

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

**VEIKLĄ PRADEDANČIŲ ĮMONIŲ VERTĖS
MODELIAVIMAS**

Magistro baigiamasis darbas

**Vadovas
Doc. dr. Rimantas Juozas
Vaicenavičius**

VILNIUS, 2014

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

**VEIKLĄ PRADEDANČIŲ ĮMONIŲ VERTĖS
MODELIAVIMAS**

Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas

**Vadovas
Doc. dr. Rimantas Juozas
Vaicenavičius
2014 04**

**Darbą atliko
Frmis1-01gr. stud.
Jevgenija Kuzura**

VILNIUS, 2014

TURINYS

ĮVADAS.....	7
1. ĮMONĖS VERTĖ IR JOS NUSTATYMO TEORINIAI ASPEKTAI	10
1.1. Įmonės vertės samprata ir reikšmė.....	10
1.2. Įmonės vertę įtakojantys veiksniai.....	11
1.3. Įmonės vertės vertinimo principai	14
1.4. Įmonės vertės nustatymo metodika.....	15
1.4.1. Pajamų metodai ir jų taikymo ypatumai.....	16
1.4.2. Lyginamasis metodas ir jo taikymo ypatumai.....	20
1.4.3. Turto požiūrio metodų derinys ir jo taikymo ypatumai.....	22
1.4.4. Metodo parinkimo ypatumai	23
2. VEIKLĄ PRADEDANČIŲ ĮMONIŲ VERTĖS MODELIAVIMO TYRIMO METODIKA ..	25
2.1. Įmonės vertės nustatymo metodika.....	25
2.2. Kiekybinio tyrimo metodika ir organizavimas	30
3. VEIKLĄ PRADEDANČIŲ ĮMONIŲ VERTĖS NUSTATYMAS	32
3.1. Įmonės veiklos pristatymas.....	32
3.2. Įmonės veiklos vertinimas	32
3.2.1. Trumpalaikio mokumo (likvidumo) rodiklių vertinimas	32
3.2.2. Ilgalaikio mokumo (likvidumo) rodiklių vertinimas.....	34
3.2.3. Pelningumo rodiklių analizė.....	35
3.2.4. Veiklos efektyvumo ir turto apyvartumo rodiklių analizė	36
3.2.5. Įmonės bankroto prognozavimas.....	39
3.3. Vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodu.....	39
3.3.1. Laisvųjų pinigų srautų (FCF) nustatymas	39
3.3.2. Diskonto normos (WACC) nustatymas	44
3.3.3. Įmonės tęstinės vertės (CV) nustatymas.....	45
3.3.4. Galutinis įmonės vertės nustatymas	46
3.4. Kiekybinio tyrimo analizė.....	46
IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS.....	52
LITERATŪRA	54
ANOTACIJA.....	58
ANNOTATION.....	59
SANTRAUKA	60
SUMMARY	61
PRIEDAI	62

PRIEDAI

1 PRIEDAS. UAB „FLIXAUTO“ 2011 M. PELNO (NUOSTOLIŲ) ATASKAITA.....	63
2 PRIEDAS. UAB „FLIXAUTO“ 2011 M. BALANSAS.....	64
3 PRIEDAS. UAB „FLIXAUTO“ 2012 M. PELNO (NUOSTOLIŲ) ATASKAITA.....	65
4 PRIEDAS. UAB „FLIXAUTO“ 2012 M. BALANSAS.....	66
5 PRIEDAS. UAB „FLIXAUTO“ 2013 M. PELNO (NUOSTOLIŲ) ATASKAITA.....	67
6 PRIEDAS. UAB „FLIXAUTO“ 2013 M. BALANSAS.....	68
7 PRIEDAS. KIEKYBINIO TYRIMO ANKETA.....	69

LENTELĖS

1 lentelė. Likvidumo rodikliai ir jų skaičiavimo formulės	27
2 lentelė. Pelningumo rodikliai ir jų skaičiavimo formulės.....	28
3 lentelė. Veiklos efektyvumo rodikliai ir jų skaičiavimo formulės	28
4 lentelė. Įmonės trumpalaikio mokumo (likvidumo) rodiklių 2011-2013 m. analizė.....	33
5 lentelė. Įmonės ilgalaikio mokumo (likvidumo) rodiklių 2011-2013 m. analizė.....	34
6 lentelė. Įmonės pelningumo rodiklių 2011-2013 m. analizė	35
7 lentelė. Įmonės veiklos efektyvumo ir turto apyvartumo rodiklių 2011-2013 m. analizė.....	36
8 lentelė. Įmonės bankroto tikimybės įvertinimas.....	39
9 lentelė. Prognozuojami pardavimai 2014-2018 m.....	41
10 lentelė. Prognozuojamos sąnaudos 2014-2018 m.	41
11 lentelė. EBIT prognozė 2014-2018 m.	42
12 lentelė. EBITDA prognozė 2014-2018 m.....	42
13 lentelė. Grynojo apyvartinio kapitalo pasikeitimo prognozė 2014-2018 m.	43
14 lentelė. Pelno mokesčio prognozė 2014-2018 m.....	43
15 lentelė. Laisvojo pinigų srauto prognozė 2014-2018 m.	43

PAVEIKSLAI

1 pav. Vertės samprata.....	10
2 pav. Įmonės vertės veiksniai.....	12
3 pav. Įmonės vertės vertinimo principai.....	14
4 pav. Įmonės vertės nustatymo metodų grupės.....	16
5 pav. Diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodo privalumai ir trūkumai.....	18
6 pav. Įmonės vertės vertinimo lyginamuoju metodu schema.....	20
7 pav. Rinkos daugikliai.....	21
8 pav. Turto požiūrio metodų derinio skaičiavimo metodai.....	22
9 pav. Vertinimo metodo naudojimas pagal vertinimo tikslą.....	24
10 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal vykdomos veiklos pobūdį, proc.....	46
11 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal vadovaujamos įmonės dydį, vnt.	47
12 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal įmonės vertės teiginio vertinimą, proc.	47
13 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal įmonės vertės teiginio vertinimo priklausomybę nuo įmonės dydžio, proc.....	48
14 pav. Respondentų nuomonė įmonės vertinimo prieš ją parduodant klausimu, proc.	48
15 pav. Respondentų nuomonė įmonės vertinimo prieš jungiantis su kita įmone klausimu, proc.	49
16 pav. Respondentų nuomonė įmonės vertinimo klausimu, proc.....	49
17 pav. Respondentų nuomonė įmonės vertinimo klausimu, proc.....	50
18 pav. Respondentų nuomonė apie įmonės vertę įtakojančius veiksnius, proc.....	50

IVADAS

Temos aktualumas. Siekiant sėkmingo verslo, duodančio maksimalią grąžą, būtina nuolatos analizuoti bei reaguoti ne tik į rinkos pokyčius, kuriuos lemia vartotojai ir konkurentai, bet ir atskirai pačios įmonės veiklą. Įmonės, siekiančios maksimalizuoti savo veiklos apimtį ir konkuruoti su seniai rinkoje esančiomis bendrovėmis, turi nuolat stebėti savo veiklą. Pirmiausia turėtų išsikelti užduotis ir tikslus, stebėti numatytų strateginių tikslų įgyvendinimą ir jei reikia juos koreguotų. Siekiant įvertinti įmonės būklę, nepakanka peržiūrėti balanso eilučių, net nuostolis balanse neparodo tikrosios įmonės būklės. Norint objektyviai įvertinti įmonės produktyvumą, reikia atlikti grupės rodiklių analizę, t.y. gauti informaciją apie kiekvieno produkto ar vartotojo pelningumą, atskirų padalinių veiklos efektyvumą, sąnaudų mažinimo galimybes, konkurencingumo apimtį, produkto paklausą, demografinę įmonės padėtį, ekonominę situaciją šalyje. Tokia analizė suteikia įmonei galimybę nevaržomai konkuruoti ir veikti pelningai. Aktualūs tampa vertės nustatymo klausimai, kuriuos įmonių vertinimo specialistai traktuoja skirtingai. Kartais skirtingi vertinimo metodai duoda panašius rezultatus, o tas pats metodas, pakeitus galimas prielaidas, visiškai skirtingus rezultatus. Kiekvienas vertintojas gali savo vertinimo metodą teigti ir pagrįsti, ir jo analizė bus teisinga, kadangi nėra tikslios ir vieningos metodikos visiems rodikliams apskaičiuoti ir gauti vienodus rezultatus. Vykstant bent dviejų investuotojų sandorių deryboms yra galimybė pamatyti įmonės kainos skirtumą. Dėl nuolat besikeičiančių ekonominių sąlygų reikalingas nuolatinis įmonės vertinimas, kuris leistų įmonei tobulėti ir plėstis.

Problema. Verslą pradedančių įmonių akcininkai didžiausią dėmesį skiria rinkos dalies plėtrai bei konkurencingumo didinimui, t.y. rinkos segmentavimas, demografinės padėties analizė. Dažniausiai pirmaisiais metais atsiranda daug sąnaudų, kurias reikia pagrįsti ir nebelieka perteklinių lėšų samdyti vertinimo ekspertus, tačiau preliminarus įmonės vertinimas pirmaisiais metais gali tapti finansų patarėju ateityje vykdant sėkmingą įmonės veiklą. Dar viena tokio vertinimo nauda yra tai, jog įmonės savininkas susipažįsta su pagrindiniais rodikliais, kurie atskleidžia įmonės veiklos silpnąsias ir stipriąsias puses. Tačiau iškyla problema - kurie įmonių vertės vertinimo metodai yra tinkamiausi verslą pradedančioms įmonėms?

Darbo tikslas – išanalizuoti veiklą pradedančių įmonių vertės nustatymo galimybes.

Tyrimo objektas. UAB „FlixAuto“ 2011 – 2013 metų finansinių ataskaitų duomenys, įmonės vertinimo metodai.

Darbo tikslui pasiekti numatyti šie **darbo uždaviniai**:

1. Išanalizuoti įmonių vertinimo teorinius aspektus;
2. Aptarti įmonių vertinimo metodų ypatumus;
3. Remiantis metodologinėje dalyje aptartais metodais ir įmonės UAB „FlixAuto“ finansinių ataskaitų duomenimis nustatyti įmonės vertę;
4. Remiantis empirinio tyrimo duomenimis išanalizuoti įmonių vertės nustatymo reikšmę veiklą pradedančioms įmonėms.

Hipotezė. Reikšmingos įtakos veiklą pradedančių įmonių vertinimui turi neigiamos rodiklių reikšmės finansinėse ataskaitose.

Tyrimo metodai, kuriais buvo remiamasi rašant šį darbą: mokslinės literatūros analizės, klasifikavimo, sisteminimo, sintezės, lyginimo bei duomenų grupavimo metodai. Analizės metodas taikomas pateikiant įmonių vertės sampratą, aprašant jos nustatymo metodus. Apibendrinimo metodas taikomas reziumuojant šiame darbe pateiktus argumentus. Empirinio tyrimo metu gauti duomenys bei UAB „FlixAuto“ vertė nustatoma sisteminės analizės metodu. Veiklą pradedančioms įmonėms vertės nustatymo reikšmė nustatoma naudojant empirinį tyrimą. Šio tyrimo duomenų analizė atlikta naudojant SPSS 17.0 statistinių duomenų apdorojimo paketą, o diagramos paruoštos Microsoft Excel 2007 programa.

Pagrindiniai panaudoti analizės šaltiniai. Rašant magistro baigiamąjį darbą remtasi Lietuvos ir užsienio autorių moksliniais straipsniais, Lietuvos Respublikos įstatymais, konferencijų medžiaga, kitais spaudos leidiniais, internete publikuojamais straipsniais, įmonių vertinimo klausimais. Finansiniai skaičiavimai atlikti remiantis UAB „FlixAuto“ finansinėmis ataskaitomis: 2011-2013 m. balansais ir 2011-2013 m. pelno (nuostolių) ataskaitomis. Siekiant gauti išsamią informaciją apie įmonių vertės nustatymo reikšmę, veiklą pradedančioms įmonėms, buvo atlikta 18 verslą pradedančių įmonių savininkų anketinė apklausa.

Darbo struktūra ir apimtis. Magistro baigiamąjį darbą sudaro trys pagrindinės dalys. Pirmojoje, konceptualiojoje darbo dalyje, teoriniu aspektu analizuojami įmonės vertinimo ypatumai. Pateikiama įmonės vertės samprata ir reikšmė, išskiriami įmonės vertę įtakojantys veiksniai, aptariami įmonės vertės vertinimo principai. Išnagrinėti, susisteminti ir palyginti įmonės vertės nustatymo metodai, apžvelgiami tokių metodų parinkimo ypatumai. Antrojoje darbo dalyje atskleista veiklą pradedančių įmonių vertės modeliavimo tyrimo metodika. Trečiojoje, empirinėje, darbo dalyje atliktas išsamus UAB „FlixAuto“ veiklos vertinimas remiantis mokumo (likvidumo), pelningumo bei veiklos efektyvumo ir turto apyvartumo rodiklių analize, atliktas įmonės bankroto prognozavimas. Remiantis diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodu apskaičiuota UAB „FlixAuto“ vertė. Atliekama kiekybinio tyrimo analizė. Pateikiamos atskirų vertinimų išvados. Tyrimas baigiamas išvadamis ir pasiūlymais.

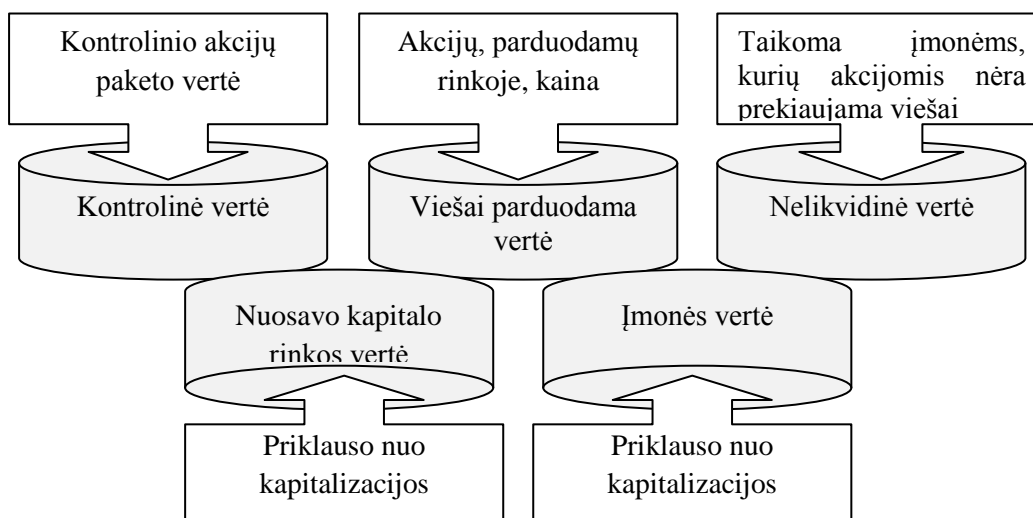
Darbą sudaro 70 puslapių. Paruošta 15 lentelių, 18 paveikslų ir 7 priedai.

Rezultatus lemia atliktas veiklą pradedančios UAB „FlixAuto“ vertės vertinimas, taikant diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodą, bei kiekybinis tyrimas, kurio metu apklausta 18 veiklą pradedančių įmonių savininkų.

1. ĮMONĖS VERTĖ IR JOS NUSTATYMO TEORINIAI ASPEKTAI

1.1. Įmonės vertės samprata ir reikšmė

V. Kazlauskienė ir Č. Christauskas (2008) vertę įvardina kaip tiksliausią verslo būklės rodiklį, kuris atspindi visus pokyčius, vykstančius tiek vidinėje, tiek ir išorinėje įmonės aplinkoje. D. Burkšaitienė ir S. Eiva (1999) vertę traktuoja kaip verslo vertinimo rezultatą ir pastebi, kad vertė gali būti apibrėžta priklausomai nuo konkrečios situacijos (žr. 1 pav.).



1 pav. Vertės samprata

Šaltinis: Burkšaitienė D., Eiva S., 1999

Įmonės vertė – tai „apskaičiuota bendra pinigų suma, nenumatant sumų nusidėvėjimui ir amortizacijai, už kurią galėtų būti iškeistas verslas vertinimo dieną, sudarius tiesioginį komercinį sandorį tarp norinčio parduoti pardavėjo ir norinčio pirkti pirkėjo po šio turto tinkamo pateikimo į rinką, jeigu abi sandorio šalys veiktų dalykiškai, be prievartos ir nevaržomos kitų sandorių ir interesų“ (Čepulis, Deveikis, Raguckas, 2011, p. 50). Įmonės vertė, anot G. Rūškio (2001), leidžia pagrįsti įmonės akcijų vertę. Įmonės vertė - tai tiksliausias verslo įmonės būklę atspindintis indikatorius, kurį V. Kazlauskienė (2005) apibūdina kaip pagal atitinkamą verslo vertinimo metodiką apskaičiuotą verslo įvertį, išreikštą piniginiiais matavimo vienetais.

Išskiriama įmonės rinkos vertė ir įmonės tikroji vertė. *Įmonės rinkos vertė* atspindi jos vidinių (marketingas, gamyba, personalas ir finansai) bei išorinių (ekonominiai, politiniai-teisiniai ir technologiniai aspektai) veiksnių visumą, kurie vienodai svarbūs siekiant sužinoti, kokiems veiksniams įmonė gali daryti poveikį (Kazlauskienė, 2005). Tuo tarpu *įmonės tikroji vertė* nustatoma atliekant jos fundamentaliųjų rodiklių analizę.

Z. Gaidienės (1998) nuomone, veiklą vykdančios įmonės vertė parodo pinigų sumą, už kurią galima parduoti įmonę kaip veikiančią verslą. Tačiau, anot R. Pilibaičio (2009), įmonės kaina nebūtinai turi sutapti su jos nustatyta verte. ~~Ir~~ Taip yra todėl, kad verslo vertė pateikiama jos vertintojo supratimu ir yra jo subjektyvios nuomonės atspindys.

Pastebėtina, kad į įmonių vertinimo specialistus dažniausiai kreipiamasi dėl dviejų priežasčių: 1) prieš parduodant akcijas arba 2) įkeičiant jas bankui, t.y. siekiant gauti kreditą (Liudvinaitytė, 2008). Tuo tarpu G. Rūškys (2001) pastebi, kad savo įmonės vertę labai svarbu žinoti tų individualių įmonių bei uždarytų akcinių bendrovių savininkams, kurie turi tam tikrų tikslų:

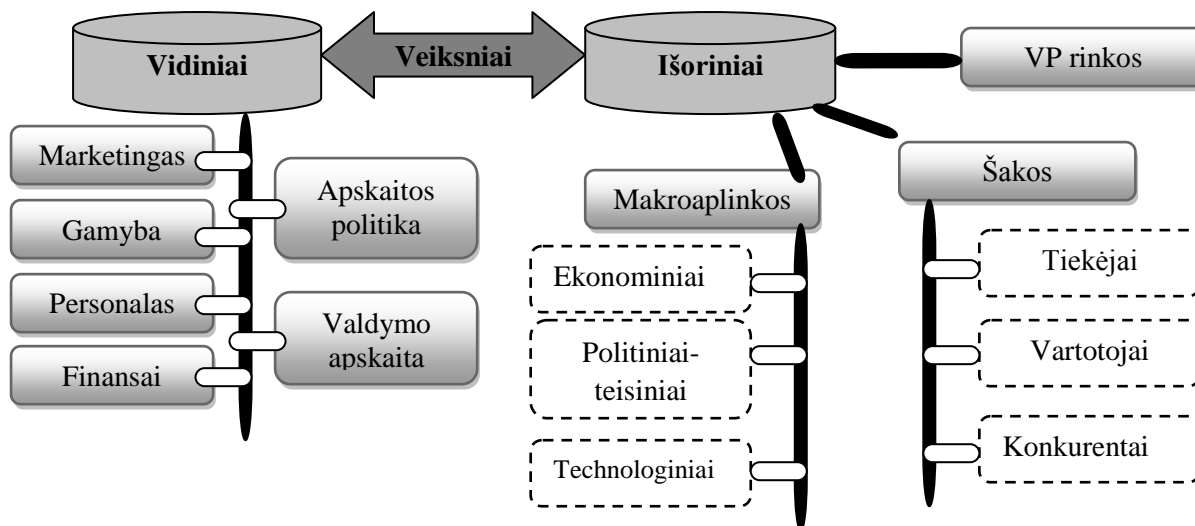
1. ketina parduoti visą įmonę arba jos dalį, kadangi ji suteikia iš sandorio siekti maksimalios naudos;
2. ketina jungtis su kita įmone, kadangi šiam procesui aktualu nustatyti ir teisingai pagrįsti akcijų pasiskirstymą tarp atskirų akcininkų;
3. siekia pagrįsti finansinius sprendimus, kurie susiję su naujo akcininko pritraukimu, su dalyvavimu akcijų planuose;
4. siekia pasitikrinti, ar įmonėje įgyvendinama arba jau įgyvendinta strategija didina įmonės vertę ir pateisina akcininkų lūkesčius.

Kaip matome, minėti autoriai akcentuoja, kad įmonės vertės nustatymu labiausiai suinteresuoti jos savininkai bei akcininkai, tačiau įmonės vertės nustatymas gali būti aktualus ir valstybinės bei kontrolės institucijoms, kredito įstaigoms, draudimo kompanijoms, tiekėjams bei investuotojams (Dzikevičius, Michnevič, Ževžikova, 2008).

Apibendrinant, galima teigti, jog įmonės vertę galima apibrėžti kaip orientacinę įvertį, parodantį verslo įmonės kainą. Verslo įmonės vertę svarbu žinoti tiek jos akcininkams, tiek potencialiems pirkėjams, tiek ~~ir~~ potencialiems investuotojams.

1.2. Įmonės vertę įtakojantys veiksniai

V. Kazlauskienė ir P. Chmieliauskas (2004) pastebi, kad vertinant įmonę labai svarbu identifikuoti jos vertę, sumažinti ar padidinti galinčius veiksniai, kadangi jų pasikeitimas lemia įmonės vertės pokyčius. A. Bačkytė (2010) išskiria veiksniai, kurie atspindi vertinamos įmonės vidinę situaciją ir išorinę aplinką (žr. 2 pav.).



2 pav. Įmonės vertės veiksniai

Šaltinis: Bačkytė (2010)

Vidinių veiksnių grupei, įtakančių įmonės vertę, priskiriami šeši veiksniai – marketingas, gamyba, personalas, finansai, apskaitos politika ir valdymo apskaita. Th. Ritter (2006) *marketingą* įvardina kaip priemonę, kuri klientui suprantama kalba informuoja apie įmonės kompetencijas bei jų sukuriamą pridėtinę vertę. Marketingo kompleksą, kurį B. Alborovienė (2002, p. 17) įvardina kaip tarpusavyje susijusių veiksnių ir sprendimų visumą, „kuriais siekiama tenkinti vartotojų poreikius ir pasiekti įmonės marketingo tikslus“, sudaro prekė, kaina, paskirstymas ir rėmimas. A. Bačkytė (2010) siūlo atliekant marketingo analizę nustatyti vartotojų poreikių patenkinimą, kadangi įmonės pelningumas priklauso nuo vartotojų lojalumo. Taip pat būtina įvertinti įmonės sugebėjimą išlaikyti savo rinkos dalį, produktų diferenciacijos pobūdį, skverbimosi į naujas pelningas rinkas perspektyvas, prestižą ir kt. aspektus.

