



**VILNIAUS UNIVERSITETO
VERSLO MOKYKLA**

TARPTAUTINIO VERSLO FINANSŲ PROGRAMA

Kristina Paulauskaitė

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

VIDINIAI IR IŠORINIAI ĮMONĖS VERTĖS VEIKSNIAI	INTERNAL AND EXTERNAL FACTORS INFLUENCING BUSINESS VALUATION
--	---

Studentas _____
(parašas)

Darbo vadovas _____
(parašas)

Dr. G. Keliuotytė-Staniulėnienė

Darbo vadovo vardas, pavardė

Vilnius, 2021 m.



SANTRAUKA

VILNIAUS UNIVERSITETO
VERSLO MOKYKLA
TARPTAUTINIO VERSLO FINANSAI
STUDENTĖ KRISTINA PAULAUSKAITĖ
VIDINIAI IR IŠORINIAI ĮMONĖS VERTĖS VEIKSNIAI

Darbo vadovas – Dr. G. Keliuotytė-Staniulėnienė

Darbas parengtas – 2021 m. Vilniuje

Darbo apimtis – 68

Lentelių skaičius darbe – 18 vnt.

Paveikslų skaičius darbe – 20 vnt.

Literatūros ir šaltinių skaičius – 60

Nagrinėti įmonės vidinius ir išorinius vertės veiksnius reikia, nes tai gali padėti suprasti, iš kur kyla problemos. Analizuojant veiksnius ir atliekant tinkamus sprendimus – įmonės vertė kyla. Pasirinkta analizuoti mažmenine prekyba užsiimančios įmonės vertę ir kartu išsiaiškinti, kokie veiksniai, vidiniai, išoriniai, daro įtaką jos vertei.

Darbo tikslas: įvertinti įmonės vertę per akcijos kainą, diskontuotų pinigų srautų metodą, ekonominės pridėtinės vertės (EVA) metodu, išanalizuoti pelningumo rodiklius ir surasti, kokie vidiniai, išoriniai veiksniai daro įtaką įmonės vertei.

Analizuojama įmonė APB „Apranga“, remiantis laisvai prieinamomis finansinėmis ataskaitomis. Nagrinėjami finansiniai rodikliai, nustatyta vertė remiantis EVA metodu, diskontuotų pinigų srautų metodu.

Gauti rezultatai rodo, kad įmonė yra pelninga, tačiau 2020 m. buvo sudėtingi metai, reikėjo keisti strategiją, kad įmonės pardavimai didėtų, o nemažėtų. Taip pat nagrinėjant pelningumo rodiklius ir į skaičiuojant vertę EVA metodu, buvo pastebėta, kad EVA metodas parodo įmonės situaciją geriau.

SUMMARY

VILNIUS UNIVERSITY
SCHOOL
INTERNATIONAL BUSINESS FINANCE
STUDENT KRISTINA PAULAUSKAITĖ
INTERNAL AND EXTERNAL FACTORS OF THE COMPANY'S VALUE

MA thesis supervisor – Dr. G. Keliuotyte-Staniulėniene

MA thesis prepared – 2021 Vilnius

MA thesis scope – 68 pages

Number of tables in MA thesis – 18

Number of figures in MA thesis – 20

Number of references – 60

It is necessary to examine the internal and external value factors of the company, as this can help to understand where the problems come from. By analyzing the factors and making the right decisions, the value of the company increases. It was chosen to analyze the value of a retail company and at the same time to find out what factors, internal and external, influence its value.

Work objective: to evaluate the value of the company through the share price, the discounted cash flow method, the economic value added (EVA) method, to analyze the profitability indicators and to find out what internal and external factors affect the value of the company.

The company APB Apranga is analyzed on the basis of freely available financial statements. The financial indicators are analyzed, the value is determined based on the EVA method, the discounted cash flow method.

The results obtained show that the company is profitable, but in 2020 it was a difficult year it was necessary to change the strategy so that the company's sales would increase rather than decrease. Also, when examining the profitability indicators and calculating the value using the EVA method, it was observed that the EVA method reflects the situation of the company better.

