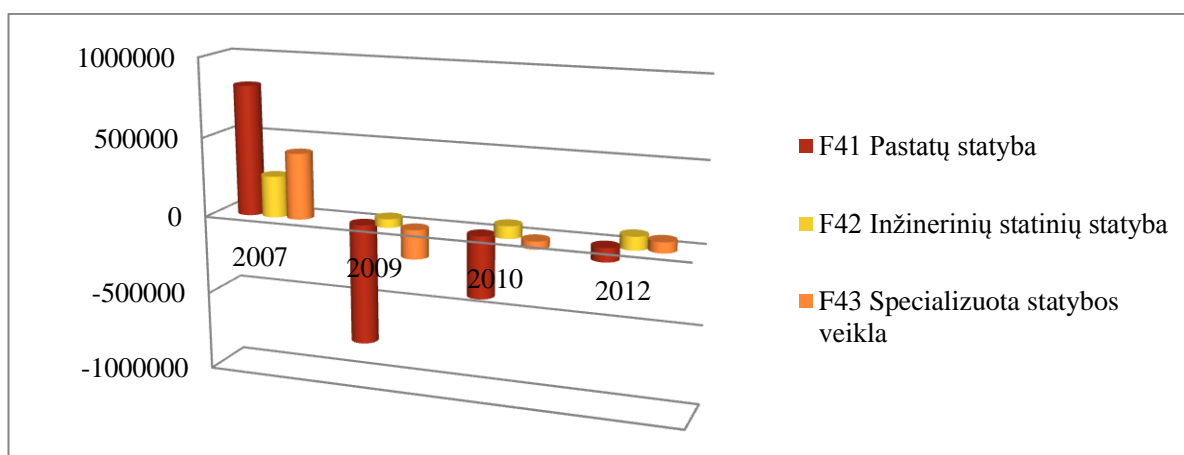
3. NUOSTOLINGOS ĮMONĖS VERTINIMAS IR MODELIO SUDARYMAS

Diskontuotų pinigų srauto metodo pritaikymui pasirenkame statybų sektoriuje veikiančią įmonę „X“, kurios paskutinių trijų metų pelnas buvo neigiamas. Trys nuostolingi metai nėra daug, tad įmonei su tokia nuostolių istorija galima taikyti prielaidą, jog jos nuostolis ateityje gali virsti pelnu. Taip pat statybų sektoriui būdingas cikliškumas, kuris kinta atitinkamai pagal bendrą ekonomikos judėjimą, t.y. esant ekonominiam pakilimui šalyje nekilnojamojo turto ir kartu statybų sektoriaus pelningumas auga, o atėjus krizei pelningumas krenta. Turint tai omenyje, galima tiksliau prognozuoti pajamų ir išlaidų judėjimą, o kartu ir įmonės pinigų srautus, kadangi prognozių tikslumas labai svarbus naudojant diskontuotų pinigų srautų metodą.

Turint patikimai prognozuotiną verslo šaką bei išanalizavus vidinį įmonės augimo potencialą, galima patikimiau įvertinti augimo ir rizikos normas. Tai leis diskontuotų pinigų srautų metodiką pritaikyti vertinant nuostolingą įmonę.

3.1. Įmonės „X“ išorinės aplinkos analizė

Statybų sektorius Lietuvoje ir pasaulyje buvo viena iš verslo sričių, kurią 2009 – 2010 m. ypač paveikė finansų krizė, tad daugelis tos šakos įmonių turėjo neigiamas grąžas. Statybos sektorius yra viena iš ekonomikos varomųjų jėgų, kuri sukurdavo 10% šalies BVP. Per krizę statybų sektorius smuko 48% ir 2009 m. statybos tesudarė vos 6,3% BVP (Šeštakauskas, 2010). Perkaitus nekilnojamojo turto (toliau tekste – NT) rinkai, sektoriaus įmonių pelningumas 2009 m. tapo neigiamas (žr. 13 pav.).



Šaltinis: LR statistikos departamentas

13 pav. Statybų sektoriaus grynas pelnas 2007-2012 m., tūkst. litų

Išsivysčiusiose šalyse, kur rinka jau nusistovėjusi, statybų sektoriaus įmonių pelningumas yra mažesnis nei Baltijos šalyse. Jose EBITDA marža yra apie 5–6% ir mažiau, tačiau augančiose rinkose šis rodiklis siekia apie 10%. Remiantis statistikos departamento duomenimis, Lietuvos įmonių pelno marža statybų sektoriuje prieškriziniu laikotarpiu svyravo apie 6% procentus.

Norint apžvelgti konkrečių įmonių pelningumą, galima pasinaudoti „Verslo žiniose“ skelbtais duomenimis apie didžiausių statybos bendrovių⁷ pajamas. Pagal 15 lentelės duomenis matyti, kad sumažėjo pirmoje vietoje esančios bendrovės pajamos, palyginus su 2010 m., tačiau stebint bendrą tendenciją, įmonių pajamos 2011 m. padidėjo (Razmaitė, 2012). Statybų sektoriaus bendrovių pajamos per tris 2011 m. ketvirčius išaugo 23,43%. Rinkos dalyviai tvirtino, kad sektorius buvo pastebimai gyvesnis, daugiau užsakymų davė suaktyvėjęs privatus sektorius.

15 lentelė. Didžiausios statybų bendrovės pagal 2011 m. I-III ketv. pajamas

Vieta	Bendrovė	Pardavimo pajamos 2011 m. I-III ketv., tūkst. Lt	Pardavimo pajamos 2010 m. I-III ketv., tūkst. Lt
1.	Kauno tiltai, AB	305 133	377 340
2.	Šiaulių plentas, grupė	250 200	186 600
3.	Panevėžio statybos trestas, grupė	153 057	125 914
4.	Vėtrūna, UAB	142 707	122 798
5.	Panevėžio keliai, AB	135 221	175 794
6.	Hidrostatyba, UAB	95 163	n.d.
7.	Litana grupė	93 000	92 773
8.	Fegda, UAB	80 421	36 892
9.	Mitnija, UAB	79 885	50 531
10.	Montuotojas, AB (su UAB Atida)	71 688	64 677

Šaltinis: Razmaitė I. Statybos pernai augo sparčiausiai iš visų sektorių // Verslo žinios. 2012 01 31.

Statistikos departamentas skelbia, kad 2011 m. pridėtinė vertė labiausiai augo statybose – 15%. Sektoriaus plėtrą lėmė infrastruktūros objektų, kelių, negyvenamųjų pastatų statybos ir renovavimo užsakymai. Taip pat augimą rodo konkretūs įmonių pelno didėjimo pavyzdžiai. Statybų bendrovė „Mitnija“, kurios pajamos per tris 2011 m. ketvirčius padidėjo 58%. Remiantis duomenimis, kuriuos pateikia Registrų centras, galima fiksuoti nežymų NT rinkos atsigavimą. 2012-uosius šalies NT rinka pradėjo aktyviau nei ankstesnius trejus metus, o žemės sklypų pardavimai pasiekė prieškrizinį 2005 m. ir 2008 m. lygį.

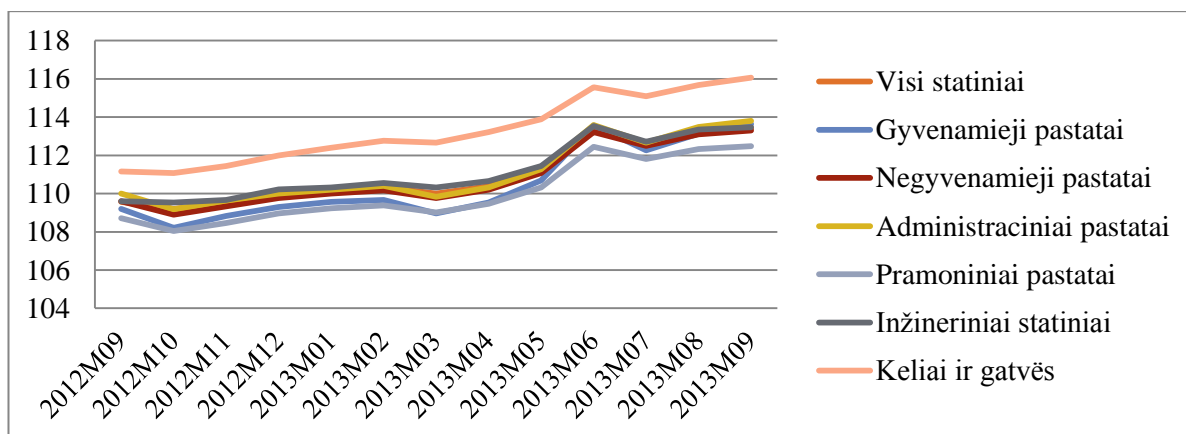
Kaip pažymima Swedbanko makroekonomikos 2013 m. apžvalgoje, po stipraus atsigavimo 2011 m. statybos sektorius 2012 m. susitraukė 5% ir buvo vienas iš dviejų sektorių, kurie

⁷ Išskyrus rezultatų nepateikė bendrovės: Alkesta, Hanner, Kauno dujotekio statyba, YIT Kausta, Skirnuva, kt.

praėjusiais metais neaugo. Pasak Ūkio ministerijos, tam daugiausiai įtakos turėjo lėtesnė infrastruktūros projektų plėtra (inžinerinių statinių statyba) bei smukusi negyvenamųjų pastatų statyba. Tačiau, augant naujų namų statybos leidimų skaičiui ir galbūt aktyviau renovuojant sovietinių laikų statybos pastatus, 2013 ir ypač 2014 metais šio sektoriaus aktyvumas gali padidėti. Be to, statybos sektoriaus lūkesčiai, susiję su būsima paklausa ir užimtumu, šių metų pradžioje buvo gerokai didesni, lyginant su tuo pačiu praėjusių metų laikotarpiu.

Nepaisant bendro statybų sektoriaus augimo sulėtėjimo 2012 m., statybos darbų, atliktų užsienyje einamosiomis kainomis 2012 m., palyginti su 2011 m., padaugėjo trečdaliu. Per paskutinius 5 metus atitinkamai šioje srityje fiksuotas beveik patrigubėjimui lygus prieaugis. Tai rodo, kad po 2008 m. finansų krizės kilusio ekonominio nuosmukio Lietuvos statybų verslą besitraukianti šalies vidaus rinka vertė ieškoti užsakymų už valstybės teritorijos, kas gali padėti kompensuoti sukauptus nuostolius.