Gamyba, anot B. Martinkaus ir V. Žilinsko (1997), yra apibūdinama kaip procesas, kuriame visuomenės ekonominiai išteklių (darbas, kapitalas, žemė ir t.t.) yra nukreipiami naudingumui sukurti. A. Bačkytė (2010) pastebi, kad gamybos veiksnys apsprendžia laisvuosius pinigų srautus bei padeda nustatyti diskonto normos dydį.

Personalias (žmogiškieji išteklių, darbo jėga, kadrai ir pan.) – tai visi įmonės dirbantieji: vadovai, specialistai, pagalbinių darbininkai ir t.t. (Bakanauskienė, 2008). A. Bačkytė (2010) akcentuoja, kad įmonės vertei turi įtakos tokie aspektai, kaip įmonės kultūra, darbuotojų pasitenkinimas darbu, darbo užmokesčio sistema, darbuotojų motyvacija.

V. Aleknevičienė (2005) *finansus* įvardina kaip ekonominį įrankį, kuris paskirsto ir perskirsto vidaus produktą ir kaip priemonę, kuri kontroliuoja piniginių išteklių susidarymą ir panaudojimą. Finansai „geriausiai atspindi įmonės esamos ir būsimos veiklos rezultatyvumą ir tiesiogiai sąlygoja laukiamas pajamas ir sąnaudas bei diskonto normą“ (Bačkytė, 2010, p. 196).

Apskaitos politika – tai „apskaitos principai, apskaitos metodai ir taisyklės, skirti ūkio subjekto apskaitai tvarkyti ir finansinei atskaitomybei sudaryti bei pateikti“ (LR Buhalterinės

apskaitos įstatymas, 2001). Įmonės laisvuosius pinigų srautus laike apsprendžia nusidėvėjimo metodo pasirinkimas ir atsargų įkainojimo būdai (Bačkytė, 2010).

Valdymo apskaita, kuri teikia informaciją apie įmonės kuriamą vertę bei potencialias galimybes ją kurti ateityje tik vidaus (t.y. įmonės) vartotojams, „neregamentuojama, nėra jokių normų ir apribojimų, įmonė pati parengia savo veiklos operacijų apskaitos metodiką“ (Mackevičius, 2004, p. 114).

Išorinių veiksnių, įtakančių įmonės vertę, grupei priskiriami trys veiksniai – makroaplinkos, šakos bei vertybinių popierių (VP) rinkos. **Makroaplinka** apibrėžiama kaip „jėgų visuma tam tikroje teritorijoje ir veikia verslo sprendimus, ir kuriems nei kiekviena įmonė atskirai, nei visos kartu, negali daryti tiesioginės įtakos“ (Valentinavičius, 2009, p. 134). A. Bačkytė (2010) pastebi, kad didžiausią įtaką verslui turi *ekonominiai veiksniai* (BVP, infliacija, palūkanų normos kitimas, valiutų kursų pasikeitimas), *politiniai-teisiniai veiksniai* (tarptautinė politinė situacija, vidinė politinė šalies situacija, santykiai su šalies valdžios institucijomis, teisinis reglamentavimas) ir *technologiniai-moksliniai veiksniai* (moksliniai tyrimai, inovacijos).

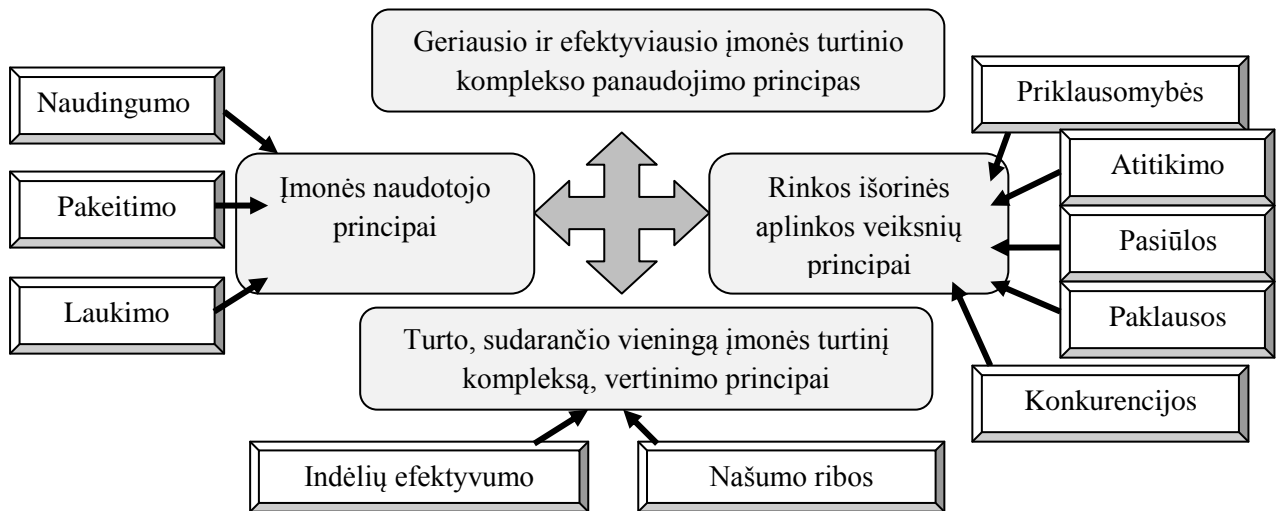
Šakos aplinkos veiksniams, kurie turi įtaką prognozuojamiems laisviesiems pinigų srautams ir diskonto normai, priskiriami konkurentai, tiekėjai ir vartotojai. *Konkurentų analizė* padeda nustatyti įmonės padėtį rinkoje, iširti jos stipriąsias ir silpnąsias puses. *Tiekėjai*, anot P. Kotler ir kt. (2002), tiekia medžiagas, kurių įmonei reikia prekių ir paslaugų kūrimui. A. Bačkytė (2010, p. 198) akcentuoja, kad „tiekėjų kreditų terminų suteikimo liberalioji politika turi įtakos bankui nustatant palūkanų normas už suteikiamas paskolas ir veikia diskonto normą.“ Tuo tarpu *vartotojai* yra „vieni iš svarbiausių veiksnių, kadangi be vartotojų negalės įmonė funkcionuoti“ (Bačkytė, 2010, p. 198). Todėl labai svarbu tai, kiek jie yra lojalūs įmonei.

VP rinka – tai tokia rinka, kurioje įmonės, platindamos savo vertybinius popierius, „įgyja reikiamą kapitalą gamybai plėsti, valstybė per vyriausybės vertybinius popierius gali skolintis reikalingas lėšas savo tikslų įgyvendinimui“, o investuotojai, siekdami gauti pelną, palūkanas ar kapitalo prieaugį, investuoja laisvas pinigines lėšas (Pekarskienė, Pridotkienė, 2010, p. 180). Šis veiksnys, anot A. Bačkytės (2010, p. 198), „svarbus tuo, kad akcijų kainos reaguoja į asimetrinę ir signalinę informacijas ir to pasėkoje akcijos gali būti pervertintos ar neįvertintos.“

Apibendrinant galima teigti, kad įmonės vertę apsprendžia ne tik įmonės finansiniai rodikliai ir jos vykdoma vidaus politika, bet ir veiksniai, kurių įmonė negali įtakoti.

1.3. Įmonės vertės vertinimo principai

Siekiant kuo tiksliau nustatyti įmonės vertę, būtina vadovautis pagrindiniais jų vertinimo principais, išskirtais į keturias grupes (žr. 3 pav.).



3 pav. Įmonės vertės vertinimo principai

Šaltinis: Galinienė, 2004

Įmonės naudotojo principų grupė remiasi trimis pagrindiniais principais – naudingumo, pakeitimo ir laukimo. *Naudingumo principas* teigia, kad įmonė turi vertę, jei ji gali būti naudinga potencialiam savininkui. Naudingumas yra apibrėžiamas kaip jos sugebėjimas tam tikroje vietoje ir tam tikrą laiką tenkinti naudotojo poreikius. Poreikių tenkinimas dažniausiai yra išreiškiamas piniginių pajamų srauto pavidalu. *Pakeitimo principas* remiasi situacija kai sąmoningas pirkėjas už įmonę nemokės daugiau, nei mažiausia kaina, prašomą už panašią įmonę su identišku naudingumo laipsniu. Kitaip tariant, didžiausia įmonės vertė yra nustatoma kaip mažiausia kaina, už kurią gali būti nupirkta tokį patį naudingumą nešanti įmonė. *Laukimo principas* apibrėžiamas kaip tikėjimasis būsimo pelno ar kitokios naudos, kuri gali būti gauta iš vertinamos įmonės naudojimo. Šiuos principu pelningai veikiančių įmonių vertė yra nustatoma kaip laukiamo pelno masė.

Turto vertinimo principų grupei priskiriami du principai - indėlių efektyvumo ir našumo ribos. *Indėlių efektyvumo principas* teigia, kad dažniausiai bet kokia investicija į verslo objektą padidina įmonės vertę dydžiu, kuris viršija faktines tos investicijos išlaidas. Gali būti ir priešingai, kai investicijos mažina bendrovės vertę. *Našumo ribos principas* remiasi situacija kai prie pagrindinių gamybos veiksnių pridedant naujų resursų, įmonės pajamingumas turi tendenciją didėti iki tam tikros ribos, kuri yra vadinama našumo riba. Ją peržengus bendrovės

grynasis pelnas auga mažesniu tempu, nei pridėtų naujų resursų kaštai. Taigi, įmonės vertė bus didžiausia tuomet, kai ji pasieks ir neperžengs savo maksimalios našumo ribos.

Rinkos išorinių veiksnių principų grupei priskiriami penki pagrindiniai principai – priklausomybės, atitikimo, pasiūlos, paklausos ir konkurencijos. *Priklausomybės principas* yra apibrėžiamas kaip įmonės vertės kitimas nuo aplinkos ir rinkos, kurioje įmonė veikia, kitimo. Todėl norint gauti kuo pagrįstesnę įmonės vertę, yra svarbu iširti priklausomybes tarp vertinamos įmonės vertės ir ją lemiančių veiksnių. *Atitikimo principas* teigia, kad bet kuri įmonė turi atitikti rinkos ir miesto plėtros standartus, būdingus regionui kuriame bendrovė veikia. Kuo įmonė labiau atitiks savo supančią aplinką ir rinkos poreikius, tuo jos kaip verslo vertė bus didesnė. Įmonės vertei didelę įtaką turi santykis tarp jos parduodamos produkcijos pasiūlos ir paklausos. *Pasiūlos ir paklausos principas* remiasi ekonomine prielaida, kai kitiems veiksniams nekintant ir įmonės gaminamos produkcijos paklausai viršijant pasiūlą jos kaina kyla, ir atvirkščiai. Kadangi paklausa yra labiau kintama nei pasiūla, tai būtent ji įmonės kainai daro didesnę įtaką. Apskritai, uždirbamas pelnas iš produkcijos yra vienas iš pagrindinių veiksnių įtakančių įmonės vertę. Verslo vertinimo ekspertai pažymi, kad dažnu atveju vien tik pasižiūrėjus į uždirbamas pajamas galima apytikriai nustatyti įmonės vertę, kuri siekia apie 70 proc. metinių pajamų rezultatų. Pagal *konkurencijos principą* kapitalas juda ten kur yra gaunami pertekliniai arba monopoliniai pelnai. Būtent su konkurencija susijęs pasiūlos augimas įvairiose ekonominėse sferose mažina jose veikiančių įmonių pelnus, o tuo pačiu mažėja ir pati bendrovių vertė (Galinienė, 2004).

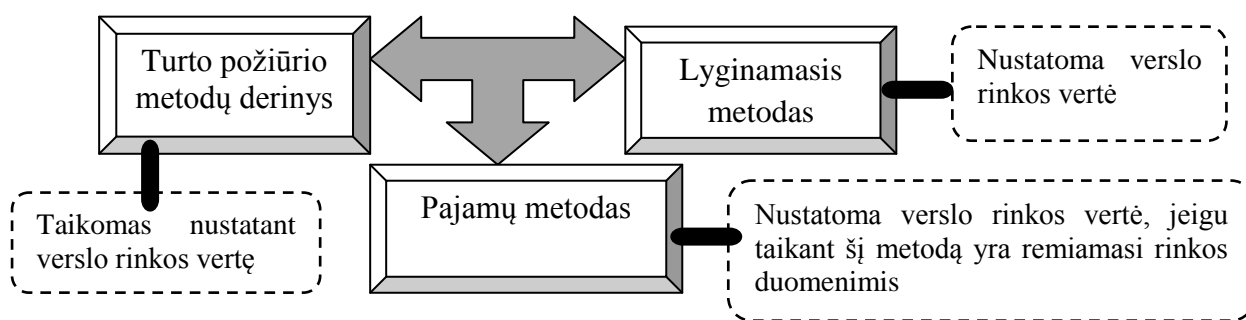
Efektyvaus įmonės turtinio komplekso panaudojimo principas teigia, kad tam, kad įmonė įgytų didžiausią galimą savo vertę, ji gali būti naudojama bet kokiems tikslams neperžengiant teisinių reikalavimų (Galinienė, 2004). Tai pagrindinis verslo vertės nustatymo principas, nustatantis veiksnius, įtakančius įmonės vertę, bei apsprendžiantis kitose verslo vertinimo principų grupėse esančius principus.

1.4. Įmonės vertės nustatymo metodika

Įmonės vertės nustatymas dažnai yra pavadinamas daugiau menu nei mokslu. Įžvelgiamos dvi priežastys. Visų pirma, akcentuojama, kad siekiant nustatyti realią įmonės vertę neužtenka vien tik žvilgtelėti į paskutinių metų įmonės finansines ataskaitas. Tam reikia atlikti kelerių ar net keliolikos metų įmonės atliktų verslo operacijų analizę. Antra, reikia atsižvelgti ir į tai, jog yra įvairių įmonės vertės nustatymo metodų ir būdų, kuriuos taikant galutinė nustatyta vertė gali skirtis daugiau kaip 30 proc. (Small Business Notes, 2008).

Pastebėtina, jog nėra vieno universalaus vertės nustatymo metodo. Siekiant tiksliausio įmonės galutinės vertės nustatymo profesionalūs vertintojai naudoja du ir daugiau vertės nustatymo metodus. Įvertinus įmonę keliais metodais galutinį rezultatą nurodo svertinis tų metodų vidurkis, kurio dalių svoriai gali būti skirtingi nuo 0 iki 1. Tokiu būdu nustatoma tiksliausia įmonės vertė.

Nuo 2012 m. gegužės 1 d. įsigaliojęs Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo (2011) 6 str. reglamentuoja, kad verslo vertinimas Lietuvoje turi būti atliekamas „Tarptautiniuose vertinimo standartuose ir Europos vertinimo standartuose nustatytais turto ir verslo vertinimo metodais.“ Turto ir verslo vertinimo metodikoje (2012) nurodoma, kad vertinant verslą gali būti taikomi įvairūs metodai (žr. 4 pav.). O pats vertinimas turi būti atliekamas ne mažiau kaip dviem metodais.



4 pav. Įmonės vertės nustatymo metodų grupės

Šaltinis: Turto ir verslo vertinimo metodika (2012)

„Verslo vertės nustatymo metodas parenkamas atsižvelgiant į tai, kokia verslo vertė aktuali užsakovui ir kas vertintojo požiūriu, geriausiai rodo verslo vertę atviroje rinkoje“ (Žaptorius, Garbanovas, 2007, p. 167).

1.4.1. Pajamų metodai ir jų taikymo ypatumai

Turto ir verslo vertinimo metodikoje (2012) nurodoma, kad pajamų metodo esmė yra „vertinamo verslo teikiamos naudos – grynųjų būsimųjų pinigų srautų perskaičiavimas į verslo vertę.“ Šiuo būdu atliekant įmonės verslo vertinimą taikomi įvairūs skaičiavimo būdai, tačiau dažniausiai taikomi du - diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo būdas ir kapitalizavimo skaičiavimo būdas.

Teigiama, kad *diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodo* pagrindą sudaro būsimų pinigų srautų dabartinės vertės nustatymas, arba diskontavimas (Žaptorius, Garbanovas, 2006). „Diskontavimas – tai visų ateities pajamų įvertinimas, jas perskaičiavus į esamąją vertę.

Paprastai ateities pajamų perskaičiavimas į esamąją vertę remiasi tokių veiksmų kaip infliacijos, kitų investavimo alternatyvų įvertinimu“ (Mickevičius, 2010, p. 89).

Siekiant įvertinti verslą šiuo metodu, būtina atlikti tam tikrus žingsnius. Pirmiausiai reikia *parengti laisvųjų piniginių srautų prognozes*. LEPA parengtoje metodikoje (2007) nurodoma, kad laisvieji piniginiai srautai (FCF) įmonei apskaičiuojami iš veiklos pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą, ir amortizaciją (EBITDA) atimant įmonės investicijas bei pelno mokesťį:

$$\mathbf{FCF = EBITDA - PT - NI - NWC} \quad (1)$$

Kur:

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

PT – pelno mokesťis,

NI – grynosios investicijos į ilgalaikį materialiujų ir nematerialiujų turtą,

NWC – grynosios investicijos į apyvartinį kapitalą.

Atlikus prognozuojamų pinigų srautų analizę reikia nustatyti, kokia šių srautų vertė šiandien. T.y. reikia *įvertinti svertinius kapitalo kaštus*. Tam gautus prognozuojamus pinigų srautus (FCF) reikia diskontuoti vidutiniais įmonės kapitalo kaštais (WACC):

$$\mathbf{WACC = (re \times \frac{E}{E+D}) + (rd \times \frac{D}{E+D}) \times (1 - T)} \quad (2)$$

Kur:

re – nuosavo kapitalo grąža,

rd – skolinto kapitalo grąža,

E – nuosavas kapitalas,

D – skolintas kapitalas (paskolos),

T – pelno mokesčio norma.

Pastebėtina, kad skolinto kapitalo kaštai paprastai prilyginami ilgalaikių bankinių paskolų vidutinei palūkanų normai, o nuosavo kapitalo kaštai gali būti skaičiuojami kaip nerizikingos palūkanų normos ir rizikos premijos suma (LEPA, 2007).

Įvertinus svertinius kapitalo kaštus reikia *įvertinti tęstinę verslo vertę (CV)*. Kitaip sakant, reikia „pratęsti paskutinio prognozuoto laikotarpio piniginius srautus, įvertinus vidutinį pinigų srauto augimą“ (LEPA, 2007, p. 41). Tai apskaičiuojama pagal formulę:

$$CV = \frac{FCF_{n+1}}{(WACC - g)} \quad (3)$$

Kur:

FCF_{n+1} – laisvieji pinigų srautai pirmaisiais metais po prognozavimo periodo,

g – vidutinis piniginių srautų augimo tempas,

WACC – svertinis kapitalo kaštų vidurkis.

Žinant visus 1-3 formulėse apskaičiuotus duomenis galima apskaičiuoti prognozuojamų piniginių srautų bei tęstinės verslo vertės dabartinę vertę (t.y. diskontuoti) pagal žemiau pateiktą formulę:

$$DCF = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(FCF_n + CV)}{(1+r)^n} \quad (4)$$

Kur:

FCF – laisvieji periodo pinigų srautai,

CV – piniginių srautų tęstinė vertė,

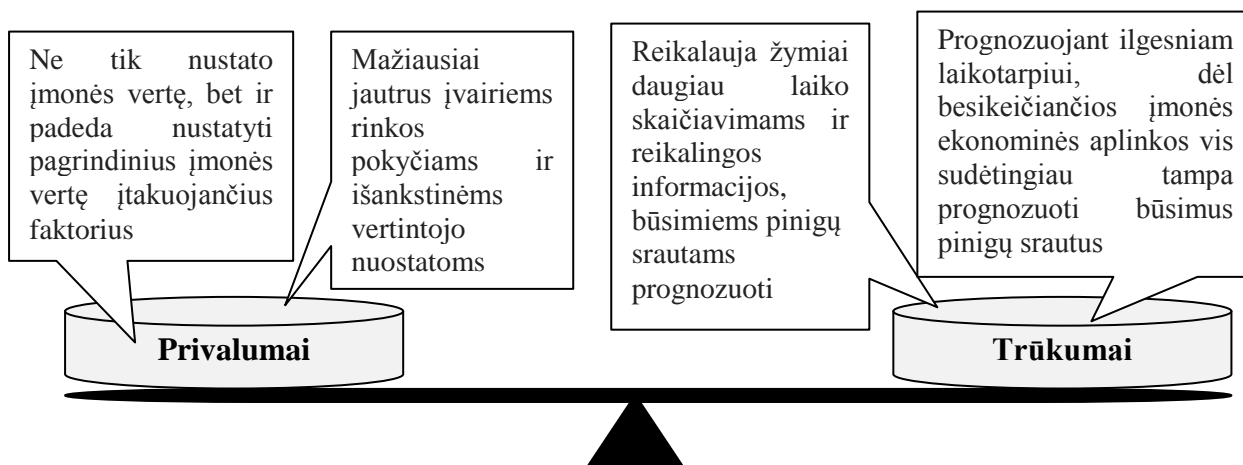
r – diskonto norma (paprastai kapitalo kaštai - WACC),

n – periodų skaičius.

Pastebėtina, jog aritmetiškai piniginių srautų dabartinė vertė skaičiuojama diskontuojant periodo piniginius srautus, t.y. įmonės generuojamas pinigų srautas per visą prognozuojamą laikotarpį dalijamas iš diskonto normos (LEPA).

Žinant pinigų srautų dabartinę vertę (DCF) ir norint sužinoti įmonės kapitalo vertę, iš DCF būtina atimti verslo skolas.

Diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo būdas turi ir privalumų, ir trūkumų (žr. 5 pav.).



5 pav. Diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodo privalumai ir trūkumai
Šaltinis: Žaptorius, Garbanovas, 2006

J. Žaptorius ir G. Garbanovas (2006) pastebi, kad šis metodas priklausomai nuo situacijos gali būti įvairiai modifikuojamas, t.y. vietoje pinigų srautų galima naudoti grynąjį pelną, dividendus, palūkanas ir pan. V. Kazlauskienė (2005) teigia, kad šiuo metodu vertinamos brandžios ir ateityje savo veiklą planuojančios vykdyti įmonės, t.y. kai įmonių veikloje išvelgiamas veiklos tęstinumo principas.

Naudojant *kapitalizavimo skaičiavimo metodą* taip pat atsižvelgiama į dabartinę įmonės ateities pajamų vertę, tik skirtingai nei diskontuotų pinigų srautų būde, čia nėra apibrėžto vertinimo laikotarpio (LEPA, 2007). „Vertinimo metu daroma prielaida, kad įmonė sugebės generuoti tam tikras pajamas neapibrėžtą laiką, pabrėžiant, kad pinigai, kurie bus gaunami neapibrėžtą laikotarpį, bus verti vis mažiau, t. y. kuo periodas ilgesnis, tuo tokių pajamų įtaka dabartinei verslo vertei bus mažesnė“ (LEPA, 2007, p. 43). Šio būdo pagalba įmonės vertė gali būti nustatoma naudojantis tokia formule:

$$V = E / CR \quad (5)$$

Kur:

V – įmonės vertė,

E – pajamų bazė,

CR – kapitalizavimo norma.