TURINYS

LENTELIŲ SĄRAŠAS	5
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	6
ĮVADAS	7
1 ĮMONĖS VERTĖS KONCEPCIJA IR JOS VERTINIMAS.....	9
1.1 Įmonės vertės koncepcija.....	9
1.2 Įmonės vertės nustatymo metodai.....	14
2 ĮMONĖS VERTĖS VIDINIŲ IR IŠORINIŲ VEIKSNIŲ VERTINIMO METODINIAI ASPEKTAI	26
2.1 Pelningumo rodikliai ir akcijos kaina įmonės vertei vertinti	26
2.2 Diskontuoti pinigų srautai įmonės vertei vertinti.....	32
2.3 EVA metodas įmonės vertei vertinti.....	35
2.4 Įmonės vertės vidinių ir išorinių vertinimų tyrimo metodai	39
3 APB „APRANGA“ ĮMONĖS VERTINIMAS	43
3.1 APB „Apranga“ veikla.....	43
3.2 APB „Apranga“ vidiniai ir išoriniai vertės veiksniai	45
3.3 APB „Apranga“ pelningumo rodiklių analizė.....	49
3.4 APB „Apranga“ akcijos kaina ir įmonės vertė.....	53
3.5 APB „Apranga“ diskontuotų pinigų srautų prognozavimas. Teštinės vertės ir tikrosios vertės nustatymas	56
3.6 APB „Apranga“ vertinimas EVA metodu	59
IŠVADOS	63
LITERATŪROS SĄRAŠAS	65

LENTELIŲ SĄRAŠAS

Lentelė 1. Pelningumo rodikliai	19
Lentelė 2. Grynujų pajamų ir EVA metodo palyginimas	23
Lentelė 3. Pelningumo rodikliai	29
Lentelė 4. Pelningumo rodiklių koeficientai	49
Lentelė 5. ROA, ROE, ROIC rodiklių dinamika	49
Lentelė 6. Finansinio svėris dinamika	51
Lentelė 7. Akcijos kainos rodiklių dinamika	55
Lentelė 8. Įmonės vertė	55
Lentelė 9. Grynujų pinigų srautai	56
Lentelė 10. Skolinto kapitalo kaina	57
Lentelė 11. Vidutinė akcininkų nuosavybės gražos norma	57
Lentelė 12. Nuosavo ir skolinto kapitalo dalis	57
Lentelė 13. Pajamų augimo tempo, grynujų pajamų maržos, grynujų pajamų pokyčiai	58
Lentelė 14. Pajamų augimo tempo, grynujų pajamų maržos, grynujų pajamų pokyčiai	58
Lentelė 15. WACC pokytis	59
Lentelė 16. Kapitalo dydžio pokyčiai	59
Lentelė 17. NOPAT pokytis	60
Lentelė 18. EVA pokytis	60

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

Paveikslas 1. Vidiniai veiksniai	11
Paveikslas 2. Išoriniai veiksniai	13
Paveikslas 3. Įmonės vertinimo metodai	15
Paveikslas 4. Pinigų srautų valdymo etapai	16
Paveikslas 5. Investuoto kapitalo grąža	18
Paveikslas 6. Įmonės vertė	20
Paveikslas 7. Finansiniai rodikliai listinguojamoms įmonės vertinti	21
Paveikslas 8. Bendrovės valdymo struktūra	43
Paveikslas 9. Akcininkų nuosavybės dalis	44
Paveikslas 10. APB „Apranga“ įmonės darnuotojų skaičiaus kaita	46
Paveikslas 11. APB „Apranga“ įmonės darnuotojų skaičiaus pagal išsilavinimą	46
Paveikslas 12. APB „Apranga“ įmonės pardavimų kaita	47
Paveikslas 13. APB „Apranga“ prekių apyvarta pagal šalis	48
Paveikslas 14. APB „Apranga“ EBIT pokytis	50
Paveikslas 15. APB „Apranga“ EBITDA pokytis	51
Paveikslas 16. APB „Apranga“ trumpalaikio turto, įsipareigojimų ir likvidumo dinamika	52
Paveikslas 17. „Apranga“ akcijos kainos ir apyvartos pokytis	53
Paveikslas 18. APB „Apranga“ ir OMX Baltic Benchmark GI indeksų pokytis 2016-2020 m.	54
Paveikslas 19. APB „Apranga“ grynojo pelno ir EVA metodo palyginimas	61
Paveikslas 20. APB „Apranga“ nuosavo kapitalo grąžos ir EVA/nuosavo kapitalo rodiklių pelningumas	61

IVADAS

Kiekvienos įmonės tikslas – išlikti konkurencingoje rinkoje. Tai nėra paprasta, kai pasaulis taip sparčiai eina į priekį. Todėl labai svarbu analizuoti savo veiklą, ieškoti galimybių, vertinti jas. Kiekviena įmonė susiduria su įvairiausiais trikdžiais – tiek išoriniais, tiek vidiniais, ypatingai šiomis dienomis, kai niekas nežino, kas laukia rytoj, todėl reikia vertinti galimybes ir turėti ne vieną strategiją, kad rytojus nebūtų baisus.