Vertinant statybos įmonių tikėtinas ateities pajamas bei išlaidas, galima remtis statybos sąnaudų kainų ir kitais susijusiais indeksais (žr. 14 pav.). Pavyzdžiui šalies teritorijoje atliktų statybos darbų savo jėgomis indeksai rodo stabilumą 2011 – 2012 m, atitinkamai 122,7 ir 92,6. Statybos darbų indeksas paskutinius trejus metus ganėtinai stabiliai svyravo apie 2004 m. vidurkį (107,4), nenusileisdamas žemiau krizinių 2009 m. indekso dydžio, kuris buvo lygus 51,3.



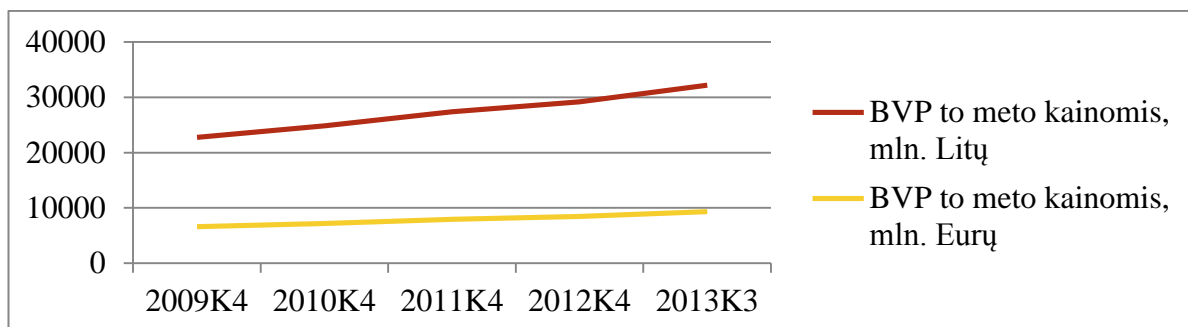
Šaltinis: statistikos departamentas

14 pav. Statybos sąnaudų kainų indeksai⁸

Nors 2012 m. pastebimas statybos darbų sumažėjimas, tačiau statybos sąnaudų kainų indeksas rodo augančią paklausą bei kartu didesnes veiklos išlaidas. Dėl to prognozuojant statybos įmonės ateities pajamas bei išlaidas atsižvelgiama į augimo tendenciją visose statybų sferose. Augančią

⁸ Statybos sąnaudų kainų indekso bazinis laikotarpis yra 2010 m. (2010 m. = 100)

paklausą bei stabiliai atsigauinančią ekonomiką rodo ir šalies bendrasis vidaus produktas (žr. 15 pav).



Šaltinis: statistikos departamentas

15 pav. Bendrasis vidaus produktas 2009-2013 m.

Vertinama įmonė „X“ krizės metais, patirdama nuostolius, susidūrė ir su teisinėmis rizikomis, kadangi Lietuvoje, kaip teigia ir viena iš didžiausių Lietuvos NT bendrovių „Ober-Haus“, yra pernelyg sudėtingos ir ilgos detaliųjų planų, projektų parengimo, derinimo procedūros, sunku gauti įvairiausių leidimus. Nuo 2012 m. pabaigos įmonė „X“ jau turi visus reikalingus leidimus veiklai, o tai leis neriboti savo atliekamų darbų skaičiaus ir išnaudoti visą turimą potencialą.

Taigi apžvelgus statybos sektoriaus ir bendro ekonomikos augimo, pelningumo bei kainų rodiklius, galima teigti, gal statybų sektoriuje matomas stabilumas ir prognozuojamas augimas artimiausiais 2014 m. Turint omenyje, kad statybų sektorius auga kartu atsigauinant ekonomikai, pagal cikliškumo principą, augimo tendencijos turėtų išsilaikyti ir artimiausioje ateityje.





3.2. Įmonės „X“ vidinės aplinkos analizė

Įmonė „X“ atlieka darbus gyvenamųjų ir negyvenamųjų pastatų statybos srityje, vykdo apdailos darbus. Savo veiklą pradėjo 2005 m., kai kilo NT kainos. Bendrovės augimas pirmaisiais metais buvo nedidelis, kadangi įmonė neturėjo visų reikalingų leidimų veiklai, tad tekdavo atmesti dalį klientų užsakymų. Atėjus krizei ir sprogus NT kainų burbului, įmonės apyvarta atitinkamai sumažėjo. 2011 m. buvo nuspręsta lizingu įsigyti NT ir jį išnuomoti, taip padengiant mokamų palūkanų kaštus ir iš NT kainų augimo gauti dar didesnio pelno ateityje. Iš to atsirado didžioji įmonės skolos dalis. Tačiau išsimokėjęs už NT pirkimą, įmonė turės nuosavą aktyvą, generuojantį pajamas.

Vertinant įmonę jau aptarėme verslo šaką, kurioje veikia įmonė „X“ ir kokios yra makroekonominės bei teisinės perspektyvos. Tačiau įmonės vertės nustatymui labai svarbūs vidiniai

veiksniai. Ypač kai daromos tokios prielaidos, kaip pelno atsiradimas ateityje. Geriausia, kai ši prielaida gali būti pagrįsta vidine informacija apie esamą situaciją ir planuojamus pokyčius pelningumo link.

Vidinius bendrovės veiksnius analizuosime pasitelkdami SSGG (SWOT) analizę (žr. 16 pav.). Tai vienas iš plačiausiai praktikoje naudojamų metodų vertinant įmonės poziciją, vidinius ir išorinius veiksnius, riziką.

<p>Stiprybės</p>  <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Turimi reikalingi leidimai ir licenzijos <input type="checkbox"/> Sutartys su užsienio klientais <input type="checkbox"/> Kompetetingi darbuotojai 	<p>Galimybės</p>  <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Auganti paklausa statybų sektoriuje <input type="checkbox"/> Didėjanti perkamoji galia <input type="checkbox"/> Tarptautinės galimybės
<p>Silpnybės</p>  <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Spraga personalo valdyme <input type="checkbox"/> Nepapankamas darbų rizikos vertinimas <input type="checkbox"/> Neigiami pinigų srautai 	<p>Grėsmės</p>  <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Brangstančios žaliavos <input type="checkbox"/> Nepatikima įstatyminė bazė

16 pav. Įmonės „X“ SSGG analizė

Pradedant nuo įmonės vidinių stiprybių, svarbu pabrėžti, kad personalą sudaro kvalifikuoti ir patikimi darbuotojai. Statybų sektoriaus įmonės Lietuvoje neretai susiduria su problema, kai darbuotojai neįvykdo terminų, kokybės reikalavimų ar nepaiso darbo drausmės. Įmonės „X“ personalas ypatingas tuo, kad vadovybė gali būti visiškai užtikrinta darbo drausme, o tai duoda stiprų pagrindą plėsti užsakymų skaičių ir atitikti klientų lūkesčius išpildant kokybės ir trukmės reikalavimus.

Kaip jau minėta, vertinama įmonė 2012 m. pabaigoje gavo visus reikalingus leidimus ir atestatus vykdomai veiklai. Iki tol dalis užsakymų buvo tiesiog atmetami be teisės juos vykdyti, o

tai mažino įmonės apyvartas apie 10-15% kasmet. Prognozuojant sekančių metų pajamas minėtu dydžiu galima didinti pajamų augimą, kadangi tai yra realus pagrindas apyvartos didėjimui.

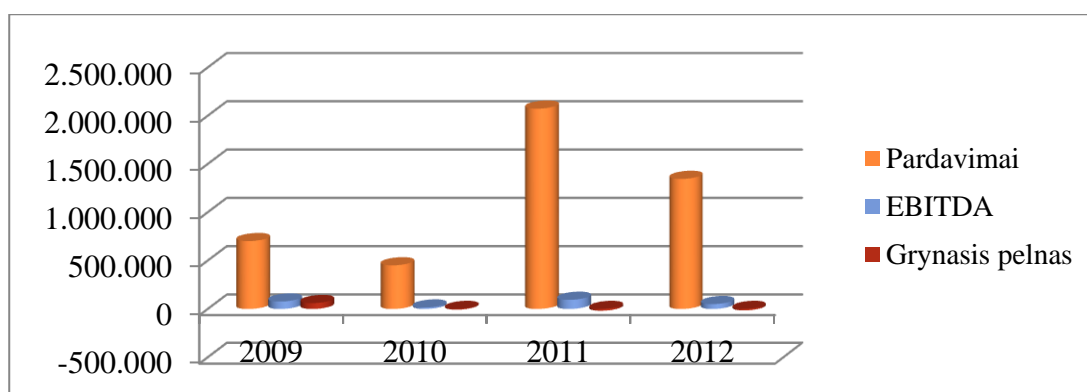
Dar viena įmonės „X“ stiprybė yra ilgalaikės paslaugų sutartys su užsienio klientais, kurios duoda apie 35% bendrovės pajamų. Remiantis makroekonominėmis apžvalgomis, paslaugų pardavimas užsienyje ir užsienyje atliekamų darbų skaičius auga, tad tikimasi dar didesnio pajamų srauto iš šios srities.

Auganti paklausa užsienyje siejasi ir su augančia paklausa Lietuvos rinkoje. Atsigaunant ekonomikai didėja klientų perkamoji galia, kaip rodo BVP augimo kreivės. Dėl šios priežasties numatomas didesnis užsakymų skaičius su tendencija keliems metams į priekį.

Kaip matoma 16 – ajame paveiksle, bendrovė susiduria su vidinėmis valdymo problemomis, t.y. spragos personalo valdyme ir neintegruotas rizikos vertinimas. Šių problemų sprendimas numatomas 2014 m., struktūrizuojant ir aktyviau valdant rizikos vertinimą, tobulinant vidaus sistemas bei efektyviau organizuojant darbuotojų pridėtinės vertės kūrimą. Suregulius vidines sistemas bus galima sumažinti veiklos kaštus ir efektyviau atlikti kasdienes užduotis.

Bendrovė taip pat susiduria su likvidumo rizika, kadangi jos pinigų srautai neigiami. Grėsmę kelia ir augančios statybos žaliavų kainos bei nepatikima įstatyminė bazė Lietuvoje. Tačiau šias grėsmes turėtų kompensuoti jau 2014 m. augsiantys pardavimai, kurie stabilizuos įmonės pinigų srautus.

Iki šiol įmonės pardavimai nebuvo stabilūs, tačiau augimo tendencija vis tik išlaikoma, kadangi įmonė plečia savo klientų ratą ir paslaugų spektrą. 2011 m. bendrovės apyvarta išaugo daugiau nei 3 kartus. Tai lėmė pagyvėjimas statybų sektoriuje ir padidėję užsakymai iš valstybinio sektoriaus.