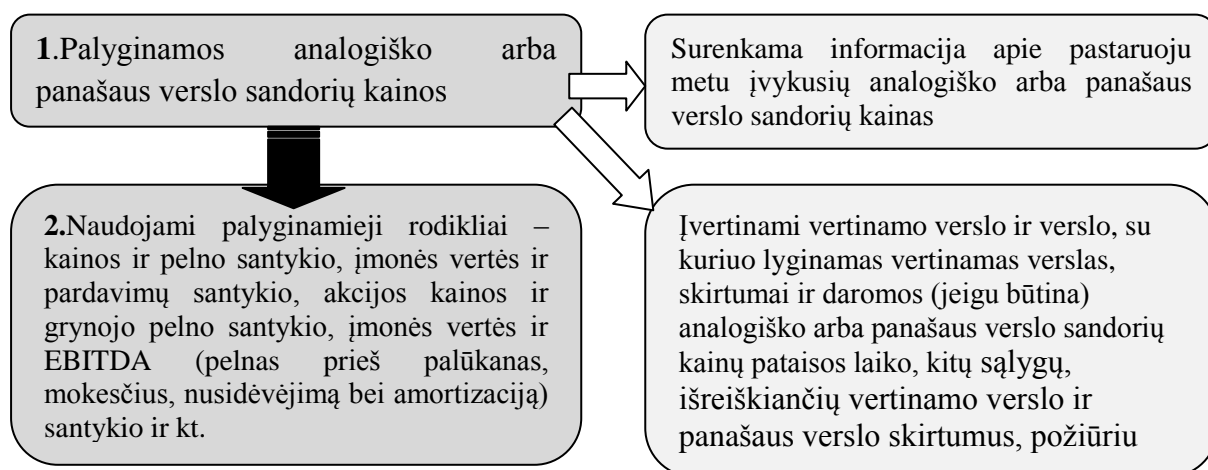
Įmonės pajamų bazę (E) tikslinga imti kaip tam tikro periodo vidurkį, kuris geriausiai atspindėtų vertinamo verslo prigimtį. Tokia baze gali būti pasirinkti tiek pinigų srautai, tiek EBIT (pelnas prieš mokesčius ir palūkanas), tiek grynas ar ekonominis pelnas. Tuo tarpu kapitalizavimo norma (CR) turėtų atspindėti investuoto kapitalo grąžą, kuri galima rinkoje investuojant į panašios rizikos ir panašias pajamas generuojančias įmones (LEPA, 2007). Šią normą gali atspindėti šie rodikliai:

- Investuotojo kapitalo grąža (ROI) – šis rodiklis atspindi viso investuoto kapitalo į įmonę grąžą, jis gali būti nuosavybės ir paskolų formos;
- Nuosavybės grąža (ROE) – šis rodiklis atspindi tik nuosavybės grąžą ir nevertina kitokiomis formomis į įmonę investuoto kapitalo;
- Kapitalo kaštai (WACC) – šis rodiklis normą prilygina minimaliam reikalaujamam kapitalo grąžos rodikliui, kuris parodo rodiklio dydį, būtiną norint padengti skolinto ir nuosavo kapitalo kaštus.

Apibendrinant darytina išvada, kad pajamų metodu įmonės vertė nustatoma pačią įmonę traktuojant kaip pelną duodantį verslo objektą. Šio metodo pagrindą sudaro grynujų pinigų srautų dabartinė vertė ir šių srautų prognozės.

1.4.2. Lyginamasis metodas ir jo taikymo ypatumai

Turto ir verslo vertinimo metodikoje (2012) nurodoma, kad lyginamojo metodo esmė yra „verslo palyginimas su analogišku arba panašiu verslu, kurių sandorių kainos yra žinomos verslo vertintojui.“ Taikant lyginamąjį metodą įmonės vertinimas atliekamas pagal tam tikrą schemą (žr. 6 pav.).

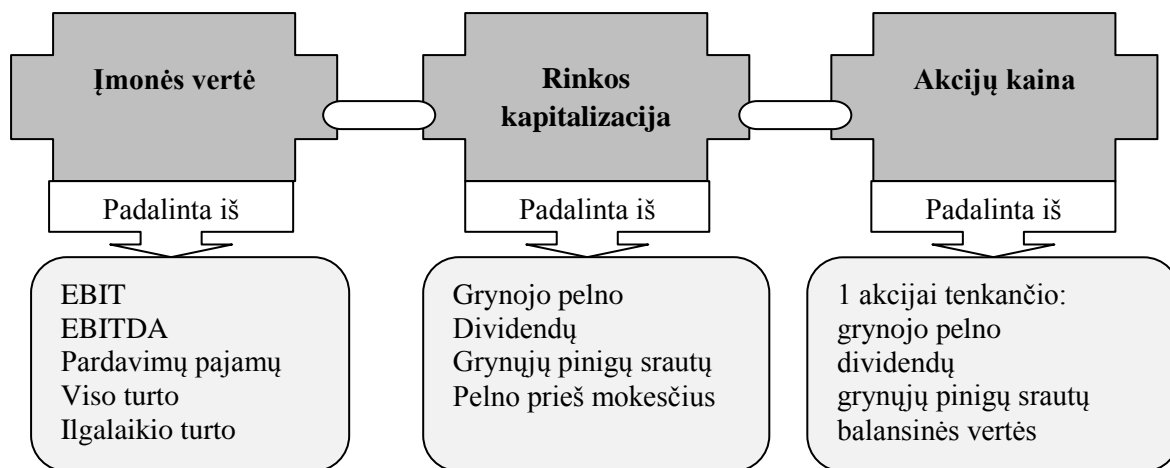


6 pav. Įmonės vertės vertinimo lyginamuoju metodu schema

Šaltinis: Turto ir verslo vertinimo metodika (2012)

Šiam metodui yra priskiriami įvairūs skaičiavimo būdai (pvz., šakinių atitikimų, kapitalo rinkos, sandorių, kainos vienam akcininkui, potencialiai galimų dividendų kapitalizacijos), tačiau labiausiai paplitęs yra **rinkos daugiklių** skaičiavimo metodas, kurio esminis bruožas – „tam tikro pajamų dydžio dauginimas iš daugiklio“ (LEPA, 2007, p. 45). Naudojant šį skaičiavimo būdą, pagal 5 pav. pateiktą schemą visų pirma reikia identifikuoti panašias verslo įmones ir gauti duomenis apie jų rinkos vertę, tada konvertuoti (t.y. pakeisti) palyginamųjų verslo įmonių kainų daugiklius ir pritaikyti juos vertinamos įmonės vertei nustatyti.

Rinkos daugiklių skaičiavimo metodas įmonės vertinimui naudojamas tuomet, „kai neįmanoma tiksliai nustatyti vertinamos įmonės piniginių srautų“ (LEPA, 2007, p. 45). Rinkos daugiklių yra daug ir įvairių, o pagal apskaičiavimo būdą jie skirstomi į tris grupes (žr. 7 pav.). Kaip matome, daugikliai yra apskaičiuojami įmonės vertę padalinus iš kokio nors jau parduotos įmonės finansinio rodiklio (pvz., grynojo pelno, EBITDA ir pan.). Vėliau šis daugiklis yra dauginamas iš vertinamos įmonės atitinkamo finansinio rodiklio. Tokiu būdu gautas rezultatas išreiškia apytikrą įmonės vertę (Saročka, Juknevičiūtė, 2007).



7 pav. Rinkos daugikliai

Šaltinis: Fernandez, 2007

Individualios įmonės ir uždarnosios akcinės bendrovės vertės skaičiavimuose dažniausiai naudojamas EBITDA, o listinguotoms akcinėms bendrovėms - P/E rodiklis. Naudojant EBITDA, įmonės vertė (V) bus nustatoma taikant formulę:

$$V = \text{EBITDA} \times M \quad (6)$$

Kur:

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

M – daugiklis (EV/EBITDA).

Naudojant šią formulę, gaunama verslo vertė įtraukia visus finansinius įsipareigojimus, tačiau, kas padengs įsipareigojimus po verslo pardavimo, yra pirkėjo ir pardavėjo derybų klausimas. Todėl skaičiuojant verslo vertę, gautas skaičius paprastai koreguojamas atimant paskolas (LEPA, 2007).

P/E – akcijos kaina, tenkanti vienam grynojo pelno litui. Skaičiavimo metodika: analogiškos įmonės verslo vertė (įvykusio sandorio kaina, P) dalinama iš tos įmonės grynojo pelno (E) ir gaunamas koeficientas, kurį padauginus iš vertinamos įmonės grynojo pelno (NP) galima sužinoti apytikslę jos vertę:

$$V = P/E \times NP \quad (7)$$

Kur:

P/E – kainos ir pelno akcijai santykis,

NP – ateities grynasis pajamos po mokesčių (grynasis pelnas).

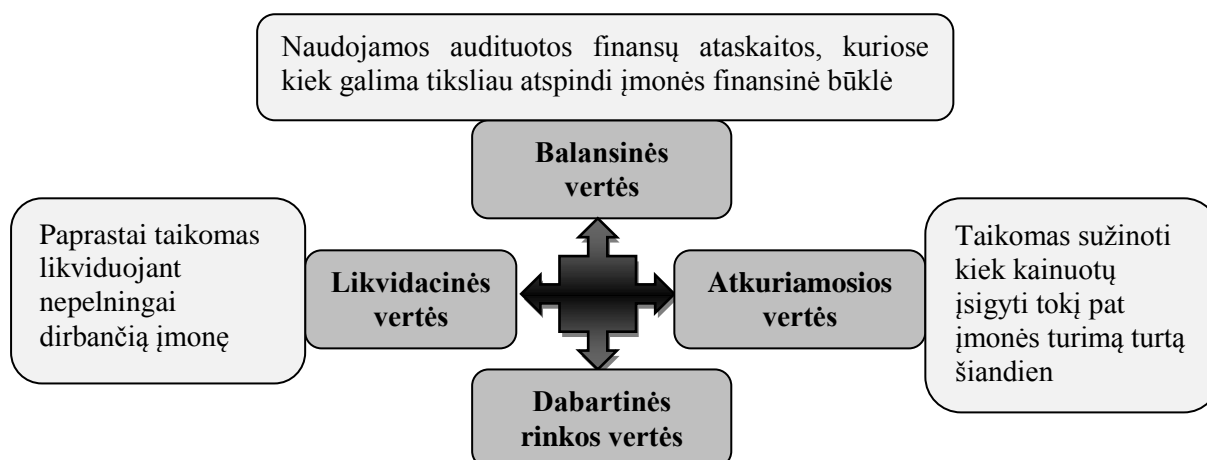
Pastebėtina, kad naudojant P/E daugiklį skaičiuojama vertė įsigyjamos nuosavybės, be kurios, įsigijami ir finansiniai įsipareigojimai. Kuo jų daugiau, tuo verslas (ir investicija) bus rizikingesnis, tuo bus mažesnė perkamos nuosavybės vertė, nes dideli finansiniai įsipareigojimai mažins P/E santykį (LEPA, 2007).

A.Saročka ir L. Juknevičiūtė (2007, p. 15) pastebi, kad lyginamojo metodo trūkumas yra tas, jog „reikia labai tiksliai pasirinkti rinkos daugiklį.“ Kitaip sakant, labai svarbu, jog vertinama įmonė būtų lyginama su kiek įmanoma panašesne įmone. Tuo tarpu S. Raslanas ir L. Tupinaitė (2005) pagrindinį šio metodo trūkumą išvelgia tame, kad vertinimo metodikoje nėra nurodytas lyginamų objektų skaičius ir akcentuoja, kad šis metodas negali būti taikomas unikaliems objektams vertinti.

Apibendrinant darytina išvada, kad įmonės vertė lyginamuoju metodu nustatoma palyginus analogiškų objektų faktinių sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į vertinamo ir palyginamojo verslo tam tikrų rodiklių skirtumus.

1.4.3. Turto požiūrio metodų derinys ir jo taikymo ypatumai

Turto ir verslo vertinimo metodikoje (2012) nurodoma, kad turto požiūrio metodų derinio esmė yra „verslo vertės nustatymas taikant įmonės turto, atmetus įsipareigojimus, rinkos vertę nustatančius metodus“. Šis metodų derinys taikomas tada, kai įmonės vertę apsprendžia ne tiek jos vykdoma veikla, kiek turimas turtas. A.Saročka ir L. Juknevičiūtė (2007, p. 15) pastebi, kad šis metodų derinys nėra plačiai taikomas vertinant įmones, kadangi jis įmonės netraktuoja kaip tęstinę veiklą vykdančio subjekto, o pateikia tik jos grynojo turto materialinę išraišką. Taikant turto požiūrio metodų derinį naudojami keturi skaičiavimo metodai (žr. 8 pav.).



8 pav. Turto požiūrio metodų derinio skaičiavimo metodai

Šaltinis: Saročka, Juknevičiūtė, 2007

Pastebėtina, jog *balansinės vertės* metodas gali būti taikomas stabilioms nematerialiojo turto neturinčioms įmonėms, kurios savo veikloje nenumato reikšmingų pokyčių. Jis netinka augančioms įmonėms, kadangi neatspindi įmonės ateities planų bei siekių. LEPA (2007, p. 49-50) išskiria pagrindinius žingsnius, kurie reikalingi šiuo būdu apskaičiuojant įmonės vertę: 1) balansas pertvarkomas iš istorinės savikainos į rinkos vertes; 2) įvertinamas visas identifikuojamas materialus ir nematerialus, finansinis turtas bei įsipareigojimai ir 3) iš bendros turto vertės atėmus įsipareigojimus gaunama nuosavo kapitalo vertė. Tai apskaičiuojama pagal formulę:

$$V = A - L \quad (8)$$

Kur:

A – įmonės turtas

L – įmonės įsiskolinimai

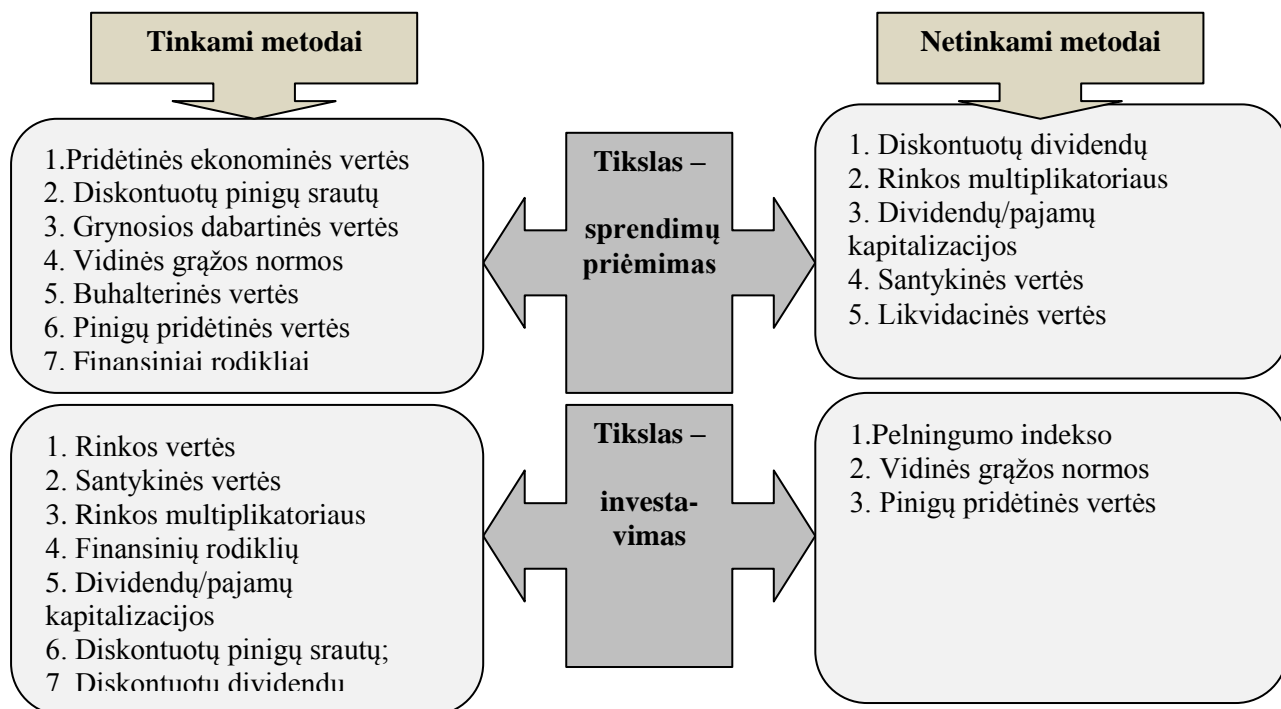
Likvidacinės vertės metodas dažniausiai taikomas tuo atveju, kai pagrindinis motyvas yra greitai uždirbti pinigus parduodant įmonės turimą turtą. Šią vertę geriausiai gali nustatyti turto vertintojai, turintys informacijos apie panašaus turto pardavimo rinkoje kainas. *Atkuriamosios vertės* metodo privalumas yra tas, kad remiasi dabartimi, o ne istorija, kaip balansinės vertės būdas. Ilgalaikis materialusis turtas įmonėse atspindi jam įsigyti padarytas investicijas, o ne atstatomąją turimo turto vertę, tuo tarpu dėl infliacijos, balansinė turto vertė neatspindi tikrosios turto vertės rinkoje. Tačiau šis būdas nėra labai tikslus, nes sunku įvertinti, ar ta pati turto vertė būtų gaunama pakeitus seną įrangą nauja, ar įsigijus modernesnę jos modifikaciją, be to, ne visuomet aišku, kokie gali būti papildomi atstatomieji kaštai. Taikant *dabartinės rinkos vertės* bmetodą reikia atlikti išsamius įmonės turto ir įsipareigojimų rinkos vertinimus, kadangi dabartinė įmonės rinkos vertė lygi jos nuosavo kapitalo rinkos vertei. Tačiau šis būdas negali būti taikomas įmonėms, kurių akcijomis nėra aktyviai prekiaujama vertybinių popierių biržoje (LEPA, 2007).

Apibendrinant darytina išvada, kad turto požiūrio metodų derinio pagrindą sudaro skaičiavimai, kuriais nustatoma dabartinio įmonės turimo turto atstatomoji vertė, t.y. parodo, kiek kainuotų įsigyti tokį pat įmonės turimą turtą šiandien.

1.4.4. Metodo parinkimo ypatumai

J. Žaptorius ir G. Garbanovas (2007) pastebi, kad dažniausiai įmonės vertės nustatymo metodas parenkamas priklausomai nuo tiek užsakovo, tiek ir vertintojo požiūrio. Pirmuoju atveju atsižvelgiama į tai, kokia turto vertė yra aktuali užsakovui, o antruoju - orientuojamasi į tai, kas vertintojo požiūriu geriausiai atspindi įmonės vertę atviroje rinkoje. L. Dagilienės (2007)

nuomone, renkantis įmonės vertės nustatymo metodą reikia atkreipti dėmesį į tikslą, dėl kurio ir bus atliekamas vertinimas. Atsižvelgiant į vertinimo tikslą parenkami ir vertinimo metodai (žr. 9 pav.).



9 pav. Vertinimo metodo naudojimas pagal vertinimo tikslą

Šaltinis: Dagilienė, 2007

Apibendrinant darytina išvada, kad įmonių vertės nustatymui gali būti naudojama daug trims grupėms priskirtų skirtingų metodų, o pats vertinimas turi būti atliekamas ne mažiau kaip dviem metodais. Atsižvelgiant į tai galima teigti, kad veiklą pradedančios įmonės vertės vertinimas bus atliekamas pasirenkant po vieną vertinimo metodą iš kiekvienos grupės:

- diskontuotų pinigų srautų metodas iš pajamų metodų,
- rinkos daugiklių metodas iš lyginamosios vertės metodų grupės,
- balansinės vertės metodas iš turto požiūrio metodų derinio grupės.

2. VEIKLĄ PRADEDANČIŲ ĮMONIŲ VERTĖS MODELIAVIMO TYRIMO METODIKA

Siekiant įgyvendinti šiame darbe iškeltus uždavinius atliktas empirinis tyrimas, kurį sudaro dvi dalys:

- 1) atliktas veiklą pradedančios įmonės vertės vertinimas;
- 2) siekiant gauti išsamią informaciją apie įmonių vertės nustatymo reikšmę veiklą pradedančioms įmonėms, atliktas kiekybinis tyrimas.

Tyrimo metodologijos pasirinkimui įtakos turėjo konceptualiojoje šio darbo dalyje atlikta akademinės ir metodinės literatūros analizė bei pirminiai UAB „FlixAuto“ duomenys, pateikti įmonės 2010-2013 m. balansų ir pelno/nuostolio ataskaitose. Tyrimo duomenų analizė atlikta naudojant SPSS 17.0 statistinių duomenų apdorojimo paketą, kuriuo buvo skaičiuojama aprašomoji statistika. Skirtingų grupių rezultatams palyginti taikytas χ^2 (*chi* kvadrato kriterijus). Statistinių hipotezių reikšmingumui įvertinti pasirinktas $p = 0,05$ patikimumo lygmuo. Skirtumas buvo laikomas statistiškai reikšmingas, kai $p < 0,05$. Diagramos paruoštos Microsoft Excel 2007 programa.

2.1. Įmonės vertės nustatymo metodika

Konceptualiojoje šio darbo dalyje atlikta akademinės ir metodinės literatūros analizė suponuoja išvadą, kad veiklą pradedančios įmonės vertės vertinimas gali būti atliekamas pasirenkant po vieną vertinimo metodą iš kiekvienos grupės:

- diskontuotų pinigų srautų metodas iš pajamų metodų,
- rinkos daugiklių metodas iš lyginamosios vertės metodų grupės,
- balansinės vertės metodas iš turto požiūrio metodų derinio grupės.

Rinkos daugiklių metodu verslo vertė yra apskaičiuojama kaip grynujų pajamų ir tam tikro daugiklio sandauga. Nors vertinimo specialistai siūlo įvairių pajamų interpretacijų (pardavimo pajamos, grynosios pajamos, pelnas prieš mokesčius), sandorių skaičiavimams dažniausiai naudojamas pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA) rodiklis. Skirtingai negu DCF metode, EBITDA ilgalaikė prognozė vertinimui neturi didelės įtakos, didžiausią svorį sudaro einamojo laikotarpio EBITDA. Žinoma, kartais taikomas keletas laikotarpių aritmetinis ar svertinis EBITDA vidurkis (pvz. praėjusių, einamųjų ir būsimųjų/prognozuojama EBITDA vidurkis). Įdomiausia šio vertinimo dalis yra daugiklis. Daugiklis šiuo atveju yra statistinis įvertis - kiek už panašias įmones buvo mokėta netolimoje praeityje, 3-18 mėnesių laikotarpyje). Daugikliai skirstomi pagal pramonės šakas, pirkčių

įmonių/sandorių dydžius, pirkėjų tipus (finansiniai, strateginiai). Tokią informaciją renka ir teikia specializuotos rinkos tyrimų agentūros, didieji investiciniai bankai ar korporatyvinių finansų konsultacinės bendrovės. Jei sandorių skaičius kažkuriame rinkos segmente yra itin mažas, daugikliui pagrįsti galima naudoti ir listinguojamų bendrovių duomenis. Šis metodas, nors yra gana paprastas ir aiškiai suprantamas, nėra tinkamas metodas atlikti UAB „FlixAuto“ vertės nustatymą. Visų pirma, šis metodas dažniausiai naudojamas parduodant vidutinio dydžio įmones, kurios turi ilgesnio laikotarpio veiklos istoriją ir generuoja gana stabilų ar stabiliai augantį pelną. Tuo tarpu UAB „FlixAuto“ yra veiklą pradedanti nepelninga įmonė.

Norint įvertinti bendrovės nuosavo kapitalo vertę balansinės vertės metodu, reikia iš viso įmonės turto atimti visas jos skolas. Šis metodas taip pat netinkamas UAB „FlixAuto“ vertės nustatymui, kadangi įmonė neturi nuosavo ilgalaikio turto ir jos skolos viršija turimą turtą.

Diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodas yra labiau „popierinis“ ir dažniausiai naudojamas „formaliuose“ vertinimuose. Jis taip pat naudojamas vertinant listinguojamas bendroves, dideles korporacijas arba unikalias/nišines bendroves, naujus/jaunus verslus. Žinoma, vertinant investicijų atsipirkimą, jis gali būti naudojamas, bet kuriuo atveju, tačiau jis labai priklauso nuo jį atliekančio žmogaus (ar komandos) gebėjimo tiksliai prognozuoti verslo aplinkos pokyčius ir jų įtaką konkrečiai įmonei. Tokį vertinimą beveik visada atlieka ir strateginis pirkėjas, kuris dažniausiai būna didesnė įmonė ir kuris nori matyti bendrą vaizdą, kaip keisis visos organizacijos vertė, įsigijus ir integravus naują įmonę. DCF vertinimo metu yra rengiamas detalus verslo planas ir išsamios finansinės prognozės 5-10 metų, skaičiuojami pinigų srautai ir diskontuojami į dabartinį laiko momentą. Šis metodas taip pat taikytinas nuostolingai dirbančioms bendrovėms. Akivaizdu, jog šis metodas yra tinkamas UAB „FlixAuto“ vertinimui, kadangi verslo vertinimo specialistai jį rekomenduoja taikyti vertinat jaunas įmones bei finansinių sunkumų turinčias įmones. UAB „FlixAuto“ atitinka šiuos abu kriterijus. Taikant šį įmonės vertės nustatymo metodą, būtina nustatyti laisvuosius pinigų srautus (FCF), tada juos diskontuoti vidutiniais įmonės kapitalo kaštais (WACC), įvertinti tęstinę verslo vertę (CV) ir tokiu būdu įvertinti nuosavo kapitalo vertę (žr. 1-4 formulės).

Prieš atliekant įmonės vertės nustatymą DCF vertinimo metu, atliekamas įmonės finansinis vertinimas. Atliekama UAB „FlixAuto“ finansinių rodiklių analizė. Analizuojami įmonės likvidumo, pelningumo ir turto panaudojimo efektyvumo rodikliai.

Likvidumas yra suprantamas kaip verslo subjekto gebėjimas užtikrinti savo įgaliojimų vykdymą, t.y. grąžinti visas skolas suėjus nustatytam terminui (Лобанов, Чуринов, 2003). Kitaip sakant, likvidumas parodo įmonės pajėgumus vykdyti ilgalaikius ir trumpalaikius įsipareigojimus. Lentelėje pateikiami pagrindiniai likvidumo rodikliai, kurie bus skaičiuojami empirinėje šio darbo dalyje (žr. 1 lent.).

1 lentelė. Likvidumo rodikliai ir jų skaičiavimo formulės

Rodiklis	Rodiklio skaičiavimo formulė	Apibūdinimas
Einamasis likvidumas (Bendrasis likvidumo koeficientas)	$\frac{\text{Trumpalaikis turtas}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}}$	Parodo ar įmonė yra pajėgi padengti trumpalaikius įsipareigojimus trumpalaikiu turtu.
Kritinis likvidumas (Skubaus likvidumo koeficientas)	$\frac{\text{Trumpalaikis turtas} - \text{atsargos}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}}$	Parodo ar įmonė yra pajėgi padengti trumpalaikius įsipareigojimus pinigais. Skaičiuojant šį rodiklį daroma prielaida, kad atsargos nėra likvidžios.
Grynasis apyvartinis kapitalas	Trumpalaikis turtas - trumpalaikiai įsipareigojimai	Parodo, kiek trumpalaikis turtas didesnis už trumpalaikius įsipareigojimus.
Pardavimų apmokėjimo koeficientas	$\frac{\text{Pinigai} + \text{gautinos sumos} - \text{tr. skolos}}{\text{Pajamos iš pardavimų}}$	Parodo kiek tenka likvidžių mokėjimo priemonių pardavimų litui ir kuri parduotų prekių dalis apmokama
Bendrasis skolos koeficientas	$\frac{\text{Visi įmonės įsipareigojimai}}{\text{Visas įmonės turtas}}$	Parodo įmonės turto dalį, kuri yra įsigyta už skolintas lėšas.
Ilgalaikių skolų koeficientas	$\frac{\text{Ilgalaikiai įsipareigojimai}}{\text{Visas įmonės turtas}}$	Parodo kokią dalį viso įmonės turto sudaro ilgalaikiai įsipareigojimai.
Ilgalaikių skolų apdraustumo koeficientas	$\frac{\text{Ilgalaikis turtas}}{\text{Ilgalaikiai įsipareigojimai}}$	Parodo ilgalaikių įsipareigojimų apdraustumo turimu turtu laipsnį, t.y. kiek kartų ilgalaikio turto vertė didesnė už ilgalaikius įsipareigojimus.
Finansinis svertas	$\frac{\text{Ilgalaikiai įsipareigojimai}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$	Parodo įmonės riziką.
Pastovaus mokumo koeficientas	$\frac{\text{Nuosavas kapitalas}}{\text{Skolintas kapitalas}}$	Parodo, kiek nuosavas kapitalas didesnis už skolintą.
Finansinės priklausomybės koeficientas	$\frac{\text{Turtas}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$	Parodo savininkų turto apsaugojimo lygį, t.y. kokia turto dalis įsigyta iš nuosavų lėšų.
Nuosavybės rodiklis	$\frac{\text{Nuosavas kapitalas}}{\text{Turtas}}$	Parodo nuosavo kapitalo lygį įmonės turte

Šaltinis: sudaryta autorės

Grynasis pelnas, anot V. Boguslauskos ir G. Jagelavičiaus (2002), yra vienas svarbiausių rodiklių vertinant įmonės veiklą finansiniu požiūriu. Tačiau atsižvelgiant į tai, jog absoliuti šio dydžio reikšmė neleidžia lyginti skirtingų dydžių įmonių, siūloma apskaičiuoti pagrindinius pelningumo rodiklius. Pelningumo rodikliai „geriausiai parodo galutinį įmonės veiklos rezultatą ir pagal juos sprendžiama, kokią naudą gali gauti akcininkai ir investuotojai, rizikuodami investuoti savo kapitalą“ (Bagdžiūnienė, 2013, p. 81). Pelningumo rodikliai parodo ar įmonė dirba pelningai, o šių rodiklių analizė atskleidžia pelningumo reikšmę įtakojusius veiksnius. Todėl siekiant šiuos veiksnius įvertinti objektyviai, labai svarbu atliekant pelningumo rodiklių analizę remtis teisinga ir patikima informacija. Pagrindiniai pelningumo rodikliai, kurie bus skaičiuojami empirinėje šio darbo dalyje, pateikiami 2 lentelėje.

2 lentelė. Pelningumo rodikliai ir jų skaičiavimo formulės

Rodiklis	Rodiklio skaičiavimo formulė	Apibūdinimas
Bendrasis pelningumas	$\frac{\text{Bendrasis pelnas}}{\text{Pardavimų pajamos}}$	Parodo įmonės sugebėjimą uždirbti pelną iš pagrindinės įmonės veiklos, kontroliuoti pardavimo pajamų bei pardavimo savikainos lygį.
Grynasis pelningumas	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimų pajamos}}$	Parodo, kiek procentų (arba litų) grynojo pelno uždirba vienas pardavimo pajamų litas, t.y. jis parodo įmonės veiklos efektyvumą.
Veiklos pelningumas	$\frac{\text{Veiklos pelnas}}{\text{Pardavimų pajamos}}$	Parodo, kiek procentų (arba litų) veiklos pelno uždirba vienas pardavimo pajamų litas, t.y. jis parodo įmonės tipinės veiklos efektyvumą.
Turto pelningumas (grąža) ROA	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas}}$	Parodo, kiek litų grynojo pelno tenka vienam turto litui, atspindi viso įmonės turto panaudojimo efektyvumą, įmonės investicijų pelningumą.
Nuosavo kapitalo pelningumas ROE	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$	Parodo, kokį pelną sukuria nuosavas kapitalas ir koks vadovybės darbo efektyvumas panaudojant investuotą kapitalą, kiek litų grynojo pelno tenka vienam nuosavo kapitalo litui, t.y. parodo kokia investuotų savininkų lėšų dalis grįžta grynojo pelno forma.
Akcinio kapitalo pelningumas (nuosavybės grąža)	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Akcinis kapitalas}}$	Parodo, kiek kiekvienas akcinio kapitalo piniginis vienetas gauna pelno.
Pastovaus kapitalo pelningumas ROCE	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{(nuosavas kapitalas + ilgalaikiai įsipareigojimai)}}$	Parodo įmonės potencialios plėtros ir funkcionavimo lygį, vadovų sugebėjimą panaudoti ilgalaikius įsipareigojimus ir nuosavą kapitalą ir kiek litų grynojo pelno tenka vienam pastovaus kapitalo litui.

Šaltinis: sudaryta autorės

J. Mackevičius (2005) pastebi, kad įmonių veiklos efektyvumą geriausiai apibūdina sąnaudų lygio ir turto (trumpalaikio ir ilgalaikio) apyvartumo rodikliai. Veiklos apyvartumo rodikliai padeda išsiaiškinti, kodėl vienoje įmonėje aktyvų arba jų elementų apyvarta vyksta sparčiau nei kitose. Pagrindiniai veiklos efektyvumo rodikliai, kurie bus skaičiuojami empirinėje šio darbo dalyje, pateikiami 3 lentelėje.

3 lentelė. Veiklos efektyvumo rodikliai ir jų skaičiavimo formulės

Rodiklis	Rodiklio skaičiavimo formulė	Apibūdinimas
Parduotų prekių savikaina vienam pardavimų litui rodiklis %	$\frac{\text{Parduotų prekių savikaina}}{\text{Pardavimų pajamos}}$	Parodo įmonės efektyvumą, sugebėjimą kontroliuoti išlaidų formavimą.
Veiklos sąnaudų vienam pardavimų litui rodiklis %	$\frac{\text{Veiklos sąnaudos}}{\text{Pardavimų pajamos}}$	Parodo įmonės tam tikros veiklos išlaidų lygį, tenkantį vienam pardavimų litui.
Turto apyvartumo koeficientas	$\frac{\text{Pardavimų pajamos}}{\text{Turtas}}$	Parodo viso įmonės turto naudojimo efektyvumą, kiek vienas turto litas sukuria pardavimo pajamų.

Apyvartinio kapitalo apyvartumo koeficientas	<u>Pardavimų pajamos</u> Apyvartinis kapitalas ¹	Parodo, kiek apyvartinis kapitalas per ataskaitinį laikotarpį padaro apyvartų.
Trumpalaikio turto apyvartumo koeficientas	<u>Pardavimų pajamos</u> Trumpalaikis turtas	Parodo trumpalaikio įmonės turto naudojimo efektyvumą pardavimo procesui garantuoti, trumpalaikio turto apyvartų skaičių per metus.
Trumpalaikio turto apyvartumas dienomis	<u>Trumpalaikis turtas*365</u> Pardavimų pajamos	Parodo trumpalaikio įmonės turto naudojimo efektyvumą pardavimo procesui garantuoti.
Ilgalaikio turto apyvartumo koeficientas	<u>Pardavimų pajamos</u> Ilgalaikis turtas	Parodo ilgalaikio įmonės turto naudojimo efektyvumą, apyvartų skaičių per metus.
Ilgalaikio turto apyvartumas dienomis	<u>Ilgalaikis turtas *365</u> Pardavimų pajamos	Parodo ilgalaikio įmonės turto naudojimo efektyvumą.
Atsargų apyvartumo koeficientas	<u>Pardavimų savikaina</u> Atsargos	Parodo, kiek per metus atsargos padaro apyvartų.
Atsargų apyvartumas dienomis	<u>Atsargos*365</u> Pardavimų savikaina	Parodo per kiek dienų yra atnaujinamos atsargos norint parduoti numatytą produkcijos kiekį, taip pat parodo ir mažiausias atsargas, kurių reikia veiklai vykdyti.
Debitorinio įsiskolinimo apyvartumo koeficientas	<u>Pardavimų pajamos</u> Pirkėjų įsiskolinimas	Apibūdina pirkėjų skolų surinkimo efektyvumą ir parodo kelių dienų įmonės pardavimai atitinka pirkėjų įsiskolinimo dydį, kiek iš pirkėjų gautinos sumos padaro apyvartų per metus, t.y. kiek kartų per metus klientai padengia savo įsiskolinimą.
Debitorinio įsiskolinimo apyvartumas dienomis	<u>Pirkėjų įsiskolinimas*365</u> Pardavimų pajamos	Parodo vidutinį laiką, kuris reikalingas pirkėjų įsiskolinimams apmokėti, kiek kartų per metus įmonė surenka savo lėšas atsiskaitymų procese.
Kreditorinio įsiskolinimo apyvartumo koeficientas	<u>Pardavimų savikaina</u> Skolos tiekėjams	Parodo kelių dienų įmonės pardavimai atitinka skolų tiekėjams dydį, kiek mokėtinos sumos tiekėjams padaro apyvartų per metus, per kiek laiko įmonė atsiskaito su tiekėjais.
Kreditorinio įsiskolinimo apyvartumas dienomis	<u>Skolos tiekėjams*365</u> Pardavimų savikaina	Jis apibūdina įmonės atsiskaitymų su tiekėjais efektyvumą.

Šaltinis: sudaryta autorės

Pastebėtina, kad atliekant įmonės veiklos vertinimą jos finansinėse ataskaitose pateiktos neigiamos finansinių rodiklių reikšmės bus paverčiamos nuliu, kad svorių reikšmės liktų teigiamos.

Rinkos ekonomikos sąlygomis veikiančios įmonės neišvengiamai susiduria su komercine, gamybine ir finansine rizika. Kuo ši rizika didesnė, tuo didesnė tikimybė, jog neišlaikiusi konkurencinės kovos įmonė bankrutuos. Anot M. Tvaronavičienės (2001, p. 51), „įmonių bankrotas yra neišvengiamas rinkos ekonomikos reiškinys.“ 1968 m. E. Altmanas pasiūlė penkių rodiklių modelį įmonių bankroto grėsmei įvertinti, kuris vadinamas „Z modeliu“. Šiame darbe bus naudojama J. Mackevičiaus (2005) modifikuota E. Altmano formulė:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5 \quad (9)$$

¹ Apyvartinis kapitalas apskaičiuojamas Trumpalaikis turtas - Trumpalaikiai įsipareigojimai

Kur:

X_1 – pelningumo įvertinimas

X_2 – apyvartumo įvertinimas

X_3 – likvidumo įvertinimas

X_4 – sverto įvertinimas

X_5 – turto pelningumo įvertinimas.

Naudojant šią formulę galima nustatyti bankroto tikimybę 50 proc. tikslumu prieš trejus metus, 70 proc. tikslumu – prieš dvejus metus ir 90 proc. tikslumu prieš metus (Altman, 1968).

2.2. Kiekybinio tyrimo metodika ir organizavimas

Tyrimo tipas ir duomenų rinkimo metodai. Tyrimui buvo pasirinktas kiekybinis metodas, nes jo dėka galima atskleisti analizuojamos problemos reikšmę ir svarbumą. Atliekant kiekybinį tyrimą sudaromos palankios sąlygos apklausti didesnę skaičių respondentų bei gauti išsamią informaciją apie įmonių vertės nustatymo reikšmę veiklą pradedančioms įmonėms.

Populiariausias ir plačiausiai taikomas kiekybinis tyrimo metodas yra apklausa. Kaip teigia V. Pranulis (2007), apklausa yra informacijos rinkimas asmeninės, telefono, pašto, elektroninio pašto ar mišrios apklausos būdu. Atliekant kiekybinę apklausą buvo veikiama pagal iš anksto parengtą detalių planą, respondentai atsakinėjo į anketos klausimus jiems patogiu metu, buvo išsaugotas jų suteiktos informacijos privatumas.

Tyrimo instrumentas. Tyrimo tikslui ir uždaviniams įgyvendinti darbo autorė sukūrė tyrimo instrumentą - respondentų kiekybinės apklausos anketą. Šiame tyrime naudojama uždarojo tipo klausimų forma, t.y. klausimai, kuriuose atsakinėtojo prašoma parinkti vieną iš pateiktų atsakymo variantų. Anketą sudaro 11 klausimų, kuriuos galima išskirti į 2 klausimų blokus:

1. Klausimai skirti respondentų požiūrio į įmonės vertinimą nustatymui (1-8 klausimai)
2. Klausimai skirti surinkti informacijai apie respondentus (9-11 klausimai).

Anketos klausimai buvo paruošti remiantis išanalizuota literatūra.

Tyrimo vieta. Anketinė apklausa buvo vykdoma apklausiant Vilniaus mieste veiklą vykdančias verslo įmones, įkurtas 2010-2012 m. Kadangi planuojama tirti populiacija yra pakankamai didelė, buvo pasirinkta tikimybinė lizdinė atranka. Šios atrankos esmė – atrinkti ne pavienius tiriamosios visumos narius ar elementus, bet jų grupes (lizdus), kurie atrinkami atsitiktinės atrankos būdu iš visų tokių grupių sąrašo. Tuomet apklausiami visi atrinktųjų grupių

nariai ar analizuojami visi atrinktųjų grupių elementai. Pagal šią atranką buvo atrinktos Šiaurės miestelyje veiklą vykdančios įmonės. Į imtį pateko visos šioje teritorijoje veikiančios 2010-2012 m. įsikūrusios įmonės.

Tyrimo etika. Vykdamas apklausas tyrėjas privalo pristatyti tiriamiesiems tyrimo tikslą (Žydžiūnaitė, 2007). Su tyrimo tema, turiniu ir tikslu buvo supažindinti visi apklausti įmonių vadovai. Atliekant tyrimą respondentai atsakinėjo į klausimus jiems patogiu metu, buvo išsaugotas jų suteiktos informacijos privatumas. Siekiant išsaugoti konfidencialią informaciją, įmonių pavadinimai šiame darbe nebus skelbiami.

Tyrimo laikas. Tyrimas vyko 2013 m. lapkričio – 2014 m. sausio mėn.

Tyrimo imtis ir organizavimas. Planuojant tyrimą labai svarbu nustatyti tiriamos imties dydį. Remiantis K. Kardeliu (2007), tiriamos imties dydį galima apskaičiuoti remiantis formule:

$$n = \frac{1}{\Delta^2 + \frac{1}{N}} \quad (9)$$

Kur:

n – reikiamų respondentų skaičius;

Δ (delta) - leidžiamos imties paklaidos dydis (Δ = 0,05);

N – tiriamos visumos skaičius.

Nustatyta, jog tyrimui pasirinktame Šiaurės miestelyje veiklą vykdo 18 įmonių, įsikūrusių 2010-2012 m. Įrašius atitinkamus duomenis į formulę gauname, kad imties dydis yra 17 respondentų – įmonių vadovų:

$$n = \frac{1}{(0,05)^2 + \frac{1}{18}} = \frac{1}{0,0025 + 0,0556} = \frac{1}{0,058} = 17$$

Iš išplatintų 18 anketų sugrįžo ir duomenų apdorojimui tinkamos buvo visos 18 anketų. Grįžtamumas – 100 proc. Atsižvelgiant į tai, kad tyrimo imtis yra 17 respondentų, o tyrimui atlikti buvo gauta 18 anketų, galima teigti, kad atlikto tyrimo rezultatai tiksliai atspindės Šiaurės miestelyje veikiančių įmonių vadovų nuomonę.

3. VEIKLĄ PRADEDANČIŲ ĮMONIŲ VERTĖS NUSTATYMAS

3.1. Įmonės veiklos pristatymas

UAB „FlixAuto“ veiklos pradžia datuojama 2010 m., kuomet liepos 22 d. buvo įsteigta UAB „Flix Lt“ (Geležinkelio g. 3-14A, Vilnius). 2010 m. lapkričio 16 d. įmonės pavadinimas buvo pakeistas į UAB „FlixAuto“.

2010-2012 m. įmonė plėtė savo veiklą. 2010 m. Kaune (Draugystės g. 17) buvo įsteigtas įmonės padalinys, kuriame įrengtas autoservisas ir didmeninė bei mažmeninė automobilių detalių parduotuvė. 2012 m. vasario mėn. buvo įrengtas autoservisas Vilniuje (Metalų g. 15a), tačiau 2013 m. spalio 15 d. jis buvo uždarytas ir visa įranga perkelta į naują vietą – Žalgirio g. 131 (Vilnius). Įmonė savo padalinių užsienyje neturi.

UAB „FlixAuto“ yra didelė darbuotojų kaita. 2013 m. pabaigoje „Darbo sutarčių žurnale“ buvo užregistruota 112 darbuotojų. Pirmasis darbuotojas – įmonės direktorius – buvo priimtas 2010 m. rugpjūčio 23 d., o 2010 m. pabaigoje įmonėje dirbo 24 darbuotojai. Didžiausias darbuotojų skaičius užregistruotas 2012 m. liepos mėn. – tuomet įmonėje dirbo 57 darbuotojai. 2013 m. pabaigoje įmonėje dirbo 34 darbuotojai. Didžiausia kaita vyksta žemiausiame darbuotojų sluoksnyje – autošaltkalvių.

Įmonė nuosavo ilgalaikio turto neturi. Visos patalpos yra nuomojamos.

Bendrovės įstatinį kapitalą sudaro 10000 litų. Jis padalintas į 100 paprastųjų vardinių akcijų. Vienos akcijos vertė 100 litų. Įmonės akcijų paketą šiuo metu turi 2 akcininkai, kuriems priklauso 90 proc. ir 10 proc. įmonės akcijų. Įmonės veikla nuostolinga.

3.2. Įmonės veiklos vertinimas

3.2.1. Trumpalaikio mokumo (likvidumo) rodiklių vertinimas

Apskaičiuoti pagrindiniai UAB „FlixAuto“ trumpalaikio likvidumo rodikliai pateikiami 4 lentelėje.

„Rodiklių skaičiavimo metodikoje“ (2010) nurodoma, kad aukštesnė nei 2 bendrojo likvidumo koeficiento reikšmė gali rodyti neefektyviai naudojamas atsargas bei neefektyviai valdomą kitą trumpalaikį turtą ir įsipareigojimus. Tokias reikšmes matome 2011 m ir 2012 m. Tačiau aukštas bendrovės mokumo rodiklis palankiai vertinamas kreditorių bei investuotojų, kadangi tai parodo sugebėjimą sumokėti skolas ir plėsti veiklą. 2013 m. rodiklio reikšmė sumažėjo iki 1,78, kas leidžia daryti prielaidą, jog įmonėje efektyviau pradėtos naudoti atsargos ir valdyti kitas trumpalaikis turtas ir įsipareigojimai. 2011-2012 m. šis rodiklis padidėjo 0,03, o 2013 m. jis jau buvo neigiamas (-0,38).