Nagrinėti įmonės vidinius ir išorinius vertės veiksnius reikia, nes tai gali padėti suprasti, iš kur kyla problemos. Analizuojant veiksnius ir atliekant tinkamus sprendimus – įmonės vertė kyla. Žinoma, kad nuo įmonės vidinių ir išorinių veiksnių, priklauso bendrovės vertė. Kiekvienai įmonei svarbu prognozuoti įmonės ateitį. Tam atlikti, reikia suprasti įmonės praeitį, todėl labai svarbu analizuoti įmonės istoriją, kad būtų galima įvertinti. Mokslininkai nemažai atlikę tyrimų, kurie analizuoja įmonės vertę, per išorinius ir vidinius veiksnius. Kalbama apie kapitalo rinką, optimalių finansavimo šaltinių struktūros pasirinkimą, apie akcijų kainas, įmonių struktūras, bankroto galimybes, apie inovacijas, apie priežastis, kokiems tikslams vertinamos įmonės. Tačiau mažai rasta tyrimų, kurie analizuotų įmonės vertę, ir atsižvelgtų tiek į išorinius, tiek į vidinius veiksnius. Svarbu išsiaiškinti, kas apima įmonės vertę, kokie veiksniai daro įtaką, kaip jie vertinami, į ką orientuojasi įmonės. Per įmonės vertę galima sužinoti, kokie išoriniai ir vidiniai veiksniai daro įtaką jai. Pastebima, kad dažnai yra analizuojami pelningumo rodikliai, tačiau autorius (Fan, 2020) teigia, kad jie neatskleidžia visų pokyčių priežasčių ir galimybių, dėl to neužtenka vien pelningumo rodiklių analizės, suprasti įmonės vertę. Štai 1997 m. išpopuliarėjęs pridėtinės vertės metodas (EVA), tampa vis populiariesnis ir aktualesnis, kaip teigia Sujata, 2020 m. Dar pastebima tai, kad išanalizavus tą pačią įmonę EVA metodu ir pelningumo rodikliais, skiriasi rezultatai (Bhasin, 2017). Analizuoti įmonės vertę būdų yra daug, bet štai autoriai (Basci, Savas, 2019) pastebi, jog vienas iš tvirto vertinimo metodų, kurį pripažįsta ekspertai visame pasaulyje yra – diskontuotų pinigų srautų metodas. Jeigu įmonė pardavinėja akcijas biržoje, teigiama, jog reikia analizuoti akcijų kainą, norint suprasti, kokia įmonės vertė ir kaip ji atrodo rinkoje (Pharm, 2020). Todėl šiame darbe pasirinkta analizuoti Akcinę Bendrovę, mažmenine prekyba užsiimančios įmonės vertę ir kartu išsiaiškinti, kokie veiksniai, vidiniai, išoriniai, daro įtaką jos vertei. Analizuojamas laikotarpis 2017-2020 metai, todėl labai įdomu sužinoti, kokią įtaką padarė 2020 m., kai visas pasaulis dėl pandemijos buvo sustojęs.

Darbo objektas: mažmeninės prekybos įmonės vertės nustatymas EVA metodu, finansinių rodiklių analizė, vertinant vidinius ir išorinius vertės veiksnius.

Darbo tikslas: įvertinti įmonės APB „Apranga“ vertę analizuojant pelningumo rodiklius, akcijos kainos kitimą. Taip pat įvertinti vertę diskontuotų pinigų srautų metodu, ekonominės pridėtinės vertės (EVA) metodu, išsiaiškinti, kokie veiksniai darė įtaką įmonės vertės kitimui.