17 pav. Įmonės „X“ pardavimai, EBITDA ir grynasis pelnas 2009-2012 m., litais

Finansinė įmonės situacija vertinama finansiniais rodikliais, matomais 16 – oje lentelėje. Žvelgiant į praėjusius ketverius metus pastebima, kad blogiausias laikotarpis įmonėje buvo 2010

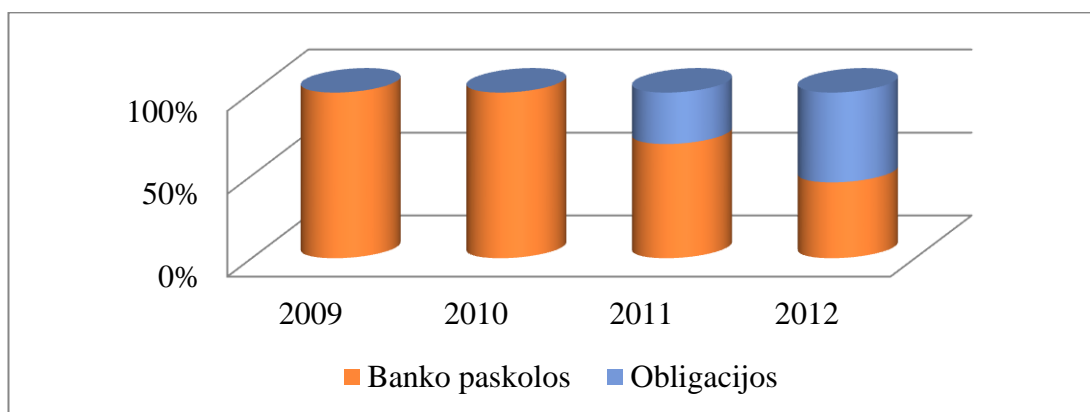
m., po jų sekė nedidelis pagerėjimas 2012 m. vertinant grynojo pelno maržą. Taip pat 2012 m. sumažėjo savikainos dalis pajamose, vis dėlto grynojo pelno marža išliko neigiama.

16 lentelė. Įmonės X finansiniai rodikliai 2009-2012 m.

	2009	2010	2011	2012
Pelno marža	15,4%	8,9%	2,9%	5,2%
Savikainos dalis pajamose %	84,6%	91,1%	97,1%	94,8%
Veiklos išlaidų dalis pajamose %	4,2%	6,0%	3,9%	4,5%
EBITDA marža	10,9%	3,3%	4,5%	3,7%
EBIT marža	9,5%	0,9%	2,2%	1,7%
Grynojo pelno marža	8,7%	-1,6%	-0,9%	-1,1%

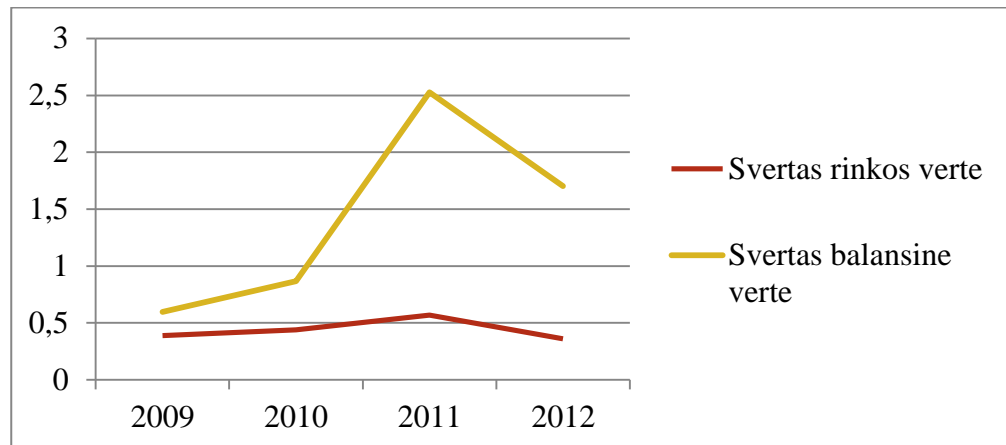
Verta paminėti, kad 2009 m., jau prasidėjus finansinei krizei ir smukus statybų verslui, įmonė „X“ sugebėjo išlaikyti net 8,7% grynojo pelno maržą, o toks dydis viršija Lietuvos statybinių įmonių pelningumo vidurkį. Tai rodo, kad įmonės personalas pajėgus dirbti pelningai, kadangi personalo struktūroje esminių pokyčių nebuvo.

Įmonės skolą pagrindė sudaro nekilnojamojo turto banko paskola ir obligacijos. Šių dydžių struktūrą atspindi 18 -tasis paveikslas.



18 pav. Įmonės „X“ skolos struktūra

Analizuojant įmonės įsipareigojimus svarbu pastebėti, kas finansinis svertas balansine verte 2011 m. buvo labai didelis, net virš 2,5. Nors 2012 m. finansinis svertas stipriai sumažėjo, bet vis tiek išliko didesnis už vienetą, o tai reiškia, kad įmonė susidūrė su didele mokumo rizika. Pervertinus įmonės skolą rinkos verte, sverto koeficientas ženkliai mažesnis ir galėtų būti vertinamas pakankamai teigiamai. Vis dėl to reikėtų turėti omenyje, kad įmonės skolos didžiąją dalį sudaro įsipareigojimai už nekilnojamojo turto objektą, kuris po išsimokėjimo taps įmonės aktyvu.



19 pav. Įmonės „X“ finansinis svertas balansine ir rinkos verte

Apibendrinant įmonės „X“ vidinius veiksnius galime įvertinti stiprų pagrindą pardavimų augimui, kartu ir bendram įmonės augimui. Turimi veiklos leidimai, stiprus personalas ir nedidelės vidaus kontrolės problemos sukuria įmonei pagrįstą tęstinumą ir pelningumą ateityje.

Bendros aplinkos vertinimo išvados būtų tokios:

- ✓ Įmonės verslo šakai numatomas augimas;
- ✓ Įmonės klientų perkamoji galia auga ir tai turėtų lemti įmonės pajamų augimą;
- ✓ Atsigauvant rinkai konkurentų daroma įtaka neturėtų trukdyti įmonės „X“ augimui;
- ✓ Personalias yra įmonės viena iš stipriųjų sudedamųjų, kurios našumo didinimas, planuojamas 2014 m., turėtų didinti visos įmonės efektyvumą;
- ✓ Rinkodaros strategija ir produkto rėmimas nėra esminiai įmonės ramsčiai, susitelkiama į rizikos ir kokybės užtikrinimą, tobulintinos vidinės sistemos;
- ✓ Teisiniai pokyčiai gali kelti grėsmę, tačiau įmonė turi visus leidimus veiklai;
- ✓ Skolinto kapitalo dalis įmonėje gali kelti mokumo riziką, dėl ko reikalinga aukštesnė diskonto norma.

Taigi, galint patikimai prognozuoti ateities augimo dydžius, įmanoma naudoti diskontuotų pinigų srautų metodą įmonei vertinti.

3.3. Įmonės „X“ vertės nustatymas

Įvertinus aplinkos daromą įtaką įmonei pereiname prie prognozavimo. T.y. pirmiausia atliekamos pajamų prognozės, vėliau atitinkamai savikainai, veiklos išlaidoms ir kitiems straipsniams, remiantis istoriniais duomenimis ir vidine informacija apie veiklos ateities planus.

17 lentelė. Įmonės „X“ pelno (nuostolių) ataskaitos pagrindiniai straipsniai 2009-2012 m.

	2009	2010	2011	2012
Pardavimo pajamos	701.624	451.163	2.073.586	1.345.757
Savikaina	-593.516	-410.986	-2.013.309	-1.275.672
Veiklos sąnaudos	-29.522	-27.021	-80.973	-60.209
EBITDA	76.774	14.792	94.336	50.243
Nusidėvėjimas	-10.122	-10.683	-47.988	-27.177
EBIT	66.652	4.109	46.348	23.066
FIV sąnaudos	11.278	-3.305	-54.648	-26.923
EBT	77.930	804	-8.300	-3.857
Grynasis pelnas	60.818	-7.396	-18.180	-14.896

Kiek įmanoma tikslesniam ateities pajamų prognozavimui atlikti remiamasi finansiniais rodikliais bei žiūrima į vidinius bei išorinius veiksnius, galinčius lemti įmonės ateities vystymąsi. Vertinant istorinius duomenis matyti, kad įmonės pardavimo pajamos stipriai svyravo – buvo išaugusios iki 3,5 karto bei nukritusios daugiau nei 35%. Tačiau augimo potencialas matosi, kadangi nuo 2009 m. iki 2012 m. pajamos išaugo apie 91% (žr. 17 pav.).

Kad būtų galima priimti vieną iš pirminių sąlygų DCF metodo taikymui, nuostolio “apsivertimo” tikimybę, remiamasi įmonės vidinių ir išorinių veiksnių analize ir vidinėmis pačios įmonės prognozėmis, jog įmonės pajamos patikimai išaugs ir tai lemia šie veiksniai:

- ✓ Gauti leidimai ir atestatai vykdomai veiklai;
- ✓ Bendras ekonomikos ir perkamosios galios augimas Lietuvoje ir užsienyje;
- ✓ Ilgalaikės paslaugų sutartys su esamais klientais Lietuvoje ir užsienyje;
- ✓ Statybų ir NT šakos augimas.

Taigi prognozuojant ateities pajamų augimo dydį pagal vidinių ir išorinių veiksnių analizę, pasirenkamas 10-17% dydis, kadangi su tokiu pajamų augimo tempu būtų galima pasiekti teigiamą pelno maržą. Toks pajamų augimo dydis įmonei fiziškai įmanomas, nes kaip jau minėta, tokio paties dydžio užsakymų įmonė anksčiau netekdavo dėl neturėtų veiklos leidimų, vadinasi vien pagal istorinius duomenis galimų užsakymų kiekis turėtų būti iki 15% didesnis. Be to įmonės personalas pagal vidinę informaciją projektus galėtų įvykdyti apie 15% greičiau, tad darbinių pajėgumų taip pat turėtų užtekti. Dalį užsakymų įmonė vykdo užsienyje per partnerius pagal ilgalaikes sutartis. Bendra rinkos analizė rodo, kad darbų užsienyje kiekis per 2012 metus padaugėjo trečdaliu, tad planuojamas užsakymų augimas ir įmonei “X”. Tokių užsakymų vykdymas yra patrauklus, kadangi tiesiogiai nenaudotų įmonės darbo resursų.