4 lentelė. Įmonės trumpalaikio mokumo (likvidumo) rodiklių 2011-2013 m. analizė

Rodiklio pavadinimas	Rodiklio reikšmė			Pasikeitimai, palyginus su 2011 m. (+,-)	
	2011 m	2012 m	2013 m	2012 m	2013 m
Bendras likvidumo koeficientas	2,16	2,19	1,78	0,03	-0,38
Skubaus likvidumo koeficientas	0,52	0,62	0,55	0,1	0,03
Pardavimų apmokėjimo koeficientas	-0,07	-0,04	-0,06	0,03	0,01
Grynasis apyvartinis kapitalas	916694	785448	1175068	-131246	258374

Šaltinis: UAB „FlixAuto“ finansinės ataskaitos

Skubaus likvidumo koeficientas yra tikslesnis, kadangi iš trumpalaikio turto yra atimamos atsargos, kurias įmonės dažnai didina siekdamas pagerinti bendrojo likvidumo reikšmę. Šis rodiklis neturi būti mažesnis už 1, tačiau UAB „FlixAuto“ jis buvo mažesnis. Ir nors analizuojamu laikotarpiu jis didėjo, tačiau leidžia daryti išvadą, kad įmonei kiltų sunkumų jei tektų greitai padengti trumpalaikius įsipareigojimus.

Pastebėtina, kad įmonės veikloje išryškėja ženklus skirtumas tarp bendrojo ir skubaus likvidumo rodiklių. Tai rodo, kad įmonėje yra didelis atsargų, kurios gali būti nelikvidžios, kiekis.

Grynojo apyvartinio kapitalo rodiklis yra teigiamas, o tai rodo, kad įmonės trumpalaikis turtas viršija trumpalaikes skolas. Tai liudija, kad 2011-2013 m. laikotarpiu įmonei užteko trumpalaikio turto padengti savo trumpalaikiams įsipareigojimams.

„Rodiklių skaičiavimo metodikoje“ (2010) nurodoma, kad kuo konservatyvesnė įmonės pinigų valdymo politika, tuo didesnis laikomų pinigų ir pinigų ekvivalentų likutis, tuo pardavimų apmokėjimo koeficientas aukštesnis. 2011-2013 m. laikotarpiu UAB „FlixAuto“ šis rodiklis svyravo tarp -0,04 ir -0,07, o tai parodo įmonės pardavimų pajamų nelikvidumą dėl nekonservatyvios įmonės pinigų valdymo politikos.

Įvertinus trumpalaikį likvidumą nustatyta, kad UAB „FlixAuto“ 2013 m. efektyviau pradėtos naudoti atsargos ir valdyti kitas trumpalaikis turtas ir įsipareigojimai, padidėjo grynasis apyvartinis kapitalas (lyginant su 2011 m. įmonės trumpalaikis turtas 258 374 Lt viršijo trumpalaikes skolas). Ir nors pardavimų apmokėjimo koeficientas buvo neigiamas, tačiau galima teigti, jog trumpuoju periodu įmonė pajėgi laiku įvykdyti įsipareigojimus.

3.2.2. Ilgalaikio mokumo (likvidumo) rodiklių vertinimas

Apskaičiuoti pagrindiniai UAB „FlixAuto“ ilgalaikio mokumo (likvidumo) rodikliai pateikiami 5 lentelėje.

5 lentelė. Įmonės ilgalaikio mokumo (likvidumo) rodiklių 2011-2013 m. analizė

Rodiklio pavadinimas	Rodiklio reikšmė			Pasikeitimai, palyginus su 2011 m. (+,-)	
	2011 m	2012 m	2013 m	2012 m	2013 m
Bendrasis skolos koeficientas	1,05	1,15	1,42	0,1	0,37
Ilgalaikių skolų koeficientas	0,61	0,71	0,88	0,1	0,27
Ilgalaikių skolų apdraustumo koeficientas	0,06	0,05	0,03	-0,01	-0,03
Finansinis svertas	0,00	0,00	0,00	-	-
Pastovaus mokumo koeficientas	0,00	0,00	0,00	-	-
Finansinės priklausomybės koeficientas	0,00	0,00	0,00	-	-
Nuosavybės rodiklis	0,00	0,00	0,00	-	-

Šaltinis: UAB „FlixAuto“ finansinės ataskaitos

Kuo bendrasis skolos koeficientas didesnis, tuo aukštesnis įmonės finansinės rizikos laipsnis, t.y. dideli įsipareigojimai, kuriuos teks padengti ateityje (Rodiklių skaičiavimo metodika, 2010). Priimtina šio rodiklio reikšmė yra nuo 0,3 iki 0,5. 2011-2013 m. laikotarpiu UAB „FlixAuto“ bendrasis mokumo koeficientas maksimalią šio rodiklio priimtina reikšmę viršijo daugiau kaip du kartus. 2011-2013 m. laikotarpiu ši reikšmė padidėjo 0,37, t.y. vienam įmonės turto litui 2013 m. teko 0,37 lt daugiau nei 2011 m. Tai rodo, jog įmonės finansinė būklė nėra gera, nes turtui įsigyti ji dažniausiai naudoja skolintas lėšas.

Ilgalaikių skolų koeficientas per analizuojamą laikotarpį padidėjo 0,27 punkto. Tokį augimą sąlygojo viso įmonės turto mažėjimas. 2011 m. nuosavo kapitalo litui teko 0,61 lito ilgalaikių įsipareigojimų, o 2013 m. – jau 0,88 lito. Didėjanti rodiklio reikšmė rodo didesnę riziką, kad bankroto atveju su kreditoriais reikės atsiskaityti greičiau nei su savininkais.

Tuo tarpu ilgalaikių skolų apdraustumo koeficientas mažėja – analizuojamo laikotarpio pabaigoje jis buvo 0,03 punkto mažesnis nei 2011 m. Apskritai, visu 2011-2013 m. laikotarpiu šis rodiklis buvo labai mažas, o tai reiškia, kad įmonės turimo ilgalaikio turto, kurį sudaro įmonės įstatinis kapitalas, vertė yra nežymiai didesnė už ilgalaikius įsipareigojimus.

Visu analizuojamu laikotarpiu finansinis svertas, pastovaus mokumo koeficientas, finansinės priklausomybės koeficientas ir nuosavybės rodikliai lygūs 0, kadangi įmonės nuosavo

kapitalo reikšmės yra neigiamos. Taip yra todėl, kad įmonė nuosavo ilgalaikio turto neturi. Visos patalpos yra nuomojamos.

Įvertinus ilgalaikį likvidumą nustatyta, kad UAB „FlixAuto“ finansinė būklė nėra gera, nes turtui įsigyti ji dažniausiai naudoja skolintas lėšas, o vieną ilgalaikių įsipareigojimų litą visu analizuojamu laikotarpiu dengė tik 0,03-0,06 lt nuosavo kapitalo, kurį sudaro tik įmonės įstatinis kapitalas, t.y. 10 000 lt.

3.2.3. Pelningumo rodiklių analizė

Apskaičiuoti pagrindiniai UAB „FlixAuto“ pelningumo rodikliai pateikiami 6 lentelėje.

6 lentelė. Įmonės pelningumo rodiklių 2011-2013 m. analizė

Rodiklio pavadinimas	Rodiklio reikšmė			Pasikeitimai, palyginus su 2011 m. (+,-)	
	2011 m	2012 m	2013 m	2012 m	2013 m
Bendras pelningumas, proc.	30,7	33,5	32,6	2,8	1,9
Grynasis pelningumas, proc.	0,00	0,00	0,00	-	-
Veiklos pelningumas, proc.	0,00	0,00	0,00	-	-
Turto pelningumas (graža) ROA, proc.	0,00	0,00	0,00	-	-
Nuosavo kapitalo pelningumas ROE, proc.	0,00	0,00	0,00	-	-
Akcinio kapitalo pelningumas (nuosavybės graža)	0,00	0,00	0,00	-	-
Pastovaus kapitalo pelningumas ROCE	0,00	0,00	0,00	-	-

Šaltinis: UAB „FlixAuto“ finansinės ataskaitos

Bendrojo pelningumo rodiklis parodo, kuo didesnė bendrojo pelno suma uždirbama kiekvienam pardavimo pajamų litui, tuo efektyvesnė įmonės veikla. 2011-2013 m. laikotarpiu įmonė iš vieno pardavimo lito uždirbo daugiau kaip 30 centų. Tai nėra labai geras rezultatas, kuris byloja apie mažėjančias pardavimo apimtis ir didėjančią pardavimų savikainą.

Visu analizuojamu laikotarpiu įmonės grynasis pelningumas ir veiklos pelningumas yra 0 proc., kadangi grynojo pelno ir veiklos pelno rodikliai, kurie reikalingi grynajam ir veiklos pelningumui apskaičiuoti, yra neigiami. Atsižvelgiant į tai galima teigti, kad įmonės veikla nėra efektyvi.

Iš 2011-2013 m. UAB „FlixAuto“ pelno (nuostolio) ataskaitų matome, kad visu analizuojamu laikotarpiu įmonė dirbo nuostolingai, t.y. ji neuždirbo grynojo pelno, o patyrė

nuostolio. Dėl neigiamos grynojo pelno reikšmės rodiklių ROA, ROE, ROCE ir akcinio kapitalo pelningumo rodiklis bus 0 proc.

Įvertinus įmonės pelningumo rodiklius nustatyta, kad UAB „FlixAuto“ veikla nėra efektyvi, nes įmonė ne tik neuždirba grynojo pelno, bet ir mažėja jos pardavimų apimtys bei auga pardavimų savikaina.

3.2.4. Veiklos efektyvumo ir turto apyvartumo rodiklių analizė

Apskaičiuoti pagrindiniai UAB „FlixAuto“ veiklos efektyvumo ir turto apyvartumo rodikliai pateikiami 7 lentelėje.

7 lentelė. Įmonės veiklos efektyvumo ir turto apyvartumo rodiklių 2011-2013 m. analizė

Rodiklio pavadinimas	Rodiklio reikšmė			Pasikeitimai, palyginus su 2011 m. (+,-)	
	2011 m	2012 m	2013 m	2012 m	2013 m
Parduotų prekių savikaina vienam pardavimų litui rodiklis (proc.)	69,3	66,5	67,4	-2,8	-1,9
Veiklos sąnaudų vienam pardavimų litui rodiklis (proc.)	32,6	36,6	38,6	4	6
Turto apyvartumo koeficientas	2,99	3,77	4,17	0,78	1,18
Apyvartinio kapitalo apyvartumo koeficientas	5,78	7,22	9,83	1,44	4,05
Trumpalaikio turto apyvartumo koeficientas	3,1	3,92	4,3	0,82	1,2
Trumpalaikio turto apyvartumas dienomis	117,57	93,12	84,97	-24,45	-32,6
Ilgalaikio turto apyvartumo koeficientas	84,4	98,27	138,13	13,87	53,73
Ilgalaikio turto apyvartumas dienomis	4,32	3,71	2,64	-0,61	-1,68
Atsargų apyvartumo koeficientas	2,84	3,63	4,14	0,79	1,3
Atsargų apyvartumas dienomis	128,7	100,45	88,1	-28,25	-40,6
Debitorinio įsiskolinimo apyvartumo koeficientas	18,81	17,22	16,67	-1,59	-2,14
Debitorinio įsiskolinimo apyvartumas dienomis	19,41	21,2	21,89	1,79	2,48
Kreditorinio įsiskolinimo apyvartumo koeficientas	1,97	2,18	1,97	0,21	0,00
Kreditorinio įsiskolinimo apyvartumas dienomis	184,97	167,51	184,88	-17,46	-0,09

Šaltinis: UAB „FlixAuto“ finansinės ataskaitos

Parduotų prekių savikaina vienam pardavimų litui rodiklis analizuojamu laikotarpiu svyruoja 66-69 proc. ribose. Tai reiškia, kad pardavimų savikaina vienam pardavimo litui visu analizuojamu laikotarpiu buvo apie 70 centų. Tai nėra gera šio rodiklio reikšmė, kuri dar kartą patvirtina faktą, jog būtina imtis priemonių siekiant sumažinti įmonės pardavimo savikainą.

Veiklos sąnaudų vienam pardavimų litui rodiklis analizuojamu laikotarpiu didėjo dėl veiklos sąnaudų didėjimo ir pardavimo pajamų mažėjimo.

Visu analizuojamu laikotarpiu turto apyvartumo koeficientas didėjo. O tai byloja, kad įmonė savo turimą turtą naudojo gana efektyviai.

Apyvartinio kapitalo apyvartumo koeficientas didėjo. Tai rodo, jog šis kapitalas per metus padaro daugiau apyvartų, į jį mažėja įmonės investicijos ir jo valdymas yra efektyvesnis.

Trumpalaikio turto apyvartumo koeficientas didėjo, tačiau jo reikšmė nebuvo didelė ir svyravo 3,1-4,3 ribose. Tai rodo, jog tiek pajamų teko vienam trumpalaikio turto litui. Taigi, nors trumpalaikis turtas naudojamas efektyviai, tačiau jis nepakankamai intensyviai cirkuliavo.

Nors trumpalaikio turto apyvartumas dienomis mažėjo, tačiau jo reikšmė nėra gera, nes rodo, kad analizuojamu laikotarpiu trumpalaikis turtas apyvartą 2011 m. padarydavo per 117,57 dienos, 2012 m. – per 93,12 dienos ir 2013 m. – 84,97 dienos. Tai reiškia, kad įmonės veikla nėra efektyvi, nes buvo įšaldoma daug įmonės lėšų ilgam laikotarpiui trumpalaikio turto pavidalu.

Ilgalaikio turto apyvartumo koeficientas analizuojamu laikotarpiu padidėjo nuo 84,4 iki 138,13. Tai rodo, jog augo ir pajamų, tekusių kiekvienam ilgalaikio turto litui. Tai reiškia, įmonės turimas ilgalaikis turtas cirkuliavo intensyviai.

Tuo tarpu ilgalaikio turto apyvartumas dienomis mažėjo. Šis rodiklis rodo, kad ilgalaikis turtas apyvartą 2011 m. padarydavo per 4,32 dienos, 2012 m. – 3,71 dienos ir 2013 m. – 2,64 dienos. Tai reiškia, kad įmonės ilgalaikio turto apyvartumas buvo geras.

Atsargų apyvartumo koeficientas didėjo. Šis rodiklis rodo, kad 2011 m. atsargos per metus buvo atnaujintos 2,84 kartų, 2012 m. – 3,63 kartų ir 2013 m. – 4,14 kartų. Toks rodiklis yra labai nedidelis, todėl gali pakenkti įmonės pardavimų kokybei ir rodo žemą įmonės apsirūpinimą atsargomis.

Tuo tarpu atsargų apyvartumas dienomis mažėjo. Tai reiškia, kad 2011 m. atsargos apyvartą padarydavo (buvo atnaujintos) per 128,7 dienos, 2012 m. – per 100,45 dienos, o 2013 m. – per 88,1 dienos. Nors per analizuojamą laikotarpį atsargų atnaujinimas sumažėjo 40,6 dienų, tačiau jis yra pakankamai aukštas. Todėl galima teigti, kad atsargų apyvartumas įmonėje nebuvo gana, įmonės veikla neefektyvi, nes buvo įšaldomos prekės ilgam laikotarpiui, prekės buvo nepaklausios.

Debitorinio įsiskolinimo apyvartumo koeficientas mažėjo. Šis rodiklis rodo, kad 2011 m. klientai savo įsiskolinimus padengdavo 18,81 kartų per metus, 2012 m. – 17,22 kartų, o 2013 m. – 16,67 kartų. Šis rodiklis yra pakankamas, nes klientai savo įsiskolinimus padengdavo atitinkamai kas 1,57, 1,44 ir 1,39 mėnesio.

Tuo tarpu debitorinio įsiskolinimo apyvartumas dienomis didėjo. Tai reiškia, kad 2011 m. debitoriniai įsiskolinimai apyvartą padarydavo per 19,41 dienų, 2012 m. – per 21,2 dienų ir 2013 m. – per 21,89 dienų. Nors šis rodiklis didėjo, tačiau galima teigti, kad debitorinio įsiskolinimo apyvartumas įmonėje buvo gana geras, kadangi klientai savo įsiskolinimus dažniausiai padengdavo per mėnesį.

Kreditorinio įsiskolinimo apyvartumo koeficientas 2012 m., lyginant su 2011 m., padidėjo, tačiau 2013 m. vėl pasiekė 2011 m. lygį. Šis rodiklis rodo, kad 2011 m. ir 2013 m. įmonė savo įsiskolinimus padengdavo 1,97 karto per metus, o 2012 m. – 2,18 kartų. Toks rodiklio dydis nėra pakankamas ir gali pakenkti santykiams su tiekėjais, nes įmonė savo įsiskolinimus padengdavo maždaug kas 6 mėnesius, t.y. daugiau kaip 3 kartus rečiau, negu įmonei savo įsiskolinimus padengdavo klientai.

Kreditorinio įsiskolinimo apyvartumas dienomis rodo, 2011 m. ir 2013 m. įmonė su tiekėjais atsiskaitydavo per 185 dienas, o 2012 m. – per 167,5 dienas. Nors tokia rodiklio reikšmė signalizuoja apie vėluojančius atsiskaitymus su tiekėjais, tačiau jei tokie atsiskaitymo terminai yra pasirašyti tiekimo sutartyse, šio rodiklio reikšmė neigiamos įtakos santykiuose su tiekėjais neturi.

Įvertinus įmonės veiklos efektyvumo ir turto apyvartumo rodiklius nustatyta, kad UAB „FlixAuto“ būtina imtis priemonių siekiant sumažinti įmonės pardavimo savikainą. Nors įmonė savo turimą turtą naudojo gana efektyviai, jos apyvartinis kapitalas per metus padarė nuo 5,78 (2011 m.) iki 9,83 (2013 m.) apyvartų, tačiau buvo įšaldoma daug įmonės lėšų ilgam laikotarpiui trumpalaikio turto pavidalu (šis turtas apyvartą padarydavo per 84,97-117,57 dienas, vienam trumpalaikio turto litui teko tik 3,1-4,3 lito pajamų). Tuo tarpu įmonės turimas ilgalaikis turtas cirkuliavo intensyviai (kiekvienam ilgalaikio turto litu teko nuo 0,84 iki 1,38 lito, o ilgalaikis turtas apyvartą padarydavo per 2,64-4,32 dienas). Įmonėje yra žemas atsargų apyvartumo koeficientas, o tai rodo žemą įmonės apsirūpinimą atsargomis. Tuo tarpu atsargų apyvartumo dienomis rodiklis rodo, kad įmonėje buvo įšaldomos prekės ilgam laikotarpiui, prekės buvo nepaklausios. Debitorinio įsiskolinimo apyvartumas įmonėje buvo gana geras, kadangi klientai savo įsiskolinimus dažniausiai padengdavo per mėnesį. Tuo tarpu pati įmonė su tiekėjais atsiskaitydavo per 167,5- 185 dienas.

3.2.5. Įmonės bankroto prognozavimas

UAB „FlixAuto“ bankroto tikimybė įvertinta pagal E. Altmano „Z modelį“. Pagal E. Altmano metodiką, kai Z koeficientas patenka į intervalą nuo 1,81 iki 2,7, tai bankroto tikimybė didelė, nuo 2,80 iki 2,90 – galima, o virš 3 – labai maža. Įmonės bankroto tikimybės įvertinimui buvo naudojami 2011-2013 m. finansinių ataskaitų duomenys, o skaičiavimo rezultatai pateikti 8 lentelėje.

8 lentelė. Įmonės bankroto tikimybės įvertinimas

RODIKLIAI	REIKŠMĖ		
	2011 m.	2012 m.	2013 m.
Apyvartinio kapitalo ir turto santykis (X_1)	0,52	0,52	0,42
Nepaskirstyto pelno ir turto santykis (X_2)	0,92	1,26	1,36
Pelno iki apmokestinimo ir turto santykis (X_3)	0,00	0,00	0,00
Nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų santykis (X_4)	0,00	0,00	0,00
Pardavimų ir turto santykis (X_5)	2,99	3,77	4,17
Z koeficientas = $1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$	4,9	6,15	6,57

Šaltinis: Sudaryta darbo autorės

Įvertinus UAB „FlixAuto“ veiklą 2011-2013 m. matome, kad bankroto tikimybė yra labai maža, nes visu analizuojamu laikotarpiu Z reikšmė buvo didesnė už 3. Z koeficiento dydžiui reikšmingos įtakos neturėjo ir tai, jog dėl neigiamų rodiklių, reikalingų likvidumui ir svertui apskaičiuoti, reikšmių dviejų rodiklių reikšmės lygios 0.

3.3. Vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodu

3.3.1. Laisvųjų pinigų srautų (FCF) nustatymas

FCF nustatymas atliekamas iš veiklos pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą, ir amortizaciją atimant įmonės investicijas bei pelno mokestį, todėl šiame etape būtina atlikti kruopščią dabartinių buhalterinių duomenų analizę ir jų ateities prognozavimą.

Veiklos pajamos. Pirmiausiai reikia numatyti įmonės ateities pardavimus, todėl reikia įvertinti įmonės padėtį konkurencinėje rinkoje ir ekonomines prognozes transporto priemonių atsarginių dalių didmeninės ir mažmeninės prekybos bei serviso paslaugų rinkai.

Kaip pastebi A. Samoškienė (2011, p. 90), „automobilių gamyba ir prekyba jais yra išskirtinai svarbūs elementai šiuolaikinės visuomenės ekonomikai.“ Automobilis Lietuvoje nėra prabangos dalykas. Rinkos tyrimų bendrovės „Autotyrimai“ duomenimis 2013 m. Lietuvoje iš viso buvo įregistruoti 13 987 automobiliai, o tai yra 2 proc. daugiau nei 2012 m. (13 763 vnt.).

Tačiau pastebėtina, kad lietuviai nuperka labai mažai naujų automobilių. Anot „Autoplus.lt“ plėtros vadovo V. Daukšos (2013), per 2013 m. balandžio-birželio mėn. šalyje buvo nupirkta 3,7 tūkst. naujų ir 39,6 tūkst. naudotų automobilių. Taigi, lietuviai dažniausiai perka pigesnius naudotus automobilius, kuriems daug dažniau reikia remonto nei naujiems automobiliams. Todėl transporto priemonių atsarginių dalių didmeninės ir mažmeninės prekybos bei serviso paslaugų rinka Lietuvoje yra didelė, t.y. rinkoje daug analogiškas paslaugas teikiančių įmonių.

UAB „FlixAuto“ klientus galima suskirstyti į du segmentus: fiziniai ir juridiniai asmenys. Fiziniai asmenys įmonės teikiamomis paslaugomis naudojami sugedus asmeniniams, o juridiniai asmenys – tarnybiniams automobiliams. Pagrindiniai įmonės paslaugų vartotojai yra juridiniai asmenys – jie sudaro apie 65 proc. visų įmonės teikiamų paslaugų vartotojų. Pastebėtina, kad fiziniai asmenys už suteiktas paslaugas apmoka iš karto, tuo tarpu juridiniai asmenys dažniausiai apmokėjimą atlieka vėliau, per sutartyse nustatytą laiką. UAB „FlixAuto“ konkurentai yra visos transporto priemonių atsarginių dalių didmeninės ir mažmeninės prekybos bei serviso paslaugas teikiančios įmonės Lietuvoje. Kadangi rinkoje yra labai daug konkurentų, tikslinga juos apjungti į strategines grupes, kurios skiriasi paslaugų teikimo gamybos apimtimis, modernių technologijų galimybėmis, produkcijos kokybe ir kaina, atstovų tinklo platumu ir kt.:

- Plati paslaugų linija, platus paslaugų teikimo tinklas, vidurinė kokybė – 10 proc. rinkos (UAB „Kemi“, UAB „Tanagra“ ir kt.);
- Plati paslaugų linija, siauras paslaugų teikimo tinklas, vidutinė kokybė – 70 proc. rinkos (UAB „FlixAuto“, UAB „Automarkt“, UAB „Autopulsas“ ir kt.);
- Siaura paslaugų linija, aukšta paslaugų kokybė, aukštos kainos ir technologijos – 10 proc. rinkos (specializuoti automobilių serviso, pvz., NISSAN, FORD, VOLVO ir kt.)
- Siaura paslaugų linija, pilnai automatizuoti, žemos kainos, žemas aptarnavimo lygis – 10 proc. rinkos (individualią veiklą pagal patentus vykdančios asmenys).