Uždaviniai:

- išanalizuoti kokie vidiniai, išoriniai veiksniai daro įtaką įmonės vertei;
- išnagrinėti taikomus metodus įmonės vertei vertinti;
- įvertinti metodų: akcijos kainos, diskontuotų pinigų srautų, EVA, patikimumą;
- išanalizuoti APB „Apranga“ pelningumo rodiklius 2017-2020 metais, įvertinti įmonės vertę.

Tyrimo metodai: tiriant įmonės vertės sampratą, metodologinius įmonės vertės vertinimo būdus, naudoti mokslinės literatūros šaltiniai, praktinių įmonės duomenų ir veiklos rezultatų analizė.

Darbo struktūra susideda iš trijų dalių. Pirmoje dalyje nagrinėjama, kas yra įmonės vertė, kokie gali būti vidiniai ir išoriniai įmonės vertės veiksniai, kokiais metodais nagrinėjama įmonės vertė. Antroje dalyje nagrinėjami išskirti trys metodai, tai pelningumo rodikliai ir akcijos kaina įmonės vertei vertinti, diskontuotų pinigų srautų metodas, EVA metodas įmonės vertei vertinti. Trečioje dalyje aprašoma analizuojama įmonė, apskaičiuojami finansiniai rodikliai, palyginami kaip kito 2017-2020 metų laikotarpyje, įvertinama, kokie veiksniai tam turėjo įtakos. Analizuojamas akcijos kainos pokytis, apskaičiuojama įmonės vertė diskontuotų pinigų srautų metodu, EVA metodu, palyginamas su pelningumo rodikliais, pateikiamos išvados.

1 ĮMONĖS VERTĖS KONCEPCIJA IR JOS VERTINIMAS

Verslo subjekto vertės nustatymas yra sudėtingas procesas. Įmonės vertė literatūroje yra labai plačiai ir įvairiai apibūdinama. Todėl svarbu išsiaiškinti, kas apima įmonės vertę, kokie veiksniai daro įtaką, kaip jie vertinami, į ką orientuojasi įmonės.

1.1 Įmonės vertės koncepcija

Požiūris į įmonę priklauso nuo jos vertės, kuri kaip sąvoka yra sudėtinga ir dinamiška. Zeithaml teigimu, suvokiamą vertę galima vertinti kaip bendrą kliento produkto (ar paslaugos) naudingumo vertinimą, remiantis suvokimu, kas gaunama ir kas suteikiama (Zeithaml, 1988). Tai apibūdinama kaip produkto ar paslaugos „gauti“ ir „duoti“ arba „naudos“ ir „kainos“ komponentų palyginimas (Damkuvienė, Balčiūnas, 2009). Norint įgyvendinti gerą įmonės valdymą, kuri didintų įmonės vertę, reikia geros įmonės valdymo mechanizmo (Pouraghajan, 2012). Manoma, kad kiekvienos įmonės noras turėtų būti didinti bendrovės vertę, kas reiškia maksimaliai padidinto pelno, kurį gaus investuotojai, dabartinę vertę (Onat ir kt., 2014). Todėl visų įmonių tikslas turėtų būti įgyvendinti gerą įmonės valdyseną, kuri padėtų didinti įmonės vertę. Verslo vertę lemiantys veiksniai yra apibrėžiami kaip visi išoriniai ir vidiniai veiksniai, kuriems veikiant gali būti sukuriama/naikinama analizuojamosios įmonės vertė (Ulkys, 2007). Tam, kad būtų tinkamai užtikrinti ir vykdomi priimti sprendimai, turėtų vykti nuolatinė pinigų srautų valdymo kontrolė. Ji gali būti vidaus ir išorės. Vidaus kontrolę vykdo vadovų paskirti atsakingi asmenys, o išorinės kontrolės funkciją atlieka samdomi auditoriai arba vidaus auditoriai (Senkus, 2004). Tokia kontrolė padeda užtikrinti geresnę įmonės valdymą, kas reiškia geresnę įmonės vertę. Tačiau įmonės vertė ne būtinai visada turi didėti, kartais gali ir mažėti. Įmonės vertės sumažėjimas gali atsirasti dėl vieno iš įmonės veiklos veiksnių, kuris nebuvo maksimalus valdant įmonės valdomus išteklius, taip pat dėl lėto ekonomikos augimo ir sumažėjusių kreditavimo sąlygų bankų sektoriuje (Subing, Susiani, 2019). Vidutinę įmonės vertę gali sumažinti įvairūs veiksniai, įskaitant vadovų nuosavybę. Taigi, nors ir teigiama, kad vadovai ir išorės kontrolė turi užtikrinti, kad būtų tinkamai vykdomi priimti sprendimai, pasitaiko atvejų, kad visgi įmonės vertė gali ir sumažėti, dėl išorinių veiksnių, tokių kaip lėto ekonomikos augimo, kreditavimo sąlygų suprastėjimo.