Kiti pelno nuostolio ataskaitos straipsnių prognostiniai dydžiai matomi 18 – oje lentelėje.

18 lentelė. Įmonės X pelno (nuostolių) ataskaitos straipsnių prognozė 2013-2017 m.

	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
	2013	2014	2015	2016	2017
Apyvartos prieaugis	17%	10%	17%	10%	10%
Pardavimo pajamos	1.574.536	1.731.989	2.026.427	2.229.070	2.451.977
Savikaina	1.459.595	1.593.430	1.803.520	1.983.872	2.157.740
Kitos veiklos sąnaudos	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Veiklos sąnaudos	-67.705	-71.012	-81.057	-89.163	-98.079
EBITDA	50.236	70.548	144.850	159.035	199.158
Nusidėvėjimas	-27.000	-27.000	-29.000	-29.000	-33.000
EBIT	23.236	43.548	115.850	130.035	166.158
FIV sąnaudos	-23.000	-25.000	-27.000	-30.000	-33.000
EBT	236	18.548	88.850	100.035	133.158
Grynasis pelnas	196	15.394	73.745	83.029	110.521

*Mokesčių tarifas taikomas 15%.

Suprognozavus pagrindinius pelno (nuostolių) ataskaitos straipsnius, analogiškos prognozės atliekamos ir su įmonės finansiniais rodikliais, kad būtų įvertinta, ar įmonė pasieks užsibrėžtus rezultatus. Mažinant savikainą (dėl ilgalaikių santykių su tiekėjais) ir stabilizuojant veiklos kaštus didėja pelningumo maržos ir 2017 m. planuojama pasiekti daugiau nei 8% EBITDA maržą.

19 lentelė. Įmonės X finansinių rodiklių prognozės 2013-2017 m.

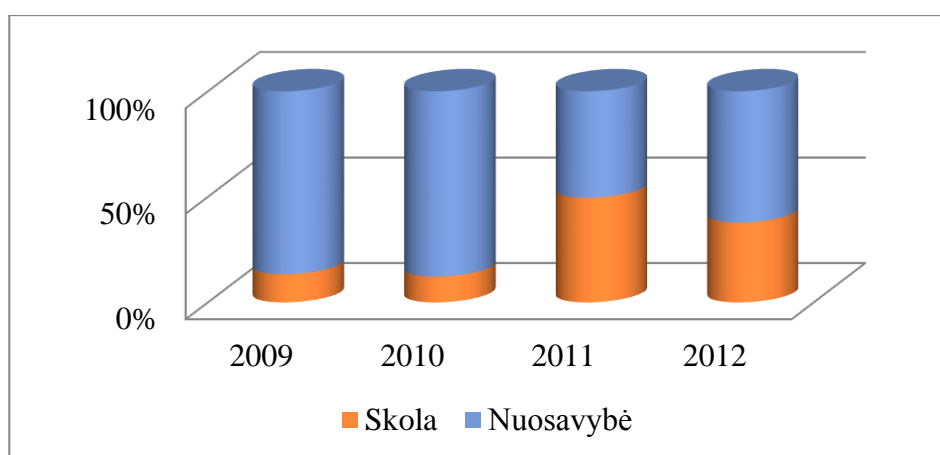
	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
	2013	2014	2015	2016	2017
Savikainos dalis pajamose %	-92,7%	-92,0%	-89,0%	-89,0%	-88,0%
Veiklos išlaidų dalis pajamose %	-4,3%	-4,1%	-4,0%	-4,0%	-4,0%
EBITDA marža	3,2%	4,1%	7,1%	7,1%	8,1%
EBIT marža	1,5%	2,5%	5,7%	5,8%	6,8%

Turint ateities pajamų ir kitų susijusių strapsnių prognozes apskaičiuojamas laisvas pinigų srautas. Iš grynojo pelno atimamas apyvartinio kapitalo poreikis, pridamas nusidėvėjimas bei minusuojamos kapitalinės investicijos į ilgalaikį turtą (žr. 20 lent.).

20 lentelė. Laisvo pinigų srauto FCF apskaičiavimas 2010-2017 m.

				Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Grynasis pelnas	-7.396	-18.180	-14.896	23.196	40.394	100.745	113.029	143.521
+ Nusidėvėjimas	10.683	47.988	27.177	27.000	27.000	29.000	29.000	33.000
- Apyvartinio kapitalo poreikis	1.198	-32.547	54.791	-50.368	-6.298	-11.778	-8.106	-8.916
= Veiklos pinigų srautas	4.485	-2.739	67.072	-172	61.096	117.968	133.923	167.605
- Kapitalinės investicijos	-	-	-	-	-	-	-	-
	12.299	-683.629	130.254	-27.000	27.000	-29.000	-39.000	-53.000
= Laisvas pinigų srautas (FCF)	-7.814	-686.368	197.326	-27.172	34.096	88.968	94.923	114.605

Kadangi įmonė turi neigiamą pelningumą einamuoju laikotarpiu, laisvas pinigų srautas nuosavybei šioje stadijoje neskaičiuojamas, nes įmonė nepatenkina visų akcininkų ir neakcininkų pretenzijų į įmonę. Skolinto ir nuosavo kapitalo struktūrą parodo 20 - tasis paveikslas.



20 pav. Įmonės „X“ nuosavo ir skolinto kapitalo struktūra 2009-2012 m.

Toliau nustatoma diskonto norma pagal WACC metodą. Skolinto kapitalo kainai įvertinti naudojame įmonės paskolų palūkanų normą, įvertintą pelno mokesčiu. Nuosavo kapitalo kaina (diskonto norma) parenkama remiantis CAPM modeliu:

(8)

$$R_E = RF + \beta(MR - RF) + S_1;$$

Čia: R_E - reikalaujamas pelningumas akcijai;

RF – nerizikingo pelno norma – imame LR išdo vekselių normą (3,39%).

MR – rinkos reikalaujamas pelningumas (5,5%)

β – akcijos rizika – remtasi statistiniais sektoriaus duomenimis, pridodant šalies riziką ir sektoriaus riziką – 1,3.

S_1 – papildoma premija už investiciją į nuostolingą uždarąją bendrovę.

(9)

$$R_E = 0,0339 + 1,3(0,055 - 0,0339) + 1 = 0,7130 = 7,13\%$$

Pagal 9 – ają formulę reikalaujamas pelningumas akcijai lygus 7,13%. Toliau statome reikšmes į WACC formulę ir gauname 6,49% diskonto normą.

(10)

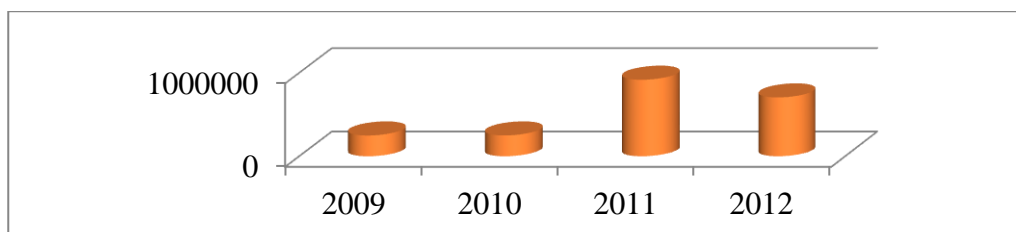
$$WACC = 0,7130 \times \frac{174140}{174140 + 271000} + 0,0647(1 - 0,15) \times \frac{271000}{271000 + 174140} = 0,649$$

Augimo koeficientas skaičiavime pasirinktas 2% pagal ROCE rodiklį, t.y. žiūrima kiek įdarbintas kapitalas gali atnešti pajamų. Įmonė dividendų nemoka ir turi nuostolį, tad, skaičiuojant kitus rodiklius, neigiamas grynasis pelnas gali trukdyti ieškant potencialaus augimo dydžio.

21 lentelė. ROE bei pardavimų ir įdarbinto kapitalo santykio rodikliai 2009-2012 m.

	2009	2010	2011	2012
Pardavimai/įdarbintas kapitalas	2,82	1,81	2,26	1,91
ROE	16,14%	-1,83%	-3,34%	-3,05%

Įdarbintas kapitalas parodo, kaip efektyviai išnaudojamas turimas turtas, o žiūrint į 21 - osios lentelės duomenis matyti, kiek įdarbintas kapitalas geba atnešti pajamų.



21 pav. Įmonės "X" įdarbintas kapitalas 2009-2012 m.

Įdarbintas kapitalas skaičiuojamas prie grynojo ilgalaikio turto pridėdant apyvartinį kapitalą arba iš nuosavo kapitalo atimant grynąją skolą ir kitus likusius įsipareigojimus (žr. 3 priedą).

Galiausiai, darydami prielaidą, kad įmonė po penkių metų augs stabiliai 2% dydžiu, įmonės vertę skaičiuojame pagal šią formulę:

$$Firmos\ vertė_{2017} = \frac{114605 * (1 + 2\%)}{6,49\% - 2\%} = \mathbf{2.601.199\ Lt}$$
(11)

Siekiant apskaičiuoti įmonės dabartinę vertę, kiekvienų metų laisvas pinigų srautas įmonei diskontuojamas su pasirinkta diskonto norma 6,49%. Gauta vertė būtų tikėtina įmonės pardavimo kaina.

$$Firmos\ vertė\ (NPV) = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$
(12)

22 lentelė. Įmonės „X“ vertė

	LTL
Įmonės vertė (NPV)	2.134.791
Įmonės skola	174.140
Nuosavybės vertė	1.960.651

Kadangi FCF yra laisvas pinigų srautas, kuris tenka tiek investavusiems į įmonės akcijas, tiek į jos skolas, tad norint gauti akcijų vertę, reikia atimti įmonės finansines skolas (grynąją skolą). Gauta nuosavybės (verslo) vertė lygi 1.960.651 Lt. Kad galėtume įvertinti gauto rezultato patikimumą, toliau bus atliekama jautrumo analizė.

3.4. Įmonės „X“ vertės jautrumo analizė

Jautrumo analizė padeda išryškinti pagrindinius veiksnius, stipriausiai lemiančius įmonės vertės pokytį. Šios analizės pagalba galime matyti, kaip keičiasi rezultatas, pakeitus tam tikrą faktorių, kaip pavyzdžiui pardavimų dydį ar diskonto normą. Įmonės „X“ jautrumo analizės atveju analizuojami faktoriai, dėl kurių prognozių kyla daugiausia abejonių ir neužtikrintumo.