Lietuvos Respublikos Ūkio ministerijos (2014) duomenimis, 2013 m. variklinių transporto priemonių ir motociklų didmeninės ir mažmeninės prekybos bei remonto įmonių apyvarta (be PVM) siekė 8,7 mlrd. litų, o tai buvo 10,7 proc. daugiau nei 2012 m. „Swedbank“ ekonomikos apžvalgoje“ (2014) prognozuojama, kad Lietuvoje 2014 m. paspartės ekonomikos augimas, o ypač išaugs 2015 m., kuomet Lietuva prisijungs prie euro zonos. Prognozuojama, kad realusis BVP 2014 m. bus 3,7 proc., o 2015 m. – 4,2 proc. 2013 m. vidutinė metinė infliacija nukrito iki 1 proc., o tai buvo gerokai žemiau Mastroichto kainų stabilumo kriterijaus. Dėl išliekančios žaliavų kainų mažėjimo tendencijos prognozuojama, kad 2014 m. infliacija bus 1,5 proc. Tačiau didėjančios darbo sąnaudos jau 2015 m. lems ir spartesnę kainų augimą, todėl prognozuojama, kad infliacija turėtų padidėti iki 3 proc.

Atlikta analizė leidžia daryti prielaidą, kad rinka, kurioje savo veiklą vykdo UAB „FlixAuto“, turi tendenciją augti. Iš įmonės 2011-2013 m. pelno (nuostolių) ataskaitų matome, kad veiklos pajamų augimas 2012 m. buvo 7,12 proc., o 2013 m. – 10,36 proc. lyginant su ankstesniais metais. Todėl ir artimiausiam penkerių metų laikotarpiui taip pat numatomas veiklos pajamų augimas (žr. 9 lent.).

9 lentelė. Prognozuojami pardavimai 2014-2018 m.

Metai	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.
Veiklos pajamos, lt	5370000	5395000	5425000	5710000	5985000
Pokytis, proc.	5,61	4,66	5,56	5,25	4,82

Toks nežymus (apie 5 proc.) veiklos pajamų augimas prognozuojamas atsižvelgiant į tai, kad 2015 m. Lietuvai įsivedus eurą 1) kuriam laikui gali sumažėti vartojimas, t.y. šalies gyventojai taupys savo gaunamas lėšas naująja valiuta; 2) pradėjus augti šalies ekonomikai gyventojai pirks daugiau naujų automobilių, kurių techninį aptarnavimą patikės specializuotiems automobilių servisams.

Veiklos sąnaudos. UAB „FlixAuto“ istorinis (2011-2013 m.) balansas rodo, kad 2012 m. veiklos sąnaudos ženkliai didėjo (20,24 proc.) lyginant su 2011 m., tačiau 2013 m. jos sumažėjo 5,46 proc. lyginant su 2012 m. Atsižvelgiant į tai, jog antraisiais veiklos metais įmonei jau nereikėjo pirkti tiek daug paslaugų teikimui reikalingų darbo priemonių, prognozuojama, kad tokia tendencija išliks ir ateityje (žr. 10 lent.).

10 lentelė. Prognozuojamos sąnaudos 2014-2018 m.

Metai	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.
Veiklos sąnaudos, lt	1980000	2010000	2030000	2050000	2080000
Pokytis, proc.	0,86	1,52	1,0	0,99	1,46

Pelnas prieš mokesčius ir palūkanas (EBIT). Šis rodiklis yra vienas svarbiausių įmonės veiklos efektyvumą identifikuojančių rodiklių. Jis parodo įmonės veiklos ir investavimo metu uždirbtą pelną, kurį įmonė galėtų gauti jei neturėtų finansinių skolų (Įmonių finansinė..., 2010). EBIT išreiškiamas skirtumu tarp įmonės pajamų ir veiklos sąnaudų (žr. 11 lent.).

11 lentelė. EBIT prognozė 2014-2018 m.

Metai	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.
Veiklos pajamos, lt	5370000	5395000	5425000	5710000	5985000
Veiklos sąnaudos, lt	1980000	2010000	2030000	2050000	2080000
EBIT	3390000	3385000	3395000	3660000	3905000

Pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA). Tačiau verslo vertintojai vietoje EBIT siūlo naudoti EBITDA, t.y. rodiklį, kurį skaičiuojant įtraukiamas ir nusidėvėjimas bei amortizacija. Šis rodiklis „parodo uždirbtą pelną prieš įmonės finansavimo politikos, o taip pat pelno mokesčio poveikio pelnui vertinimą“ (Įmonių finansinė..., 2010). Kadangi UAB „FlixAuto“ visas patalpas nuomoja, ji nuosavo ilgalaikio turto turi mažai ir jį sudaro tik programinė įranga bei modernūs darbo įrankiai, kurių vertė didesnė kaip 500 litų. Todėl ir nusidėvėjimo suma nėra didelė. Tikėtina, kad ji mažai kils ir ateityje (žr. 12 lent.).

12 lentelė. EBITDA prognozė 2014-2018 m.

Metai	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.
EBIT	3390000	3385000	3395000	3660000	3905000
Nusidėvėjimas, lt	3200	3300	3250	3300	3350
EBITDA	3393200	3388300	3398250	3663300	3908350

Grynojo apyvartinio kapitalo pokytis. Atliekant įmonės vertinimą labai svarbu nustatyti ir prognozuoti jos grynojo apyvartinio kapitalo pasikeitimus. Jie nustatomi iš įmonės trumpalaikio turto atimant trumpalaikius įsipareigojimus. Tada apskaičiuotas vienerių metų apyvartinis kapitalas yra palyginamas su kitų metų apyvartiniu kapitalu. Tas skirtumas ir parodys grynojo apyvartinio kapitalo pokytį.

Anot G. Kalčinsko (2010, p. 156), apyvartinio kapitalo rodiklis, kuris gali būti teigiamas arba neigiamas, rodo, ar „balanso sudarymo dieną įmonė turėjo pakankamai likvidaus turto trumpalaikiams (apmokėtiniams per vienerius metus) įsipareigojimams padengti.“ UAB „FlixAuto“ istorinis (2011-2013 m.) balansas rodo, kad analizuojamu laikotarpiu įmonė pajėgi turimu trumpalaikiu turtu padengti savo trumpalaikius įsipareigojimus, t.y. apyvartinio kapitalo rodiklis yra teigiamas. Tačiau 2012 m. įmonės grynasis apyvartinis kapitalas buvo 14,32 proc. mažesnis nei 2011 m., o 2013 m. – 34,17 proc. mažesnis nei 2012 m (atitinkamai 785448 lt ir 517025 lt). Atsižvelgiant į tai, kad artimiausiam penkerių metų laikotarpiui numatomas veiklos pajamų augimas, daroma prielaida, kad per artimiausius penkerius metus panašiomis tendencijomis didės ir įmonės grynasis apyvartinis kapitalas (žr. 13 lent.).

13 lentelė. Grynojo apyvartinio kapitalo pasikeitimo prognozė 2014-2018 m.

Metai	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.
Grynasis apyvartinis kapitalas	546030	571475	603249	634920	665523
Augimas, proc.	5,61	4,66	5,56	5,25	4,82
Grynojo apyvartinio kapitalo pasikeitimas	29005	25445	31774	31671	30603

Investicijos. Per artimiausius penkerius metu įmonės vadovai nežada daryti didelių investicijų, nesvarsto ir plėtimosi galimybių. Visas dėmesys artimiausiu metu bus skiriamas rinkos dalies išlaikymui ir maksimaliam gamybos pajėgumų panaudojimui. Atsižvelgiant į tai daroma prielaida, kad 2014-2018 m. įmonė investuos tik į programinę įrangą bei modernius darbo įrankius. Tokių investicijų vertė bus lygi turto nusidėvėjimui (žr. 12 lent.).

Pelno mokestis. Pelno mokestį Lietuvoje privalo mokėti juridiniai asmenys. Jis apskaičiuojamas apmokestinamąjį pelną padauginus iš pelno mokesčio tarifo. UAB „FlixAuto“ taikomas 15 proc. pelno mokesčio tarifas, kuris skaičiuojamas nuo įmonės EBIT (žr. 14 lent.).

14 lentelė. Pelno mokesčio prognozė 2014-2018 m.

Metai	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.
EBIT	3390000	3385000	3395000	3660000	3905000
Pelno mokestis (15 proc.)	508500	507750	509250	549000	585750

Laisvojo pinigų srauto galutinis įvertinimas (FCF). Laisvieji pinigų srautai įmonei apskaičiuojami pagal formulę (1), t.y. iš veiklos pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA) atimant įmonės investicijas bei pelno mokestį (žr. 15 lent.).

15 lentelė. Laisvojo pinigų srauto prognozė 2014-2018 m.

Metai	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.
EBITDA	3393200	3388300	3398250	3663300	3908350
(-) Grynojo apyvartinio kapitalo pasikeitimas	29005	25445	31774	31671	30603
(-) Investicijos	3200	3300	3250	3300	3350
(-) Pelno mokestis	508500	507750	509250	549000	585750
(=) Laisvasis pinigų srautas	2852495	2851805	2853976	3079329	3288647

3.3.2. Diskonto normos (WACC) nustatymas

Atliekant įmonės vertinimą svarbu nustatyti ir laisvuosius pinigų srautus dabartiniu metu. Tai atliekama svertinių kapitalo sąnaudų (WACC) metodu, kuris rodo tokią diskonto procentinę reikšmę, pagal kurią būtų galima atsiskaityti ir su įmonės kreditoriais, ir su jos savininkais (Ginevičius et al, 2009).

WACC formulė (2) reikalauja apskaičiuoti atskirus rodiklius. Vieni tokių yra *nuosavas kapitalas (E)* ir *skolintas kapitalas (D)*. Šiuos rodiklius sužinome iš įmonės balanso, kur matome, kad 2013 m. įmonės nuosavas kapitalas buvo neigiamas (-228081 lt), o skolintas kapitalas siekė 1737052 lt. Žinome ir *pelno mokesčio normą (T)*, kuri UAB „FlexAuto“ siekia **15 proc.**

Nuosavo kapitalo grąžą (Re) rekomenduojama apskaičiuoti remiantis CAPM modeliu pagal žemiau pateiktą formulę (Hitchner, 2006):

$$R_e = R_f + (\beta \times (R_m - R_f)) + R_p \quad (10)$$

Kur:

R_f (risk free) – nerizikinga investicijų grąžos norma,

R_p (risk premium) – specifinė rinkos rizikos premija,

R_m-R_f (expected market return) – akcininkų nuosavybės rizikos premija, atspindinti reikalaujamą akcinio kapitalo investicijų grąžos premiją, lyginant su nerizikinga investicijų grąžos norma,

β (beta) – santykinis rizikos koeficientas, atspindintis įmonės ar ūkio šakos rizikingumo laipsnį lyginant su visomis įmonėmis rinkoje.

R_f yra nustatomas šalies vyriausybės obligacijų pardavimo aukcionuose ir išreiškia investicijų (dažniausiai į vyriausybės obligacijas) pelningumą. 2014 m. vasario 3 d. įvykusiame aukcione Lietuvos Respublikos Vyriausybės obligacijų (kurių išpirkimas įvyks 2018 m. spalio 31 d.) vidutinė pelningumo norma yra **2,210 proc.** (Lietuvos Bankas, 2014).

R_p parodo, kokios investuotojai tikisi grąžos, kai prisiima riziką įeinant į užsienio rinką. Ši premija kiekvienai valstybei yra skirtinga. 2014 m. sausio mėn. Lietuvai nustatyta specifinė rinkos rizikos premija yra **1,97 proc.** (Damodaran, 2014b). Tačiau reikia atkreipti dėmesį į tai, kad mažoms ir nelistinguotoms įmonėms yra rekomenduojama papildomai taikyti 3-5 proc. rizikos premiją. UAB „FlexAuto“ bus taikomas rekomenduojamos rizikos premijos vidurkis (t.y. 4 proc.). Tokiu būdu bendra įmonės rizikos premija bus **5,97 proc.**

(R_m-R_f) profesionalūs vertintojai naudoja pripažintą vidurkį, kuris siekia **5 proc.**

Vidutinis β koeficientas auto dalių (auto parts) sektoriuje 2014 m. sausio mėn. buvo **1,23** (Damodaran, 2014a).

Įrašius visas šias reikšmes į formulę (10) apskaičiuojama, kad nuosavo kapitalo grąža yra **14,33 proc.** ($re = 2,210 + (1,23 \times 5) + 5,97 = 14,33$).

Reikalaujama skolinto kapitalo grąža (Rd) dažniausiai yra prilyginama įmonės ilgalaikių paskolų vidutinei palūkanų normai, kuri apskaičiuojama pagal formulę LIBOR+1. LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) yra vidutinės tarpbankinės palūkanų normos, kuriomis bankai pageidauja (pasiruošę) paskolinti lėšas kitiems bankams JAV doleriais, eurai ir kitomis pagrindinėmis pasaulio valiutomis. Šį rodiklį skaičiuoja British Bankers Association (Britų Bankų Asociacija). Jis fiksuojamas kiekvieną darbo dieną (pagal Jungtinės Karalystės darbo dienų kalendorių) 11 val. ryte Londono laiku. 2014 m. sausio 13 d. LIBOR siekė 0,52671 proc. (SEB bankas, 2014). Žinant LIBOR reikšmę galima apskaičiuoti ir skolinto kapitalo kaštus, kurie siekia **1,52671 proc.** ($0,52671+1$).

Žinant visas formulėje (2) reikalaujamas reikšmes galima apskaičiuoti diskonto normą, kuri parodo, kokia norma bus diskontuojami įmonės ateities pinigų srautai:

$$WACC = (14,33 \text{ proc.} \times \frac{0}{1737052}) + (1,52671 \text{ proc.} \times \frac{1737052}{1737052}) \times (1-15 \text{ proc.}) = 1,3 \text{ proc.}$$

3.3.3. Įmonės tęstinės vertės (CV) nustatymas

Remiantis LEPA metodika (2007), įvertinus svertinius kapitalo kaštus reikia įvertinti tęstinę įmonės verslo vertę (CV). Kitaip sakant, reikia prognozuoti, kokia bus įmonės ateities pinigų vertė po prognozuojamo penkerių metų (2014-2018 m.) laikotarpio. Toks prognozavimas yra reikalingas tam, kad nebūtų daroma prielaida, jog pasibaigus prognozuojamam laikotarpiui įmonė nebevykdys savo veiklos.

CV apskaičiuoti pagal formulę (3) yra būtina žinoti atskirų rodiklių reikšmes.

FCF_{n+1} rodiklis reikalauja laisvųjų pinigų srauto paskutiniaisiais prognozuojamais metais reikšmės. UAB „FlixAuto“ paskutiniai prognozuojami metai yra 2018 m., o tais metais prognozuojamas laisvasis pinigų srautas yra lygus **3288647 lt.**

Formulėje reikalaujama g reikšmė yra laisvųjų pinigų srautų ilgalaikio augimo norma, kuri dažniausiai prilyginama ilgalaikiam šalies realiojo BVP augimui. Dabartiniu metu Europos Komisija Lietuvai prognozuoja **3,5 proc.** BVP augimą. Diskonto norma WACC apskaičiuota 3.2.2 poskyryje ir yra lygi **1,3 proc.**

Irašius reikiamus duomenis (3) formulėje apskaičiuojame CV, kuri lygi 2.529.725 lt ($CV = 3288647/1,3-3,5 = 2.529.725$ lt).

3.3.4. Galutinis įmonės vertės nustatymas

Žinant visus 1-3 formulėse apskaičiuotus duomenis galima apskaičiuoti prognozuojamų piniginių srautų bei testinės verslo vertės dabartinę vertę (t.y. diskontuoti) pagal (4) formulę:

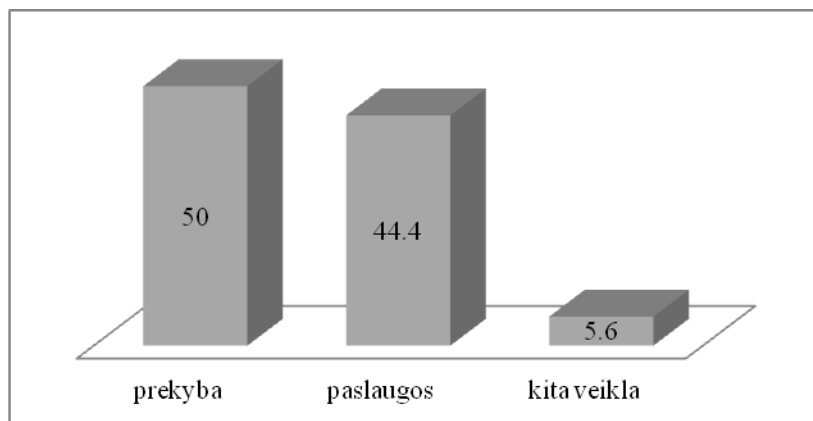
$$DCF = 2.852.495 / (1+1,3) + 2.851.805 / (1+1,3) + 2.853.976 / (1+1,3) + 3.079.329 / (1+1,3) + 3.288.647 / (1+1,3) + 5.818.372 / (1+1,3) = \mathbf{9.019.401 \text{ lt}}$$

Galutinė įmonės vertė nustatoma iš dabartinės vertės (DCF) atimant įmonės grynąją verslo skolą. Ši skola apskaičiuojama iš finansinės skolos (D) atimant įmonės balanse užfiksuotus grynuosius pinigus: $9.019.401 - 1.737.052 - 50.942 = 7.231.407$ lt

Diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota UAB „FlixAuto“ akcinio kapitalo vertė yra lygi **7.231.407** lt.

3.4. Kiekybinio tyrimo analizė

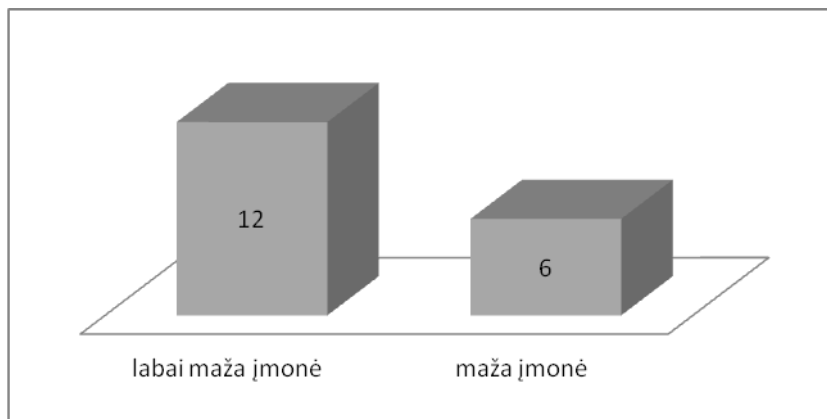
Informacija apie respondentus. Tyrimo metu gauti duomenys atskleidė, kad į anketos klausimus atsakė prekybos bei paslaugų sektoriuose veiklą vykdančių įmonių vadovai (žr. 10 pav.).



10 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal vykdomos veiklos pobūdį, proc.

Tyrimo metu respondentų buvo prašoma nurodyti jų įmonėje dirbančių darbuotojų skaičių. Gauti duomenys atskleidė, kad tyrime dalyvavę respondentai vadovauja įmonėms, kuriose dirba ne daugiau kaip 250 darbuotojų. Tyrimais įrodyta, kad tokio dydžio įmonės „yra silpniausios, joms labiausiai reikia paramos“ (Baršauskas, 2003, p. 6). Remiantis Respublikos

smulkiojo ir vidutinio verslo plėtros įstatymu (2007), mažiau kaip 10 darbuotojų turinčios įmonės yra vadinamos labai mažomis įmonėmis, nuo 10 iki 49 darbuotojų – mažomis įmonėmis, o nuo 50 iki 249 darbuotojų – vidutinėmis įmonėmis. Remiantis minėta klasifikacija nustatyta, kad į anketos klausimus atsakė labai mažų ir mažų įmonių vadovai (žr. 11 pav.).

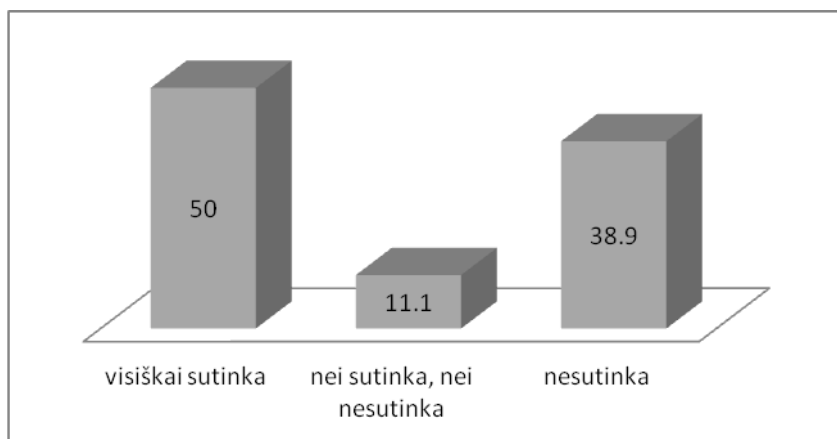


11 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal vadovaujamos įmonės dydį, vnt.

Visi tyrimo dalyviai nurodė, jog savo įmonės vertinimo nėra atlikę ir nežada to daryti artimiausiu metu.

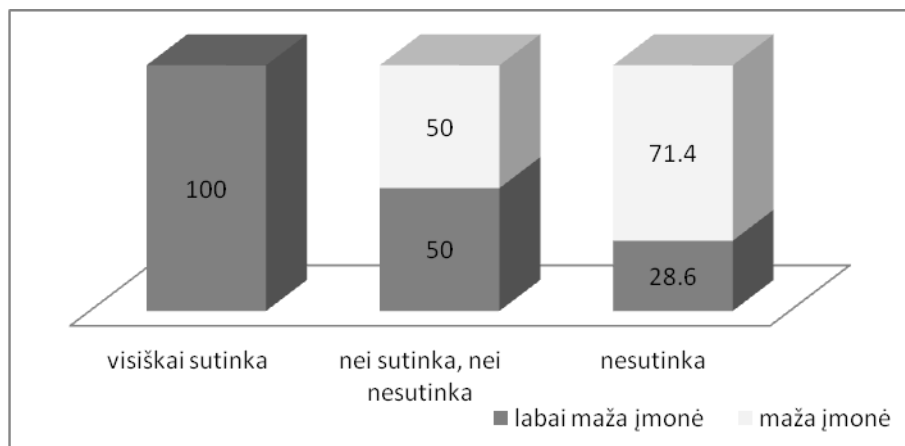
Apibendrinant atsakymus į šio bloko klausimus galima teigti, kad įmonių vertės nustatymo reikšmė bus vertinama remiantis prekybos ir paslaugų sektoriuose veikiančių 2010-2012 m. įkurtų labai mažų ir mažų įmonių vadovų atsakymais.

Respondentų požiūris į įmonės vertinimą. Tyrimo metu gauti duomenys atskleidė, kad pusė visų tyrimo dalyvių pritaria teiginiui, kad įmonės vertė - tai tiksliausias verslo įmonės būklę atspindintis indikatorius. 7 įmonių vadovai, t.y. 38,9 proc. visų respondentų, su šiam teiginiui nepritaria (žr. 12 pav.).