Pirmas veiksnys – tai įmonės apyvarta. Šio dydžio prognozes jau analizavome prieš tai buvusiam skyriuje, tačiau nuostolingų įmonių vertinime DCF metodu prognozės tikslinimas visada pageidaujamas, tad pasirinktas pardavimų svyravimas nuo -10% iki +10% (žr. 23 lent.). Tokiame svyravimo intervale susidaro 573.242 litų pardavimų pokytis, kuris galutinį vertinimo rezultatą į vieną ar kitą pusę lemia apie 13% įmonės vertės.

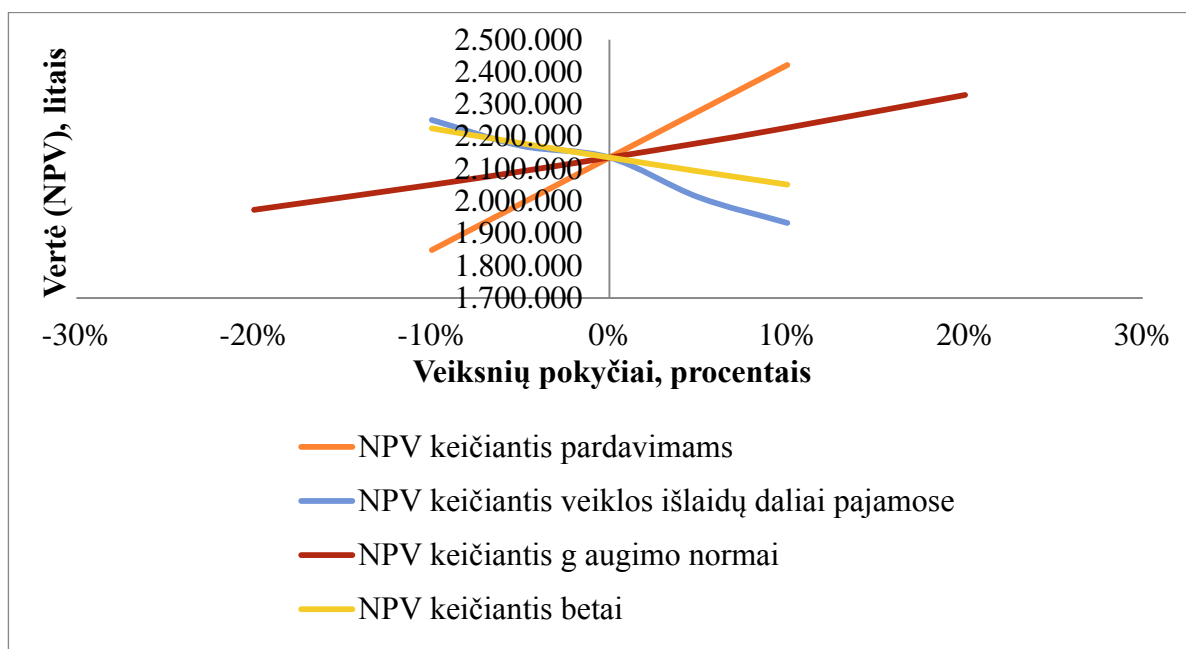
Sekantis veiksnys analizuojamas veiklos išlaidų dalies pajamose pokytis. Intervalas visur išlaikomas nuo -10% iki +10%. Šio rodiklio didėjimas mažina įmonės vertę ir jo pokytis tiriamame intervale viena kryptimi keičia įmonės vertę 9%.

Dar vienas jautrus veiksnys – tai g augimo norma. Nuostolingos įmonės atveju šią normą ypatingai sunku prognozuoti, tad jautrumo analizė gali parodyti, kiek gali būti reikšmingas šios normos pokytis. Įmonės „X“ vertinimo atveju šis dydis nežymiai daro įtaką, pakeisdamas galutinę įmonės vertę 4%. Tokią pačią įtaką daro ir beta koeficiento pasikeitimas.

23 lentelė. Įmonės „X“ vertės jautrumas, keičiantis pardavimams, veiklos išlaidoms, g normai ir betai

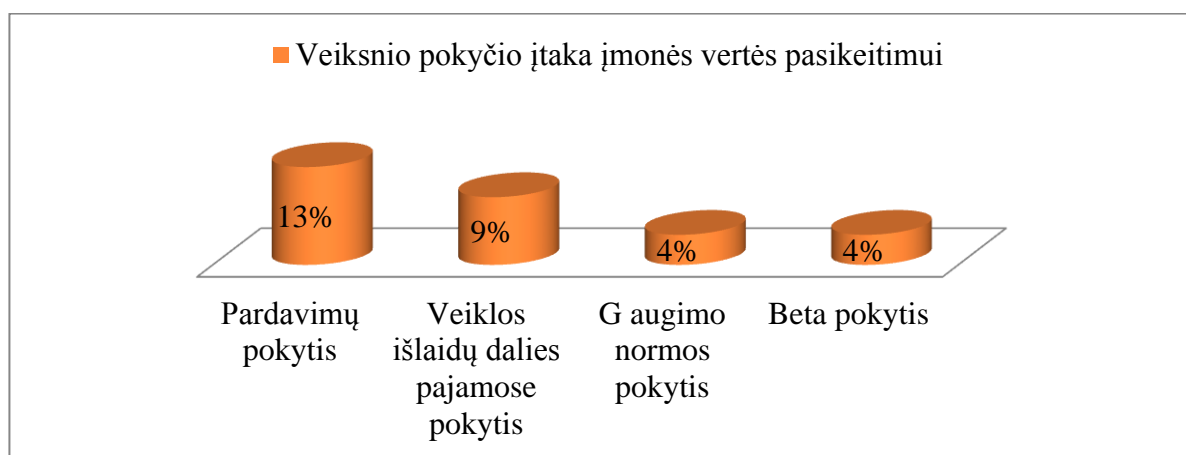
Pardavimų pokytis	-10%	-5%	0%	5%	10%
NPV	1.848.170	1.991.481	2.134.791	2.278.101	2.421.412
Įmonės vertė (NPV - skola)	1.674.030	1.817.341	1.960.651	2.103.961	2.247.272
Veiklos išlaidų dalies pajamose pokytis	-10%	-5%	0%	5%	10%
NPV	2.251.203	2.171.417	2.134.791	2.011.845	1.932.059
Įmonės vertė (NPV - skola)	2.077.063	1.997.277	1.960.651	1.837.705	1.757.919
G augimo normos pokytis	-10%	-5%	0%	5%	10%
NPV	2050309	2091631	2134791	2179619	2227143
Įmonės vertė (NPV - skola)	1876169	1917491	1960651	2005776	2053003
Beta pokytis	-10%	-5%	0%	5%	10%
NPV	2.225.147	2.179.109	2.134.791	2.092.100	2050947
Įmonės vertė (NPV - skola)	2.051.007	2.004.969	1.960.651	1917960	1876807

Grafiškai jautrumo analizės rezultatus atvaizduoja 22 - asis paveikslas. Suvedus visus veiksnius į bendrą sistemą išryškėjo tendencija, koks galimas didžiausias apskaičiuotos įmonės vertės svyravimas. Toks vaizdas gali būti naudingas verslo pardavimo derybų metu, kai vertinama, kaip verslo vertė gali svyruoti esant blogiausiam ir geriausiam scenarijui. Pagal analizuotų veiksmų įtakos grafiką galime daryti išvadą, kad verslo vertė, esant kraštutiniams veiksmų pokyčiams patenka į intervalą tarp 1,9 ir 2,4 mln. litų.



22 pav. Įmonės „X“ vertės jautrumo analizės grafinis vaizdas

Kaip jau minėta, jautrumo analizė išryškina ir labiausiai vertinimo rezultatui įtaką darančius veiksnius. Pagal 23 - ajį paveikslą matyti, kad šiuo atveju tai yra pardavimų dydis (su 13% vertės pokyčiu).



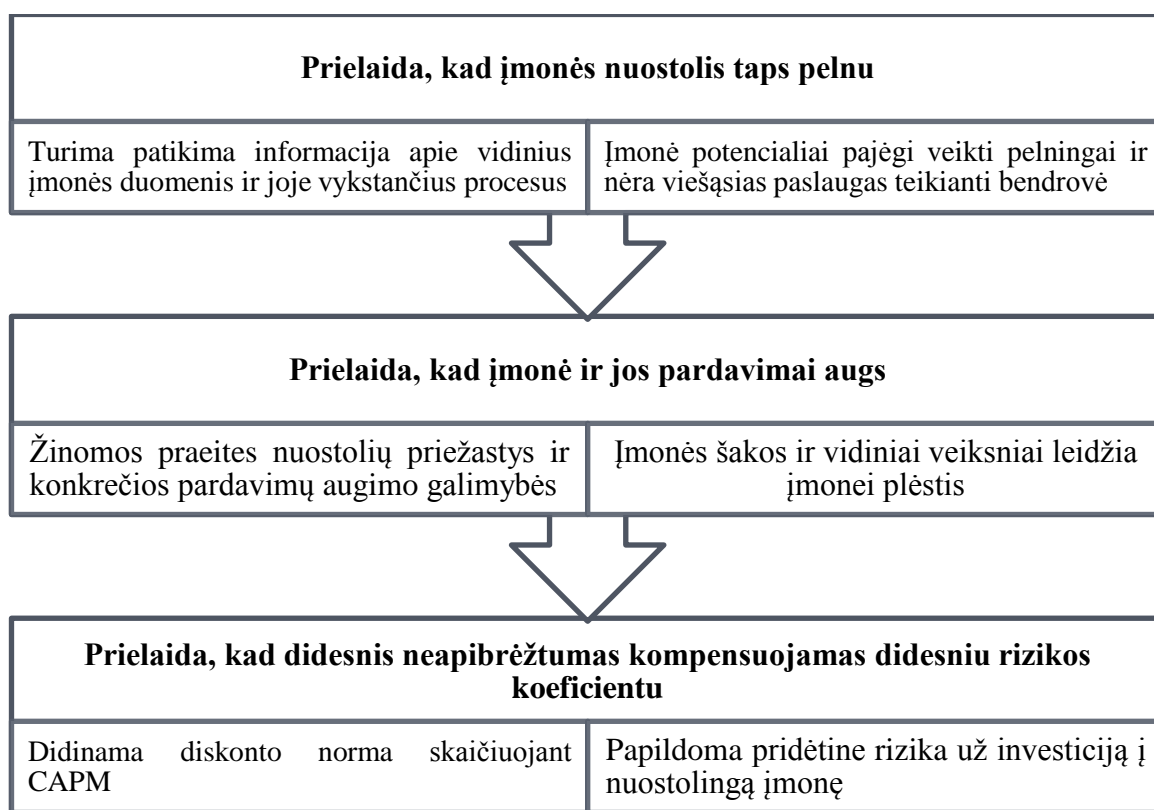
23 pav. Jautrumo analizės veiksmų įtaka įmonės vertei, procentais

Apibendrinant jautrumo analizės rezultatus galime teigti, kad apskaičiuotos įmonės vertės pokyčio kreivės yra sistemingos ir nerodo ryškių nukrypimų nuo bendros tendencijos, t.y. net pakeitus nagrinėtų veiksnių reikšmes 20% į didesnius ar mažesnius dydžius, įmonės vertė vidutiniškai svyruoja apie 2,1 mln. litų. O tai, kad pardavimai turi didžiausią reikšmę, galime vertinti teigiamai, nes pardavimų prognozę galima realiai pagrįsti rinkos tyrimais, įmonės istoriniais

duomenimis, vartotojų apklausomis ar analogų palyginimais. Be to pardavimų dydį įmonė gali pati paveikti, daryti įtaką savo jėgomis, priešingai nei pavyzdžiui jei tai būtų beta koeficientas.

3.5. Diskontuotų pinigų srautų metodika paremtas nuostolingos įmonės vertės nustatymo modelis

Diskontuotų pinigų srautų metodika pagrįstas nuostolingos įmonės vertinimo modelis remiasi keliomis pagrindinėmis prielaidomis ir prognozės kryptimis.



24 pav. DCF modelio prielaidos

Remiantis išvardintomis prielaidomis DCF modelį galima pritaikyti įmonės vertinime net ir turint neigiamus pinigų srautus, nes tuo atveju, kai įmonė turi realią tikimybę apversti savo nuostolius į pelną, šis modelis įgauna prasmę. Tačiau svarbu įvertinti tai, kad tokiam vertinimui reikalinga vidinė informacija apie tai, kas vyksta įmonės viduje, kokie įmonės planai artimiausiems 5 metams.

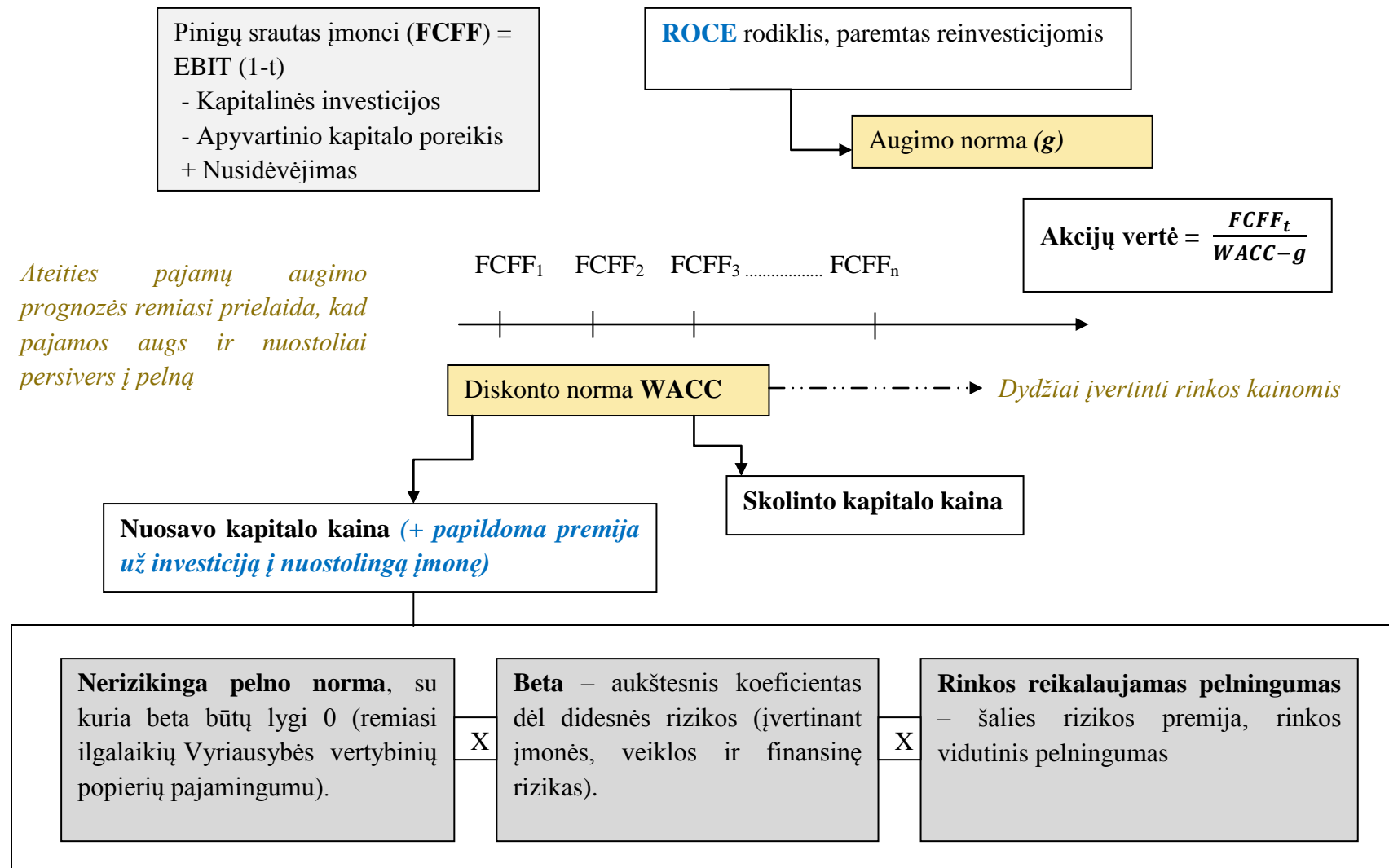
Kiti straipsnių prognozės remiasi vidinių ir išorinių veiksnių analize (detalizacija nurodyta 2.2. dalyje). Kaip jau minėta, dauguma straipsnių priklauso nuo pardavimų, tad atlikus gilesnę analizę apyvartos nagrinėjime kiti dydžiai prognozuojami atitinkamai.

Sekantis žingsnis yra diskonto normos nustatymas. Skaičiavimui naudojama ta pati WACC metodika, tačiau vertinant nuostolingą įmonę patartina atkreipti dėmesį į skolinto kapitalo poziciją ir papildomą rizikos koeficientą. Skolintą kapitalą reikėtų pervertinti rinkos kainomis, kad būtų atspindėta reali rinkos situacija, o pačią diskonto normą papildyti pridėtine grąža už riziką investuojant į nuostolingą įmonę bei kaip į uždarąją bendrovę.

Turint suprognuozuotus dydžius ir įmonės vertės nustatymui reikalingas augimo bei diskonto normas, galima apskaičiuoti įmonės vertę. Pritaikant formulę patartina atsižvelgti į įmonės augimo tendencijas.

Galiausiai vertėtų gautą vertinimo rezultatą paanalizuoti naudojant jautrumo analizę, t.y. pakeisti naudotus dydžius įvairiais procentiniais dydžiais ir įvertinti, ar pokyčiai reikšmingi. Jei kuris nors iš dydžių akivaizdžiai reikšmingai kinta rodikliui pasikeitus nedideliu procentu, gali būti verta atlikti to dydžio papildomą analizę ar rasti papildomų prognozę pagrindžiančių faktų. Jeigu jautrumo analizės metu gauti rezultatai svyruoja apie pirminę įmonės vertę, vadinasi gautas įvertinimas gali būti laikomas pakankamai patikimu.

Apibendrinant galima teigti, kad DCF metodika (žr. 25 pav.) įgauna prasmę vertinant nuostolingą įmonę tada, kai įmonė turi augimo potencialą ir patikimai prognozuotinus pardavimo dydžius bei teigiamus pinigų srautus artimiausioje ateityje. Rizika už galimus nuostolius pliusuojama nustatant diskonto normą. Šiuo modeliu remiamasi tada, kai turima daug vidinės informacijos ir siekiama nustatyti ne įmonės likutinę ar atkuriamąją vertę, o vertinant įmonių susijungimo arba pirkimo/pardavimo alternatyvas. Gauta įmonės vertės nustatymo reikšmė turėtų parodyti potencialią vertę, kurią galėtų gauti akcininkai pardavimo metu.



25 pav. DCF modelis nuostolingų įmonių vertinimui

IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS

IŠVADOS

1. Įmonės vertė – kompleksinis, piniginiiais matavimo vienetais išreikštas verslo įvertis, apskaičiuotas pagal atitinkamai pasirinktą verslo vertinimo metodą. Vertinimo tikslas yra padėti priimti investavimo arba valdymo sprendimus. Kuo tikslesniam vertės nustatymui naudojama veiksnių analizė, finansinė analizė, siūlomi stochastiniai modeliai, mišrūs metodai. Populiariausias teorijoje ir praktikoje yra diskontuotų pinigų srautų metodas, savo rezultatu parodantis įmonės gebėjimą uždirbti pinigų srautus ateityje. Taip pat, į vertinimą įtraukus įmonės vertę lemiančių veiksnių analizę, galima gauti tikslesnius vertinimo rezultatus.
2. Nuostolingų įmonių vertinimas komplikutesnis dėl negalėjimo pritaikyti daugumos standartinių metodų, kurių skaičiavime reikalingas pelnas. Nuostolingą įmonę, akcentuojant turto aspektą, įvertinti galima balansine verte, likvidacine ar atkuriamąja verte, jei norėsime įvertinti jos turto ar likutinę vertę, tačiau ieškodami investicinių atsakymų naudosime diskontuotų pinigų srauto metodo adaptacinį variantą, kaip geriausiai atskleidžiantį įmonės ateities potencialą, tikintis sėkmingai pertvarkyti įmonę, kad ji pradėtų generuoti pelną. Svarbiausios sąlygos pritaikant metodiką yra pelno atsiradimas artimiausioje ateityje bei augimo ir diskonto normų patikimo įvertinimo galimybė, įvedant papildomą riziką dėl nuostolingos veiklos.
3. Patikrinus diskontuotų pinigų srautų metodiką praktikoje galima matyti, kad rezultatas iš tiesų parodo potencialiai galimą įmonės vertę rinkoje, o ne vien turimo turto balansinę ar likvidacinę vertę, kaip kiti teorijoje siūlomi nuostolingos įmonės vertinimo metodai. Taikant sukurtą modelį kitoms įmonėms vertinti svarbu turėti omenyje, kad šio metodo tikslingumas atsiras tuo atveju, jei įmonės ateities lūkesčiai bus pagrįstai įvertinti. Jautrumo analizė padeda įvertinti svarbiausius veiksnius ir suteikia daugiau užtikrintumo vertinant gauto rezultato tikslumą.