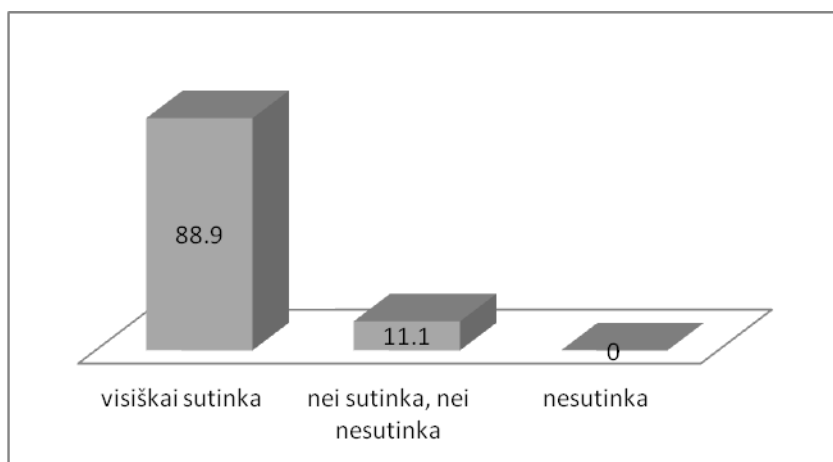
12 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal įmonės vertės teiginio vertinimą, proc.

Tarp įmonės vertės teiginio vertinimo ir įmonės dydžio nustatyta statistiškai reikšmingų skirtumų ($\chi^2=9,321$; $df=2$, $p<0,05$). Nustatyta, kad su šiuo teiginiu daugiausiai nesutiko mažų įmonių vadovai, kurių teigimu, tiksliausią verslo įmonės būklę atspindi jos buhalteriniai dokumentai (balansas ir pelno (nuostolių) ataskaita (žr. 13 pav.).



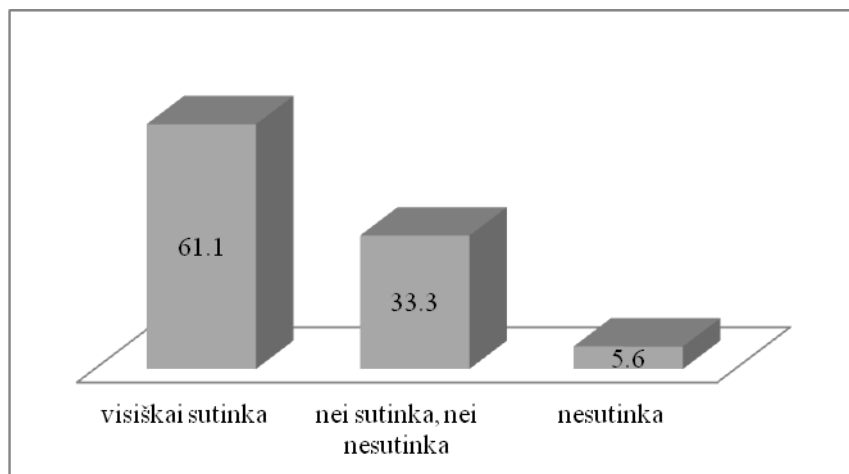
13 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal įmonės vertės teiginio vertinimo priklausomybę nuo įmonės dydžio, proc.

Didžioji dauguma respondentų atliktų įmonės vertinimą prieš parduodami visą įmonę arba jos dalį (žr. 14 pav.). Atsižvelgiant į tokius tyrimo metu gautus rezultatus galima daryti prielaidą, jog respondentams svarbu iš sandorio siekti maksimalios naudos. Pastebėtina, jog įmonės vertinimą atliktų ir beveik visi respondentai, kurie nepritarė teiginiui apie įmonės vertinimą.



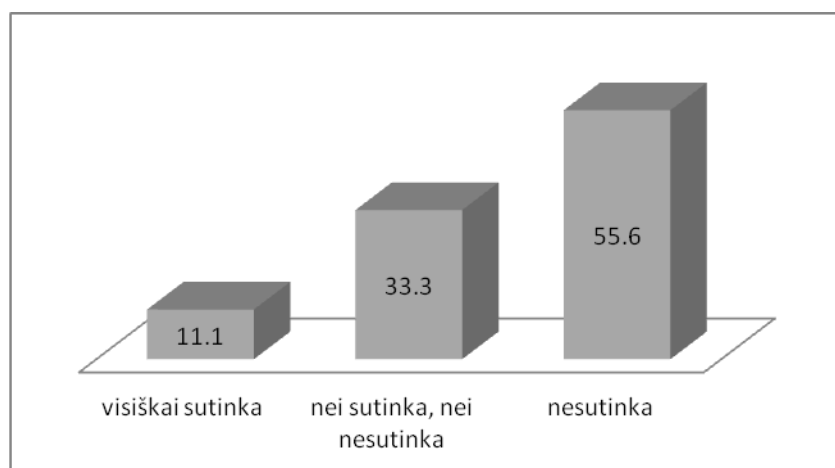
14 pav. Respondentų nuomonė įmonės vertinimo prieš ją parduodant klausimu, proc.

Dauguma respondentų atliktų įmonės vertinimą ir tuo atveju, jei ketintų jungtis su kita įmone. Tačiau 1/3 visų tyrimo dalyvių abejoja tokio vertinimo reikalingumu (žr. 15 pav.).



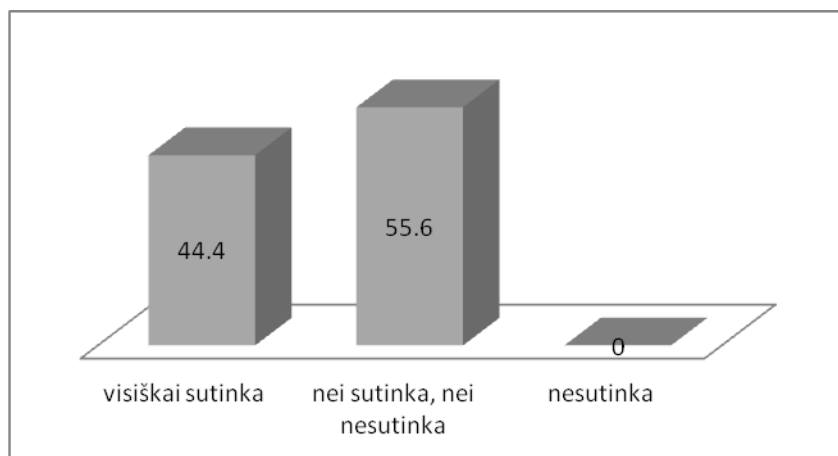
15 pav. Respondentų nuomonė įmonės vertinimo prieš jungiantis su kita įmone klausimu, proc.

Tik 2 respondentai (11,1 proc. visų tyrimo dalyvių) įmonės vertinimą atliktų siekdami patikrinti, ar įmonėje įgyvendinama arba jau įgyvendinta strategija didina įmonės vertę ir pateisina akcininkų lūkesčius. Didžiajai daugumai toks vertinimas atrodo nereikalingas (žr. 16 pav.).



16 pav. Respondentų nuomonė įmonės vertinimo klausimu, proc.

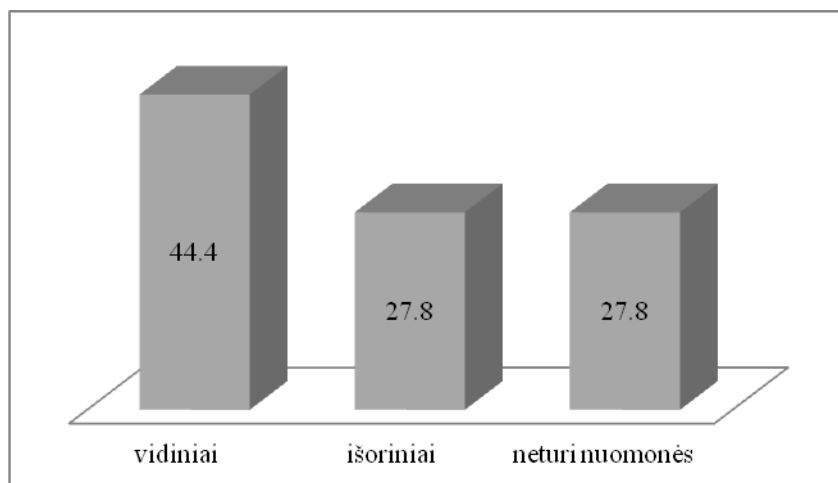
Daugiau kaip pusė tyrime dalyvavusių įmonių vadovų nėra tikri, ar atliktų įmonės vertinimą siekdami pagrįsti finansinius sprendimus, susijusius su akcininko pritraukimu (žr. 17 pav.).



17 pav. Respondentų nuomonė įmonės vertinimo klausimu, proc.

Visi tyrimo dalyviai nurodė, kad jiems nėra žinoma nei įmonės vertės nustatymo tvarka, nei jos nustatymo metodai.

Beveik pusė visų tyrimo dalyvių nurodė manantys, kad įmonės vertė labiausiai priklauso nuo vidinių įmonės resursų ir jos vedamos politikos (žr. 18 pav.). Pastebėtina, jog respondentai vidinių ir išorinių veiksnių nevertina kaip lygiaverčių veiksnių, t.y. akcentuoja arba vidinius, arba išorinius veiksnius.



18 pav. Respondentų nuomonė apie įmonės vertę įtakojančius veiksnius, proc.

Apibendrinant verslą pradedančių įmonių vadovų atsakymus į šio bloko klausimus darytinos tokios išvagos:

1. Verslą pradedančioms įmonėms nėra aktualūs įmonės vertės nustatymo klausimai. Tai patvirtina tas faktas, kad a) tik pusė respondentų įmonės vertę traktuoja kaip tiksliausią verslo įmonės būklę atspindintį indikatorių; b) daugiau kaip 1/3 respondentų apie įmonės

būklę linkę spręsti pagal įmonės buhalterinius dokumentus; c) įmonės vadovai nėra susipažinę nei su įmonės vertinimo metodika, nei su jos vertinimo metodais; 4) nei vienas tyrime dalyvavusios įmonės vadovas nėra atlikęs įmonės vertinimo ir artimiausiu metu neplanuoja to daryti.

2. Verslą pradedančių įmonių vadovams įmonės vertė būtų svarbi tik vienu klausimu, t.y. ketinat parduoti įmonę arba jos dalį.

Atsižvelgiant į šias išvagas darytina išvada, kad verslą pradedančios įmonės turi per mažai informacijos apie įmonės vertės nustatymo reikšmę jos savininkams ir akcininkams.

IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS

Išanalizavus ir apibendrinus mokslinę literatūrą įmonės vertinimo klausimais galima teigti, kad įmonės vertę, kuri suprantama kaip orientacinis įvertis, parodantis verslo įmonės kainą, yra aktualu žinoti tiek jos akcininkams, tiek potencialiems pirkėjams, tiek ir potencialiems investuotojams. Finansiniai rodikliai ir įmonės vykdoma vidaus politika labiausiai įtakoja įmonės veiklą, tačiau įtakos turi ir veiksniai, kurių pati įmonė įtakoti negali.

Nustatant įmonės vertę reikia atlikti paskutinių metų įmonės finansinių ataskaitų analizę remiantis įvairiais įmonės vertės nustatymo metodais ir būdais. Įmonių vertinimo metodinėje literatūroje pateikiama daug skirtingų įmonės vertinimo metodų, tačiau prieš atliekant įmonės vertinimą reikia išanalizuoti kiekvieno metodo ypatumus. Lietuvoje įmonių vertinimas turi būti atliekamas ne mažiau kaip dviem metodais, tik tokiu atveju galima nustatyti tikslingesnę įvertinimą.

Atlikta įmonės vertės nustatymo metodų analizė rodo, kad nors visų jų paskirtis vienoda, t.y. atlikti įmonės vertinimą, tačiau pačiam įvertinimo procesui keliami skirtingi reikalavimai ir naudojami skirtingi įmonės veiklos rodikliai. Pajamų metodu įmonės vertė nustatoma pačią įmonę traktuojant kaip pelną duodantį verslo objektą, o šio metodo pagrindą sudaro grynujų pinigų srautų dabartinė vertė ir šių srautų prognozės. Įmonės vertė lyginamuoju metodu nustatoma palyginus analogiškų objektų faktinių sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į vertinamo ir palyginamojo verslo tam tikrų rodiklių skirtumus. Tuo tarpu turto požiūrio metodų derinio pagrindą sudaro skaičiavimai, kuriais nustatoma dabartinio įmonės turimo turto atstatomoji vertė, t.y. parodo, kiek kainuotų įsigyti tokį patį įmonės turimą turtą šiandien.

Darbe nagrinėjamos, veiklą pradedančios įmonės vertinimą galima atlikti tik vienu - diskontuotų pinigų srautų metodu. Tokį pasirinkimą nulėmė tai, jog veiklą pradedanti įmonė neatitinka kitiems metodams keliamų reikalavimų, t.y. jos veikla nėra pelninga, ji neturi nuosavo ilgalaikio turto ir jos skolos viršija turimą turtą: 1) rinkos daugiklių metodas nėra tinkamas dėl to, kad jis naudojamas vertinti įmonėms, kurios turi ilgesnio laikotarpio veiklos istoriją ir generuoja gana stabilų ar stabiliai augantį pelną, 2) vertinant balansinės vertės metodu, reikia iš viso įmonės turto atimti visas jos skolas.

Atlikus UAB „FlixAuto“ veiklos vertinimą nustatyta, jog 2013 m. buvo efektyviau pradėtos naudoti atsargos ir valdyti kitas trumpalaikis turtas ir įsipareigojimai, padidėjo grynasis apyvartinis kapitalas. Nors trumpuoju periodu įmonė pajėgi laiku vykdyti įsipareigojimus, tačiau ilguoju periodu įmonės padėtis nėra gera, nes vieną ilgalaikių įsipareigojimų litą visu analizuojamu laikotarpiu dengė tik 0,03-0,06 lt nuosavo kapitalo, kuri sudaro tik įmonės įstatinis

kapitalas, t.y. 10 000 lt. Nors įmonės veikla nėra pelninga, mažėja jos pardavimų apimtys bei auga pardavimų savikaina, tačiau įmonės bankroto tikimybė yra labai maža.

Diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota UAB „FlixAuto“ akcinio kapitalo vertė yra lygi 7.231.407 lt. Tokia nepelningai veiklą vykdančios ir ilgalaikio turto neturinčios įmonės vertė yra per aukšta. Tokią įmonės vertę faktas, jog skaičiuojant rodiklius neigiamos finansinių rodiklių reikšmės buvo paverčiamos nuliu, kad svorių reikšmės liktų teigiamos. Atsižvelgiant į tai galima teigti, jog darbo pradžioje iškelta hipotezė, jog nustatant veiklą pradedančių įmonių vertę reikšmingos įtakos turi jos finansinėse ataskaitose pateikiamos neigiamos rodiklių reikšmės, pasitvirtino.

Kiekybinis tyrimas, kurio metu buvo atlikta 18 veiklą pradedančių įmonių savininkų anketinė apklausa, atskleidė, kad respondentams nėra aktualūs įmonės vertės nustatymo klausimai. Atsižvelgiant į šias išvagas darytina prielaida, kad verslą pradedančios įmonės per mažai turi informacijos apie įmonės vertės nustatymo reikšmę jos savininkams ir akcininkams.

Remiantis atliktu UAB „FlixAuto“ vertinimu ir kiekybiniu tyrimu galima pateikti pasiūlymų veiklą pradedančių įmonių vertės modeliavimui:

- Atsižvelgiant į tai, kad veiklą pradedančios įmonės pirmaisiais metais neturi grynojo pelno, nustatant jos vertę pagal pasirinktą vertinimo metodą skaičiavimą atlikti du kartus. Pirmą kartą skaičiuojant neigiamas finansinių rodiklių reikšmes paversti nuliu, kad svorių reikšmės liktų teigiamos. O skaičiuojant antrą kartą neigiamas reikšmes įtraukti. Galutinę įmonės vertę parodytų svertinis rezultatų vidurkis.
- Daug dėmesio skirti veiklą pradedančių įmonių savininkų ir akcininkų informavimui apie įmonės vertės nustatymo reikšmę jų įmonei. Tai galima atlikti platinant lankstinukus su trumpa informacija apie įmonių vertinimą ir tokį vertinimą atliekančių vertinimo specialistų kontaktine informacija.

LITERATŪRA

1. **Alborovienė B.** Marketingas. – Vilnius: Valgra, 2002. – 125 p. - ISBN 9955-493-04-6.
2. **Aleknevičienė V.** Finansai ir kreditas. - Vilnius: Enciklopedija, 2005. – 268 p. – ISBN **9986-433-35-5**.
3. **Altman E.A.** Financial Ratios. Discriminant Analysis and the prediction of corporate bankruptcy // *Journal of Finance*. 1968, September, p. 589 – 609.
4. **Bačkytė A.** Įmonių vertės maksimizavimas vertės veiksmų kontekste // Jaunasis mokslininkas 2010: Studentų mokslinės konferencijos straipsnių rinkinys. – Kaunas: Akademija, 2010. – 194-200 p. - ISSN 1822 – 9913.
5. **Bagdžiūnienė V.** Finansinių ataskaitų analizė. – Vilnius: Conto litera, 2013. – 152 p. – ISBN 978-609-95253-5-8.
6. **Boguslauskas V., Jagelavičius G.** Įmonės veiklos finansinis vertinimas. - Kaunas: Technologija, 2002. – 159 p. – ISBN 9955-09-074.
7. **Bakanauskienė I.** Personalo valdymas. - Kaunas: VDU, 2008. – 343 p. – ISBN 978-9955-12-431-3.
8. **Baršauskas P.** Smulkaus ir vidutinio verslo politika Europos Sąjungoje ir Lietuvoje. – Kaunas: Technologija, 2003. – 132 p. – ISBN 9955-09-300-5.
9. **Burkšaitienė D., Eiva S.** Verslo vertinimo principai // *Ekonomika: mokslo darbai*. 1999, Nr. 47, p. 16–29. – ISSN 1822-8011.
10. **Burkšaitienė D.** Verslo vertės nustatymo principų plėtotė // *Inžinerinė ekonomika: mokslo darbai*. 2001, nr. 3 (23), p. 20–28. – ISSN 1392-2785.
11. **Čepulis, P., Deveikis, S., Raguckas, V.** Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai. Projektas 2010 // Turto vertinimo teorijos ir praktikos apybraižos 2010/2011. Elektroninis leidinys /Lietuvos turto vertintojų asociacija, Vilniaus universiteto Ekonomikos fakultetas; sudarytojas ir atsakingasis redaktorius Steponas Deveikis. – Vilnius: LTVA, 2011. – 48-83 p. - ISBN 978-609-8052-01-5.
12. **Dagilienė, L.** The Application of Financial Valuation Methods Based on Investment and Decision Making Aims // *Ekonomika ir vadyba*. 2007, Nr. 12, p. 26–29. – ISSN 1822-6515.
13. **Damodaran, A.** (a). Betas by Sector. January, 2014. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html [žiūrėta 2014-02-25].

14. **Damodaran, A. (b)** Country Default Spreads and Risk Premiums. January, 2014.
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html [žiūrėta 2014-02-25]
15. **Daukša V.** Ketvirtinė automobilių rinkos tendencijų apžvalga, 2013 m. II ketvirtis.
http://auto.plius.lt/tyrimai/barometras/automobiliu-rinkos-apzvalga-2013-ii-ketv?page_nr=1 [žiūrėta 2014-02-25].
16. **Dzikevičius, A., Michnevič, E., Ževžikova, O.** Stochastinis verslo vertinimo modelis // Verslas: teorija ir praktika. 2008, Nr. 9(3), p. 229-237. – ISSN 1648-0627.
17. **Fernandez P.** Company valuation methods. The most common errors in valuations. - Madrid: IESE Business School, 2007.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=568144 [žiūrėta 2014-03-01].
18. **Gaidienė Z.** Finansų valdymas. - Kaunas: Pasaulio lietuvių kultūros, mokslo ir švietimo centras, 1998. – 125 p. – ISBN 9986-418-10-0.
19. **Galinienė B.** Turto ir verslo vertinimo sistema. - Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 2004. – 307 p. – ISBN 9986-19-663-9.
20. **Ginevičius, R., Zubrecovas, V., Ginevičius, T.** Nekilnojamojo turto investicinių projektų efektyvumo vertinimo metodikos // Verslas: teorija ir praktika. 2009, Nr. 10 (3), p. 181-190. - ISSN 1648-0627.
21. **Hitchner J. R.** Financial Valuation, Application and Models by James R. Hitchner. - New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2006.
22. **Įmonių finansinė analizė.** Rodiklių skaičiavimo metodika. – Vilnius, 2010.
http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu_skaiciavimo_metodika-final.pdf [žiūrėta 2014-01-05]
23. **Kalčinskas G.** Buhalterinės apskaitos pagrindai. - Vilnius: UAB „Pačiolis“, 2010. – 869 p. – ISBN 978-9955-04-216-7.
24. **Kazlauskienė V.** Verslo vertės veiksnių pagrįstas verslo vertinimo modelis. Daktaro disertacija. – Kaunas: Kauno technologijos universitetas, 2005. – 171 p.
25. **Kazlauskienė V., Chmieliauskas P.** Value drivers and research methodology in the aspect of business valuation // Inžinerinė ekonomika. 2004, nr. 1 (36), p. 25 – 31. - ISSN 1392-2785.
26. **Kazlauskienė V., Christauskas Č.** Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers // Inžinerinė ekonomika 2008, nr. 2, p. 23–31. - ISSN 1392-2785.
27. **Kotler P., Armstrong G., Saunders J., Wong V.** Rinkodaros principai. - The Baltic Press, 2000. – 854 p. - ISBN 9955-9318-0-9.

28. **Lietuvos ekonominės plėtros agentūra (LEPA)**. Verslo pardavimas ir įsigijimas: metodinis vadovas. 2007. http://www.tax.lt/uploads/16052-metodinis_20vadovas_original.pdf [žiūrėta 2013-11-29].
29. **Lietuvos Bankas**. Pardavimo aukcionai. 2014. <https://www.lb.lt/vvp/default.asp> [žiūrėta 2014-04-02]
30. **Lietuvos Respublikos buhalterinės apskaitos įstatymas** //Vilnius: Valstybės žinios, 2001. - ISBN 978-9986-18-173-6.
31. **Lietuvos Respublikos finansų ministro 2012 m. balandžio 27 įsakymas Nr. 1K-159 „Dėl turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo.“** Vilnius: Valstybės žinios, 2012. - ISBN 978-9986-18-173-6.
32. **Lietuvos Respublikos smulkiojo ir vidutinio verslo plėtros įstatymas** //Vilnius: Valstybės žinios, 2007. - ISBN 978-9986-18-173-6.
33. **Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas** // Vilnius: Valstybės žinios, 2011. - ISBN 978-9986-18-173-6.
34. **Lietuvos Respublikos ūkio ministerija**. Lietuvos ekonomikos apžvalga, 2014 m. vasaris. <http://www.ukmin.lt/uploads/documents/Apžvalgos/2014%20m.%20VASARIS-m%C4%97nesin%C4%97%20ap%C5%BEvalga.pdf> [žiūrėta 2014-04-02]
35. **Liudvinaitytė A.** Įmonių vertintojų klientai – akcijas parduodantys verslininkai. <http://www.verslosavaite.lt/index.php/Savaitrastis-Nr.-18-60-2008-05-06/Imoniu-vertintoju-klientai-akcijas-parduodantys-verslininkai.html> [žiūrėta 2014-03-09]
36. **Mackevičius, J.** Buhalterinė apskaita – ekonominės informacijos registravimo, grupavimo ir apibendrinimo sistema // Informacijos mokslai. 2004, Nr. 29, p. 112-123. - ISSN 1392-0561.
37. **Mackevičius J.** Įmonių veiklos analizė. – Vilnius: TEV, 2005, - 476 p. – ISBN 9955-680-13.
38. **Mickevičius, T.** Akcijos kainos nustatymo metodai //Akademinio jaunimo siekiai: ekonomikos, vadybos ir technologijų įžvalgos. – Šiauliai: Vakarų Lietuvos verslo kolegija, 2010, p. 86-89. - ISSN 2029-0217.
39. **Pekarskienė I., Prodotkienė J.** Vertybinių popierių rinkos vaidmuo ekonomikoje // Ekonomika ir vadyba. 2010, Nr. 15, p. 177-184. – ISSN 1822-6515.
40. **Pilibaitis R.** Net ir išsamiausias verslo vertinimas – tik subjektyvi vertintojo nuomonė. http://klubas.pinigusrautas.lt/?lt_rev:24 [žiūrėta 2014-03-29].
41. **Raslanas S., Tupinaitė L.** Individualių namų vertinimo ypatumai, taikant lyginamosios vertės metodą // Ūkio technologinis ir ekonominis vystymas. 2005, Nr. 4 (9), p. 233-241. – ISSN 1392-8619.