REKOMENDACIJOS

1. Prieš pradėdant įmonės vertinimą svarbu apibrėžti, kokios vertės ieškoma (rinkos ar turto) ir kokių tikslų vertinama. Nuo vertinimo tikslo priklauso metodo taikymo tikslingumas, kadangi skirtinga metodika kryps labiau į turto vertės nustatymą arba į ateities pajamų įvertinimą.

2. Siekiant greitai įvertinti įmonę rinkos kontekste rinkos daugikliai yra tinkamas ir efektyvus būdas. P/E rodiklis tinkamesnis vertinant tikėtiną akcijų grąžą ir reikšmė bus svarbi investuotojo akimis. ROE rodiklis atsižvelgia į nuosavo kapitalo duodamą grąžą, kuris svarbesnis stambiais akcininkams kaip atsipirkimo rodiklis bei naudingas valdymo/strateginiais klausimais. Laisvo pinigų srauto įtraukimas gali būti ypač naudingas verslo pardavimo rinkoje kainos nustatymo metu, tačiau ribotas ką tik įsisteigusių įmonių vertės analizės metu.
3. Kai svarbu įvertinti įmonės turto vertę, patartina rinktis atkuriamosios vertės metodus. Balansinės ar likvidacinės vertės metodai tinkamesni, kai įmonės augimo potencialas mažas ir nesitikima veiklos pagyvėjimo ar ruošiamasi įmonę likviduoti. O vertinant įmonę investiciniais tikslais, kai domina įmonės rinkos vertė, patartina rinktis naudojimo pajamų ar lyginamosios vertės metodus.
4. Patartina daugiau dėmesio skirti į tokias dažniausiai kylančias vertinimo problemas kaip netinkamai parinkta diskonto norma, nerizikinga pelno norma, neįtraukta šalies rizika, blogai apibrėžiami pinigų srautai, netinkamai prognozuojama aplinkos įtaka ir kt. Šios probleminės vietos ypatingai ryškios vertinant nuostolingai veikiančias įmones.
5. Konkrečiai pritaikant DCF metodą nuostolingai įmonei svarbu įvertinti augimo galimybes bei pridėti papildomą rizikos koeficientą skaičiuojant diskonto normą už investiciją į uždara nuostolingą įmonę.
6. Gautus rezultatus rekomenduojama patikrinti papildomos scenarijų analizėmis įvertinant galutinio rezultato tikslumą ir jautrumą veiksnių pokyčiams.

LITERATŪRA

1. **Alfred, M. A. Evans, B. J.** Appraisal of investment project by discounted cash flow: principles and some short cut techniques. Third edition, 1971. SBN 412 10680 9.
2. **Almeida H., Philippon T.** The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress. The journal of finance, vol LXII, no. 6, 2007.
3. **Anderson Patrick L., Geckil Ilhan K., Funari N.** The Three Essential Factors in Estimating Business Value or Commercial Damages. Anderson Economic Group, LLC. AEG Working Paper 2007-1, presented at ASSA/NAFE, January 2007.
4. **Bagwell L.S., Shoven J. B.** Cash distribution to shareholders. Journal of economics perspectives, nr. 3, p. 129 – 140. 1989.
5. **Balytė B.** Tarptautinio verslo vertinimas. Baigiamasis magistro darbas. Vadybos ir verslo administravimo studijų kryptis. Vilniaus Gedimino Technikos Universitetas, 2011.
6. **Buškevičiūtė E., Mačerinskienė I.** Finansų analizė :mokomoji knyga – Kaunas: Technologija, 1998, – ISBN 9986-13-603-2.
7. **Capital Valuation Group, Inc.** An Introduction to Business Valuation. Madison, Wisconsin, 1993. Revised: April 2002, August 2005.
8. **Chaplinsky S., J. Schil M.** Note on Valuation Analysis for Mergers and Acquisitions. University of Virginia Darden School Foundation, Charlottesville, VA, 2000. // <http://www.keyvaluedata.com/pdf/articleOfInterest/3513.pdf>
9. Crystal M., Mokal J. R. The Valuation of Distressed Companies. 2006.
10. **Dagilienė L.** Selection of financial valuation methods for investment and decision making aims. – Daktaro disertacija: socialiniai mokslai, ekonomika (04S). Kauno technologijų universitetas, 2008.
11. **Dagilienė L., Kovaliov R., Mačerinskas J., Simanavičienė Ž.** The application of financial valuation methods in investment decisions. Vadyba, nr. 2 (11), p. 28 – 33. 2006.
12. **Damodaran A.** Corporate Finance: Theory and Practice - 2nd Edition, 2001. ISBN-10: 0471283320.
13. **Damodaran A.** Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset. 3rd Edition, 2012.
14. **Damodaran A.** Online. [žiūrėta 2013-12-05]. Prieiga per internetą: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
15. **Damodaran A.** The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables. Stern School of Business, 2000.
16. **Darrell V. A.** Maximizing Business Value. 2001

17. **Dzikevičius A., Michnevič E., Ževžikova O.** Stochastinis verslo vertinimo modelis. Vilniaus Gedimino technikos universitetas. ISSN 1648-0627 print / ISSN 1822-4202 online. Verslas: teorija ir praktika, 2008, 9(3): 229–237.
18. **Elkamhi R., Ericsson J., A. Parsons C.** The cost and timing of financial distress. 2010.
19. **Fernandez P.** Company valuation methods. The most common errors in valuations. IESE Business school – University of Navarra, 2004.
20. **Galinienė B.** Turto ir verslo vertinimo sistema: formavimas ir plėtros koncepcija. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 2004.
21. **Galinienė B., Juškaitis D.** Lietuvos turto ir verslo vertinimo sistemos raida: teisinis, metodologinis ir organizacinis aspektai. Current Issues of Business and Law, 2012, 7(1), 67–84.
22. **Gannon G.** One Ratio to Rule Them All: EV/EBITDA. 2012.
23. **Horváth A.** Non-Quantitative Measures In Company Evaluation. European Integration Studies, Miskolc, Volume 4 (2005) pp 61-72.
24. **Jakutis A.** Inovatyvusis Black-Scholes ir tradiciniai investicijų vertinimo metodai, jų panaudojimo galimybės. ISSN 1822-7966. Taikomoji ekonomika, sisteminiai tyrimai, 2008.2/2.
25. **Jankauskaitė G.** AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas. – bakalauro baigiamasis darbas: ekonomika. – Vilnius: ISM vadybos ir ekonomikos universitetas, 2009.
26. **Jennergren Peter L.** A tutorial on the discounted cash flow model for valuation of companies. Stockholm School of Economics – SE/EFI Working Paper Series in Business Administration No. 1998:1. Ninth revision, December 13, 2011.
27. **Johnstone D.** Replacement cost asset valuation and the regulation of energy infrastructure tariffs. CRI International Series 8. 2003.
28. **Joos P., A. Plesko G.,** Valuing Loss Firms, 2004.
29. **Kancerevyčius G.** Finansai ir investicijos. Kaunas: Smaltija, 2006;
30. **Kazlauskienė V., Christauskas Č.** Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers. Kauno technologijos universitetas. ISSN 1392-2785 ENGINEERING ECONOMICS. 2008. No 2 (57)
31. **Kruschwitz, L. Löffler, A.** Discounted Cash Flow. A Theory of the Valuation of Firms. 2006. žiūrėta // <http://www.wacc.de/mobile/Contents.pdf>, žiūrėta [2012 11 27]
32. **Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas.** Valstybės žinios, 1999, Nr. 52-1672.
33. **Matulaitis M.** M&A sandorių Lietuvoje ypatumai. Finansų analitikų asociacija. Vilnius Invest. Investicijų mugė // http://www.vusif.lt/failai/vilnius-invest/08/M&A_sandoriu_Lietuvoje_ypatumai_M.%20Matulaitis.pdf

34. **Montier J.** Mind Matters. The dangers of DCF. Strategy research, 2008.
35. **Natalwala Hozefa CA.** Business Valuation. Needs & Techniques. 2008.
36. **Peter Jennergren L.** A Tutorial on the McKinsey Model for Valuation of Companies. 2002.
37. **Plimmer F., Sayce S.** Valuation Methods. Depreciated Replacement Cost – Consistent Methodology? Munich, Germany, October 8-13, 2006.
38. **Rosenbaum J., Pearl J.** Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions, 2009. ISBN-13: 978-0470442203.
39. **Rotkowski A., Clough E.** How to Estimate the Long-Term Growth Rate in the Discounted Cash Flow Method, 2013. // [http://www.willamette.com/insights_journal/13/sp ring_2013_2.pdf](http://www.willamette.com/insights_journal/13/sp_ring_2013_2.pdf)
40. **Simanavičienė R., Ustinovičius L.** Jautrumo analizės metodai ir jų naudojimas daugiakriteriniams sprendimams analizuoti. Vilniaus Gedimino technikos universitetas. ISSN 2029-2341 print / ISSN 2029-2252 online.
41. **Sjokvist M., Stepanovich T.** A Review of the Business Valuation Process – in theoretical and practical proceeding. Bakaluro baigiamasis darbas. Gothenburgo universitetas. 2008.
42. **Sobańska I.** Rachunek kosztów i rachunkowość zarządcza. Najnowsze tendencje, procedury i zastosowanie w przedsiębiorstwach. Warszawa: C. H. Beck. 2006.
43. **Steiger F.** The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. European Business school, 2008.
44. **Strazdas R., Jakubavičius A., Gečas K.** Inovacijos. Finansavimas, rizikos kapitalas. Vilnius – Lietuvos inovacijų centras, 2003.
45. **Suozzo P., Cooper S., Sutherland G., Deng Z.** Global Equity Research. Valuation Multiples: A Primer, 2001.
46. **Šlepetytė A.** Specialios paskirties AB „Lietuvos geležinkeliai“ keleivių vežimo direkcijos veiklos vertinimo ypatumai. Vilniaus Gedimino technikos universitetas, 2008.
47. **Tomaševič, V.** Investicinių projektų ekonominio efektyvumo analizė ir vertinimas (taikant diskontuotų pinigų srautų metodus). Daktaro disertacija, Socialiniai mokslai, ekonomika (04S), 2010, - Vilniaus universitetas.
48. **Trumpaitė I.** Įmonės vertės nustatymo modelis. Verslas, vadyba ir studijos, 2005: mokslo darbai. Vilnius: Technika, 2006. p. 182–194.
49. **Williams J. B.** The Theory of Investment Value. ISBN-10: 087034126X, 1938.

50. Žaptorius J. Įmonės vertė: vertinimo koncepcija ir finansavimo politikos įtaka. Vilniaus Gedimino technikos universitetas. ISSN 1648-9098. Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos. 2006. 1 (6), 190-197.

51. Žaptorius J., Garbanovas G. Finansavimo politikos įtaka nustatant įmonės vertę. Vilniaus Gedimino technikos universitetas. ISSN 1392-3137. TILTAI, 2006,

52. Ронова Г.Н., Королев П.Ю., Осоргин А.Н., Хаджиев М.Р., Тишин Д.И. Оценка стоимости предприятий. Московский государственный университет экономики, 2008.

53. Царев, В. Кантарович, А. Оценка стоимости бизнеса. Москва: Издательство «Юнити-Дана». 2007.

54. Щербаков В. А., Щербакова Н. А. Оценка стоимости предприятия [бизнеса]. Москва: Издательство «Омега». 286 с. 2006.

55. Якушев А.А. ОЦЕНКА БИЗНЕСА. Красноярск 2007.

Žitkutė A. Nuostolingos įmonės vertės nustatymas / Finansų rinkų verslo nuosavybės ekonomikos specializacijos magistro baigiamasis darbas. Vadovas Prof. habil. dr. R. Kanapickienė – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2013. - 69 p.

ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe, atsižvelgiant į nuostolingos įmonės vertinimo specifiškumą, pritaikytas diskontuotų pinigų srautų metodas ir sukurtas vertinimo modelis išbandytas praktikoje nuostolingos įmonės pavyzdžiu. Pirmoje darbo dalyje teoriškai aprašyta įmonės vertės ir vertinimo reikšmė, vertę lemiantys veiksniai, jų reikšmingumas; atskirai išnagrinėti bendri vertinimo metodai ir jų taikymas. Antroje dalyje atliktas vertinimo metodų, tinkamų būtent nuostolingai įmonei vertinti, palyginimas. Pateikta metodologinė diskontuotų pinigų srautų metodo tinkamumo medžiaga. Trečioje dalyje pateiktas diskontuotų pinigų srautų metodika pagrįstas nuostolingos įmonės vertinimo modelis ir jo išbandymo praktikoje rezultatai.

Pagrindiniai žodžiai: įmonės vertė, vertės nustatymas, nuostolingos įmonės vertinimas, veiksniai lemiantys įmonės vertę, diskontuoti pinigų srautai, jautrumo analizė.

Žitkutė A. Valuation of an unprofitable company / Master's Work in Financial Markets Specialisation of Business Ownership economy. Supervisor assoc. Prof. habil. dr. R. Kanapickienė – Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2013. - 69 p.

ANNOTATION

The Master's Thesis takes into account the specificity of loss-making company valuation process, adapts the discounted cash flow method into valuation methodology and presents its testing in practice by loss company example. The first part theoreticly describes value of the company and meaning of valuation, value factors, their significance; separately analyzed common evaluation methods and their application. Valuation methods, which are suitable for loss company valuation, are analized and compared in the second part, together with methodology of discounted cash flow's suitability. Third part describes discounted cash flow methodology model for loss company valuation and the test results in practice.

Key words: company value, valuation, loss-making company evaluation, company's value factors, discounted cash flows, sensitivity analysis.

Žitkutė A. Nuostolingos įmonės vertės nustatymas / Finansų rinkų verslo nuosavybės ekonomikos specializacijos magistro baigiamasis darbas. Vadovas Prof. habil. dr. R. Kanapickienė – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2013. - 68 p.

SANTRAUKA

Įmonės vertė yra kompleksinis verslo įvertis, padedantis priimti valdymo ar investavimo sprendimus. Vertės nustatymas, kaip subjektyvus procesas, nuolat kelia metodologinių klausimų, o nuostolingos įmonės vertinimas atneša ypatingai daug diskusijų, dėl komplikuoto diskontuotų pinigų srautų metodo naudojimo, kuris teorijoje ir praktikoje pripažįstamas kaip vienas iš geriausių metodų. Pokriziniu laikotarpiu nuostolingų įmonių skaičius išaugo, tad darbe nagrinėjama nuostolingų įmonių vertinimo metodikos problema yra aktuali.

Darbą sudaro įvadas, trys dalys, išvados ir siūlymai. Eigoje analizuojama įmonės vertės samprata, vertinimo procesas bei metodai, jų tinkamumas. Darbo tikslui pasiekti vertinamas diskontuotų pinigų srautų metodo tinkamumas ir kuriama šio metodo adaptacija, kad būtų galima įvertinti nuostolingos įmonės rinkos vertę tęstinumo požiūriu, o ne vien balansinę ar likvidacinę vertę, kuri dažnai būna žemesnė, neįtraukianti įmonės potencialo.

Iškelta hipotezė, kad diskontuotų pinigų srautų modelis gali būti pritaikytas nuostolingai įmonei vertinti, patvirtinama naudojant įvairius metodus: mokslinės literatūros, statistinių duomenų analizę, palyginamąją analizę, prognozavimą, SSGG metodą, jautrumo analizę, finansinių rodiklių analizę ir pinigų srautų diskontavimą. Hipotezei pagrįsti sukurtas vertinimo modelis pritaikytas praktikoje nuostolingos įmonės pavyzdžiu. Rezultatus patikrinus naudojant jautrumo analizę gauti rezultatai rodo, jog įmonės vertė gali būti patikimai įvertinta, jei yra tikimybė, kad įmonė artimoje ateityje pradės uždirbti pelną.

Žitkutė A. Valuation of an unprofitable company / Master's Work in Financial Markets Specialisation of Business Ownership economy. Supervisor assoc. Prof. habil. dr. R. Kanapickienė – Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2013. - 69 p.

SUMMARY

Value of the company is a complex estimate of a business, that helps to make a decision on management or investment. Valuation, as a subjective process, continually raises methodological issues, and assessment of loss-making companies in particular brings a lot of discussion, on behalf of discounted cash flow techniques, which in theory and practice is recognized as one of the best methods. After the crisis the number of loss-making companies increased, so analysis of loss-making company valuation is even more relevant.

The work consists of a preface, three chapters, conclusions and recommendations. The Master's Thesis analyzes the concept of company's value, valuation process and methods, their suitability. To reach the aim of work the assessment of discounted cash flow method is analyzed and model adaptation created, which could evaluate market value of loss company of continuity point of view, rather than simply carrying on the book value, which is often lower and without potential of the company.

A hypothesis, that the discounted cash flow model can be adapted to value loss company, was confirmed by using a variety of methods: analysis of scientific literature and statistics, comparative analysis, forecasting, SWOT, sensitivity analysis, financial ratio analysis and cash flow discounting. To prove the hypothesis, valuation model was tested in practice on loss company. The results, checked with sensitivity analysis, showed, that company's value can be reliably measured, if there is a real probability, that the company will begin to earn profits in near future.

PRIEDAI

23 lentelė. Riziką lemiančių veiksnių klasifikacija

Rizikos rūšis	Riziką lemiantys veiksniai		
	Pirmo lygio	Antro lygio	Trečio lygio
Sisteminė rizika	Įmonės makroaplinkos veiksniai	Ekonominiai veiksniai	Šalies ekonominio vystymosi tempai
			Palūkanų normos kitimas
			Valiutos kurso pasikeitimas
			Mokesčių politika
			Infliacijos lygis
		Politiniai – teisiniai veiksniai	Išorinė politinė padėtis
			Politinio stabilumo šalyje laipsnis
			Teisinis reguliavimas
		Technologiniai veiksniai	Mokslinis – technologinis progresas
	Investicijos į plėtrą ir tyrimus		
	Šakos aplinkos veiksniai	Konkurentų veiksniai	Konkurencinio lygio pasikeitimai
			Alternatyvių produktų pasirodymas
		Vartotojų veiksniai	Santykių su vartotojais trukmė
			Nestabili paklausa
			Vienam vartotojui tenkanti įmonės pajamų dalis
		Tiekėjų veiksniai	Žaliavų transportavimo pabrangimas
			Didesnė priklausomybė nuo tiekėjų
Medžiagų ir liavų kokybės kitimai			
Ne laiku pateikiami komplektuojami gaminiai			
Nestabili medžiagų ir žaliavų kokybė			
Nesisteminė rizika	Vidinės aplinkos veiksniai	Kiekybiniai veiksniai	Finansinis stabilumas
			Pelningumas
			Finansų struktūra
			Apyvartumas
			Įmonės dydis
	Kokybiniai veiksniai	Valdymo personalo kvalifikacija	
		Produkcijos įvairinimas	
		Realizavimo rinkų įvairinimas	
		Vartotojų įvairinimas	
		Vertikali integracija	

2 PRIEDAS

24 lentelė. Įmonės X sutrumpinto balanso pagrindiniai straipsniai

	2009	2010	2011	2012
Turtas				
ILGALAIKIS TURTAS	212.973	214.589	850.230	692.799
ATSARGOS IR NEBAIGTOS VYKDYTI SUTARTYS	75.544	109.221	150.741	93.866
PER VIENERIUS METUS GAUTINOS SUMOS	77.351	111.933	542.569	245.759
KITAS TRUMPALAIKIS TURTAS	32.155	84.313	153.854	166.429
GRYNI PINIGAI SĄSKAITOJE IR KASOJE	204.121	234.309	222.562	121.193
TURTAS IŠ VISO:	602.144	754.365	1.919.956	1.320.046
Nuosavybė				
NUOSAVAS KAPITALAS	376.898	404.192	544.442	488.272
ILGALAIKĖS PREKYBOS SKOLOS	43.111	28.791	134.216	97.911
KITI ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	17.926	23.213	220.679	55.049
TRUMPALAIKĖS PREKYBOS SKOLOS	15.214	27.559	235.164	38.373
KITI TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	48.360	114.175	214.689	307.080
KITOS MOKĖTINOS SUMOS	100.635	156.435	570.766	333.361
NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	602.144	754.365	1.919.956	1.320.046

25 lentelė. Įdarbinto kapitalo skaičiavimas

Įdarbintas kapitalas	2009	2010	2011	2012
Grynasis ilgalaikis turtas	212973	214589	850230	692799
Apyvartinis kapitalas	36055	34857	67404	12613
Viso	249028	249446	917634	705412
Nuosavas kapitalas	376898	404192	544442	488272
Kiti likę įsipareigojimai	17874	23195	60557	43000
Grynoji skola	-145744	-177941	312635	174140
Viso	249028	249446	917634	705412