42. **Ritter Th.** Communicating firm competencies: Marketing as different levels of translations // *Industrial Marketing Management*. 2006, Vol. 35 (8), p. 1032-1036. – ISSN 0019-8501.
43. **Rūškys G.** Verslo vertinimas. <http://www.verslobanga.lt/lt/patark.full/3c22dbbfbfd260> [žiūrėta 2014-03-29].
44. **Samoškienė, A.** Prekyba lengvaisiais automobiliais: vartotojų elgseną lemiančių veiksnių tyrimas // *Mokslas – Lietuvos ateitis*. 2011, Nr. 3(4), p. 90–98. – ISSN 2029-2341.
45. **Saročka A., Juknevičiūtė L.** Kai ateis laikas parduoti verslą // *Verslo žinios*, 2007 m. gegužės 29 d., Nr. 99, p. 15.
46. **SEB bankas.** Palūkanų normos. LIBOR EUR. <http://fin.seb.lt/vbfin/interest/liborEurGraph.fw> [žiūrėta 2014-03-29].
47. **Small Business Notes.** Business Valuation. <http://www.smallbusinessnotes.com/financing/busvaluation.html> [žiūrėta 2014-01-09].
48. „Swedbank“ ekonomikos apžvalga. 2014 m. sausio 21 d. [file:///C:/Users/DELL/Downloads/1390294811_Swedbank_ekonomikos_apzvalga_2014_Sausis%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/DELL/Downloads/1390294811_Swedbank_ekonomikos_apzvalga_2014_Sausis%20(1).pdf) [žiūrėta 2014-03-29].
49. **Tvaronavičienė M.** Įmonių bankroto proceso ekonominio efektyvumo didinimo kryptys // *Ekonomika: mokslo darbai*. 2001, nr. 54, p. 135-144. - ISSN 1822-8011.
50. **Valentinavičius, S.** Verslo strategijos formavimo įmonėje teoriniai aspektai // *Verslas: teorija ir praktika*. 2009, Nr. 10 (2), p. 130-141. – ISSN 1648-0627.
51. **Žaptorius J., Garbanovas G.** Finansavimo politikos įtaka nustatant įmonės vertę // *Tiltai*, 2006, nr. 2, p. 1-18. - ISSN 1392-3137.
52. **Žaptorius, J., Garbanovas, G.** Verslo vertės kintamųjų rizikingumas ir tarpusavio įtaka // *Verslas: teorija ir praktika*. 2007, Nr. 3 (7), p. 166–175. – ISSN 1648-0627.
53. **Лобанов А.А., Чугунов А.В.** Энциклопедия финансового риск-менеджмента. - Москва: Альпина паблишер, 2003. – 761 p. – ISBN 5-94599-098-1.

Kuzura J. Veiklą pradedančių įmonių vertės modeliavimas / Ekonomikos magistro baigiamasis darbas. Vadovas doc. dr. R.J. Vaicenavičius. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, finansų ir mokesčių katedra, 2014. – 70 p.

ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe išanalizuoti veiklą pradedančių įmonių vertės nustatymo ypatumai. Pirmojoje, konceptualiojoje, darbo dalyje teoriniu aspektu analizuojami įmonės vertinimo ypatumai. Pateikiama įmonės vertės samprata ir reikšmė, išskiriami įmonės vertę įtakojantys veiksniai, aptarti įmonės vertės vertinimo principai. Išnagrinėti, susisteminti ir palyginti įmonės vertės nustatymo metodai, apžvelgiami tokių metodų parinkimo ypatumai. Antrojoje darbo dalyje atskleista veiklą pradedančių įmonių vertės modeliavimo tyrimo metodika. Trečiojoje, empirinėje, darbo dalyje atliktas išsamus UAB „FlixAuto“ veiklos vertinimas remiantis mokumo (likvidumo), pelningumo bei veiklos efektyvumo ir turto apyvartumo rodiklių analize, atliktas įmonės bankroto prognozavimas. Remiantis diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodu apskaičiuota UAB „FlixAuto“ vertė. Atliekama kiekybinio tyrimo analizė. Pateikiamos atskirų vertinimų išvados. Tyrimas baigiamas išvadomis ir pasiūlymais.

Pagrindiniai žodžiai: įmonės vertė, vertės vertinimo metodai, finansiniai rodikliai, bankroto diagnozavimas, diskontuotų pinigų srautų metodas, kiekybinis tyrimas.

Kuzura J. Value modeling of start activities corporates. //Master's Work in Economics. Supervisor doc. dr. R.J. Vaicenavičius. – Vilnius: Department of Finance and Taxes, Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2014. – 70 p.

ANNOTATION

Master's thesis analyzed the value of start-ups setting features. The first, conceptual, theoretical part of the work outlined in the company's assessment features. Presented the concept of the company's value and importance of secreted factors influencing the value of the company, to discuss the company's value evaluation. To examine the structure and compare the company valuation methods, a review of such methods for selecting features. The second part of start-ups revealed the value of simulation methods. Third, empirical work in a detailed JSC „FlixAuto“ performance evaluation based on solvency (liquidity), profitability and operating efficiency and asset turnover ratio analysis performed bankruptcy prediction. Based on the discounted cash flow (DCF) method calculated JSC „FlixAuto“ value. Performed a quantitative analysis of the research. Given for individual findings. The study ends with conclusions and suggestions.

Key words: value of the corporate, the value of the evaluation methods, financial ratios, bankruptcy diagnosis, the discounted cash flow method, a quantitative analysis

Kuzura J. Veiklą pradedančių įmonių vertės modeliavimas / Ekonomikos magistro baigiamasis darbas. Vadovas doc. dr. R.J. Vaicenavičius. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, finansų ir mokesčių katedra, 2014. – 70 p.

SANTRAUKA

Įmonės kokybišką veiklos matavimą lemia ne vienas, o grupė rodiklių, kurių analizė taikant skirtingas prielaidas gali skirtis. Nepakanka žinoti, ar įmonė veikia pelningai ar ne. Svarbu gauti kuo didesnę informaciją įtakančią įmonės vertinimą, t.y. apie kiekvieno produkto ar vartotojo segmentaciją, įmonės demografinę padėtį, atskirų padalinių veiklos efektyvumą, konkurencingumą, ekonominę padėtį šalyje ir daugelį kitų veiksnių, dėl kurių gali veiklos vertinimas pasikeisti. Todėl aktualūs tampa įmonės vertės nustatymo klausimai.

Magistro baigiamojo darbo tikslas – išanalizuoti veiklą pradedančių įmonių vertės nustatymo galimybes.

Šiam tikslui pasiekti buvo iškelti tokie uždaviniai: išanalizuoti įmonių vertinimo teorinius aspektus, aptarti įmonių vertinimo metodų ypatumus, remiantis metodologinėje dalyje aptartais metodais ir įmonės UAB „FlixAuto“ finansinių ataskaitų duomenimis nustatyti įmonės vertę, o remiantis empirinio tyrimo duomenimis išanalizuoti įmonių vertės nustatymo reikšmę veiklą pradedančioms įmonėms.

Iškeltam tikslui pasiekti ir uždaviniams įvykdyti buvo naudojami mokslinės literatūros analizės, klasifikavimo, sisteminimo, sintezės, lyginimo bei duomenų grupavimo metodai, diskontuotų pinigų srautų metodas, kiekybinis tyrimo metodas.

Diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota UAB „FlixAuto“ akcinio kapitalo vertė yra lygi 7.231.407 lt. Daroma išvada, kad tokia nepelningai veiklą vykdančios ir ilgalaikio turto neturinčios įmonės vertė yra per aukšta, o jos vertinimui reikšmingos įtakos turėjo jos finansinėse ataskaitose pateikiamos neigiamos rodiklių reikšmės.

Kuzura J. Value modeling of start activities corporates. //Master's Work in Economics. Supervisor doc. dr. R.J. Vaicenavičius. – Vilnius: Department of Finance and Taxes, Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2014. – 70 p.

SUMMARY

Company quality performance measurement is determined by more than one group of indicators, the analysis of the use of different assumptions may vary. It is not enough to know whether the company is profitable or not. It is important to get the most information affecting the company assessment, ie about each product or customer segmentation, business demography, segmental operating efficiency, competitiveness, economic situation in the country and a number of other factors, which may change performance appraisal. That is why it becomes a company valuation issues.

Master's thesis is - analyze the value of of start activities corporates options.

To achieve this, analyze the theoretical aspects of corporate valuation, corporate valuation methods discussed specific characteristics based on the methods discussed in the methodological and JSC “FlixAuto” financial statements to determine the company's value, and based on an empirical study to analyze the significance of corporate valuation for start-up businesses.

To achieve the aim and targets have been used in the scientific literature analysis, classification, cataloging, synthesis, comparison and data clustering methods, bankruptcy diagnostic methods, discounted cash flow method, a quantitative method.

Discounted cash flow method calculated JSC „FlixAuto“ equity value is equal to 7,231,407 lt. It is concluded that such an unprofitable businesses operating and fixed assets without the company's value is too high, but they had a significant impact on the assessment of its financial statements provides a negative indicator values.

PRIEDAI

UAB „FLIXAUTO“ 2011 M. PELNO (NUOSTOLIŲ) ATASKAITA

Įm. k. 302530915, J. Kubiliaus 23, Vilnius

(įmonės kodas,
adresas, kiti
duomenys)PATVIRTINTA
2012-04-20, Protokolo Nr. 12/002
(Tvirtinimo žyma)

2011 m. gruodžio 31 d. PELNO (NUOSTOLIŲ) ATASKAITA

2014.02.23 Nr. 002

(ataskaitos sudarymo data)

2011.01.01-2011.12.31

Litais
(ataskaitos tikslumo lygis
ir valiuta)

(ataskaitinis laikotarpis)

Eil.nr.	STRAIPSNIAI	Pastabos Nr.	Finansiniai metai	Praėję finansiniai metai
I.	PARDAVIMO PAJAMOS		5295293	
II.	PARDAVIMO SAVIKAINA		3669062	
III.	BENDRASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)		1626231	
IV.	VEIKLOS SĄNAUDOS		1726882	
V.	TIPINĖS VEIKLOS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(100651)	
VI.	KITA VEIKLA			
VII.	FINANSINĖ IR INVESTICINĖ VEIKLA			
VIII.	ĮPRASTINĖS VEIKLOS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(100651)	
IX.	PAGAUTĖ			
X.	NETEKIMAI		1683	
XI.	PELNAS (NUOSTOLIAI) PRIEŠ APMOKESTINIMĄ		(102334)	
XII.	PELNO MOKESTIS			
XIII.	GRYNASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(102334)	

UAB „FLIXAUTO“ 2011 M. BALANSAS

2011 m. gruodžio 31 d. BALANSAS

_____ 2012.02.23 _____ Nr. 002
(ataskaitos sudarymo data)

2011.01.01 - 2011.12.31
(ataskaitinis laikotarpis)

Litais
(ataskaitos tikslumo lygis ir
valiuta)

TURTA		Pasta- bos Nr.	Finansiniai metai	Praėję finansiniai metai
A.	ILGALAIKIS TURTA		62743	-
I.	NEMATERIALUSIS TURTA		12822	
II.	MATERIALUSIS TURTA		49921	
III.	FINANSINIS TURTA			
IV.	KITAS ILGALAIKIS TURTA			
B.	TRUMPALAIKIS TURTA		1705661	-
I.	ATSARGOS, IŠANKSTINIAI APMOKĖJIMAI IR NEBAIGTOS VYKDYTI SUTARTYS		1294125	
II.	PER VIENERIUS METUS GAUTINOS SUMOS		281531	
III.	KITAS TRUMPALAIKIS TURTA			
IV.	PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI		130005	
	TURTO IŠ VISO:		1768404	-
NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI		Pasta- bos Nr.	Finansiniai metai	Praėję finansiniai metai
C.	NUOSAVAS KAPITALAS		(90931)	-
I.	KAPITALAS		10000	
II.	PERKAINOJIMO REZERVAS (REZULTATAI)			
III.	REZERVAI			
IV.	NEPASKIRSTYTASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(100931)	
D.	DOTACIJOS, SUBSIDIJOS			
E.	MOKĖTINOS SUMOS IR ĮSIPAREIGOJIMAI		1859335	-
I.	PO VIENERIŲ METŲ MOKĖTINOS SUMOS IR ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI		1070368	
II.	PER VIENERIUS METUS MOKĖTINOS SUMOS IR TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI		788967	
	NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:		1768404	-

UAB „FLIXAUTO“ 2012 M. PELNO (NUOSTOLIŲ) ATASKAITA

Įm. k. 302530915, J. Kubiliaus 23, Vilnius

(įmonės kodas,
adresas, kiti
duomenys)PATVIRTINTA
2013-04-29, Protokolo Nr. 13/001
(Tvirtinimo žyma)

2012 m. gruodžio 31 d. PELNO (NUOSTOLIŲ) ATASKAITA

2013.04.05 Nr. 002

(ataskaitos sudarymo data)

2012.01.01-2012.12.31

(ataskaitinis laikotarpis)

Litais
(ataskaitos tikslumo lygis
ir valiuta)

Eil.nr.	STRAIPSNIAI	Pastabos Nr.	Finansiniai metai	Praėję finansiniai metai
I.	PARDAVIMO PAJAMOS		5672298	5295293
II.	PARDAVIMO SAVIKAINA		3774003	3669062
III.	BENDRASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)		1898295	1626231
IV.	VEIKLOS SAŃAUDOS		2076402	1726882
V.	TIPINĖS VEIKLOS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(178107)	(100651)
VI.	KITA VEIKLA		43607	
VII.	FINANSINĖ IR INVESTICINĖ VEIKLA		(1878)	
VIII.	ĮPRASTINĖS VEIKLOS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(136378)	(100651)
IX.	PAGAUTĖ			
X.	NETEKIMAI		113	1683
XI.	PELNAS (NUOSTOLIAI) PRIEŠ APMOKESTINIMĄ		(136265)	(102334)
XII.	PELNO MOKESTIS			
XIII.	GRYNASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(136265)	(102334)

4 PRIEDAS.

UAB „FLIXAUTO“ 2012 M. BALANSAS

2012 m. gruodžio 31 d. BALANSAS

_____2012.04.05_____ Nr. 003
(ataskaitos sudarymo data)

2012.01.01 - 2012.12.31
(ataskaitinis laikotarpis)

Litais
(ataskaitos tikslumo lygis ir
valiuta)

	TURTAS	Pasta- bos Nr.	Finansiniai metai	Praėję finansiniai metai
A.	ILGALAIKIS TURTAS		57724	62743
I.	NEMATERIALUSIS TURTAS		5686	12822
II.	MATERIALUSIS TURTAS		52038	49921
III.	FINANSINIS TURTAS			
IV.	KITAS ILGALAIKIS TURTAS			
B.	TRUMPALAIKIS TURTAS		1447125	1705661
I.	ATSARGOS, IŠANKSTINIAI APMOKĖJIMAI IR NEBAIGTOS VYKDYTI SUTARTYS		1038629	1294125
II.	PER VIENERIUS METUS GAUTINOS SUMOS		329434	281531
III.	KITAS TRUMPALAIKIS TURTAS			
IV.	PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI		79062	130005
	TURTO IŠ VISO:		1504849	1768404
	NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI	Pasta- bos Nr.	Finansiniai metai	Praėję finansiniai metai
C.	NUOSAVAS KAPITALAS		(227196)	(90931)
I.	KAPITALAS		10000	10000
II.	PERKAINOJIMO REZERVAS (REZULTATAI)			
III.	REZERVAI			
IV.	NEPASKIRSTYTASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(237196)	(100931)
D.	DOTACIJOS, SUBSIDIJOS			
E.	MOKĖTINOS SUMOS IR ĮSIPAREIGOJIMAI		1732045	1859335
I.	PO VIENERIŲ METŲ MOKĖTINOS SUMOS IR ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI		1070368	1070368
II.	PER VIENERIUS METUS MOKĖTINOS SUMOS IR TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI		661677	788967
	NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:		1504849	1768404

UAB „FLIXAUTO“ 2013 M. PELNO (NUOSTOLIŲ) ATASKAITA

UAB „FLIXAUTO“

(įmonės pavadinimas)

Įm. k. 302530915, J. Kubiliaus 23, Vilnius

(įmonės kodas,
adresas, kiti
duomenys)

PATVIRTINTA

2014-03-29, Protokolo Nr. 14/001

(Tvirtinimo žyma)

2013 m. gruodžio 31 d. PELNO (NUOSTOLIŲ) ATASKAITA

2014.03.05 Nr. 002

(ataskaitos sudarymo data)

2013.01.01-2013.12.31

(ataskaitinis laikotarpis)

Litais(ataskaitos tikslumo lygis
ir valiuta)

Eil.nr.	STRAIPSNIAI	Pastabos Nr.	Finansiniai metai	Praėję finansiniai metai
I.	PARDAVIMO PAJAMOS		5084831	5672298
II.	PARDAVIMO SAVIKAINA		3429322	3774003
III.	BENDRASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)		1655509	1898295
IV.	VEIKLOS SAŃAUDOS		1963122	2076402
V.	TIPINĖS VEIKLOS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(307613)	(178107)
VI.	KITA VEIKLA		21346	43607
VII.	FINANSINĖ IR INVESTICINĖ VEIKLA		0	(1878)
VIII.	ĮPRASTINĖS VEIKLOS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(286267)	(136378)
IX.	PAGAUTĖ		-	-
X.	NETEKIMAI		165	113
XI.	PELNAS (NUOSTOLIAI) PRIEŠ APMOKESTINIMĄ		(286102)	(136265)
XII.	PELNO MOKESTIS			-
XIII.	GRYNASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(286102)	(136265)

UAB „FLIXAUTO“ 2013 M. BALANSAS

2013 m. gruodžio 31 d. BALANSAS

_____ 2012.03.25 _____ Nr. 003
(ataskaitos sudarymo data)

2013.01.01 - 2013.12.31
(ataskaitinis laikotarpis)

Litais
(ataskaitos tikslumo lygis ir
valiuta)

	TURTAS	Pasta- bos Nr.	Finansiniai metai	Praėję finansiniai metai
A.	ILGALAIKIS TURTAS		36811	57724
I.	NEMATERIALUSIS TURTAS		1948	5686
II.	MATERIALUSIS TURTAS		34863	52038
III.	FINANSINIS TURTAS			
IV.	KITAS ILGALAIKIS TURTAS			
B.	TRUMPALAIKIS TURTAS		1183709	1447125
I.	ATSARGOS, IŠANKSTINIAI APMOKĖJIMAI IR NEBAIGTOS VYKDYTI SUTARTYS		827768	1038629
II.	PER VIENERIUS METUS GAUTINOS SUMOS		304999	329434
III.	KITAS TRUMPALAIKIS TURTAS			
IV.	PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI		50942	79062
	TURTO IŠ VISO:		1220520	1504849
	NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI	Pasta- bos Nr.	Finansiniai metai	Praėję finansiniai metai
C.	NUOSAVAS KAPITALAS		(228081)	(227196)
I.	KAPITALAS		10000	10000
II.	PERKAINOJIMO REZERVAS (REZULTATAI)			
III.	REZERVAI			
IV.	NEPASKIRSTYTASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)		(238081)	(237196)
D.	DOTACIJOS, SUBSIDIJOS			
E.	MOKĖTINOS SUMOS IR ĮSIPAREIGOJIMAI		1737052	1732045
I.	PO VIENERIŲ METŲ MOKĖTINOS SUMOS IR ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI		1070368	1070368
II.	PER VIENERIUS METUS MOKĖTINOS SUMOS IR TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI		666684	661677
	NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:		1220520	1504849

KIEKYBINIO TYRIMO ANKETA

Gerbiami respondentai! Šia anketa siekiama išsiaiškinti įmonių vertės nustatymo reikšmę veiklą pradedančioms įmonėms. Atsakydami pasirinkite vieną Jums tinkančio atsakymo variantą. Anketa anoniminė. Tyrimo rezultatai bus naudojami rengiant magistro baigiamąjį darbą.

1. **Jūs sutinkate su teiginiu, kad įmonės vertė - tai tiksliausias verslo įmonės būklę atspindintis indikatorius:**
 - visiškai sutinku
 - nei sutinku, nei nesutinku
 - nesutinku (atsakymą pagrįskite).....

2. **Jūs atliktumėte įmonės vertinimą prieš parduodami visą įmonę arba jos dalį:**
 - visiškai sutinku
 - nei sutinku, nei nesutinku
 - nesutinku

3. **Jūs atliktumėte įmonės vertinimą jei ketintumėte jungtis su kita įmone:**
 - visiškai sutinku
 - nei sutinku, nei nesutinku
 - nesutinku

4. **Jūs atliktumėte įmonės vertinimą norėdami patikrinti ar įmonėje įgyvendinama arba jau įgyvendinta strategija didina įmonės vertę:**
 - visiškai sutinku
 - nei sutinku, nei nesutinku
 - nesutinku

5. **Jūs atliktumėte įmonės vertinimą siekdami pagrįsti finansinius sprendimus, susijusius su akcininko pritraukimu:**
 - visiškai sutinku
 - nei sutinku, nei nesutinku
 - nesutinku

6. **Jūsų nuomone, įmonės vertę labiausiai įtakoja:**
 - įmonės vidiniai veiksniai (apskaitos politika, finansai, marketingas, personalas ir kt.)
 - įmonės išoriniai veiksniai (šalies ekonomika, vartotojai, konkurentai ir kt.)
 - ir vidiniai, ir išoriniai įmonės veiksniai
 - neturiu nuomonės

7. **Jums žinoma įmonės vertės nustatymo tvarka:**
 - taip
 - ne

8. Jums žinomi įmonės vertės nustatymo metodai:

- taip
- ne

9. Jūsų įmonės veiklos pobūdis:

- prekyba
- paslaugos
- kita veikla

10. Jūsų įmonėje dirba darbuotojų:

- 1-9
- 10-49
- 50-249
- 250 ir daugiau

11. Jūs atlikote savo įmonės vertinimą:

- taip
- ne
- ne, bet ruošiuosi tai daryti artimiausiu metu

Dėkojame už atsakymus