Įmonės valdyme pasitaiko visokių situacijų, bet kaip bebūtų, kiekvienos įmonės valdymo organų, savininkų tikslas yra didinti bendrovės vertę. Įmonės vertės padidinimas reiškia maksimalų akcininkų klestėjimą, kuris yra vienas iš pagrindinių įmonės tikslų (Brigham ir Houston, 2011). Kuo didesnė akcijų kaina, tuo didesnė įmonės vertė. Didelė įmonės vertė sukuria rinkoje pasitikėjimą ne tik dabartiniiais įmonės rezultatais, bet ir įmonės perspektyva ateityje. Bendrovės vertė atsispindi akcijų kainoje (Mela, Putra, 2020). Bendrovės akcijų rinkos kaina susidaro tarp pirkėjo ir pardavėjo, kai įvyksta sandoris, nes akcijų rinkos kaina laikoma įmonės faktinio turto vertės atspindžiu. Tai, kas sugeba paveikti įmonės

vertę, yra įmonės dydis. Bendrovės dydis yra vidutinis bendras atitinkamų metų grynasis pardavimas kelerius metus. Tokiu atveju pardavimai yra didesni už kintamąsias ir pastovias išlaidas, tada bus gaunama pajamų suma neatskaičius mokesčių (Brigham ir Houston, 2001). Tam pritaria ir kiti autoriai, kad įmonės vertė yra kaina, kurią būsimas pirkėjas yra pasirengęs mokėti. Pirkėjas bus susidomėjęs įsigijimu, jei įmonė rodys teigiamus pokyčius kiekvienais metais, nes tai automatiškai parodo, kad didėja akcininkų nauda, bet tai priklauso ir nuo valdymo, kur turi būti reguliuojamos ir kontroliuojamos įmonės, kurios, tikimasi, suteiks ir padidins bendrovės vertę akcininkams (Pouraghajan, 2012; Hilal, Samono, 2019). Tai gali nulemti įmonių sukčiavimą, dėl noro nuslėpti neigiamus faktus, kurie galėtų sumažinti pardavėjo norą įsigyti įmonę, dėl to kartais informacija yra pateikiama geresnė, nei yra iš tikrųjų. Nes įmonės vertė yra ta suma, kurią būsimas pirkėjas yra pasirengęs sumokėti, jei įmonė parduodama.

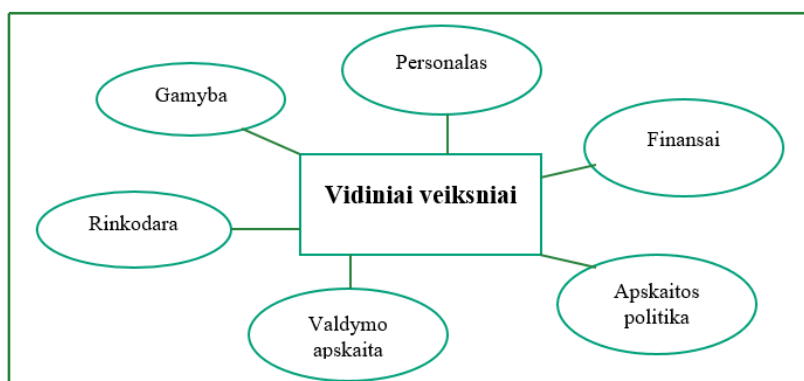
Taigi, visgi, kad įmonė nenorėtų slėpti tikrų faktų, turėtų turėti strateginį tikslą ir stengtis jį įgyvendinti. Tikslas turėtų būti įgyti konkurencinį pranašumą, kad pranoktų konkurentus ir skurtų akcininkų vertę (Witt, Meyer; 2014). Bendrovės vertė yra vienas svarbiausių dalykų, kuris rūpi suinteresuotosioms šalims (Sternas ir Stewardas, 1995). Be to, konkurencinga ir sėkminga įmonė gali sukurti vertę ir taip prisidėti prie bendros visuomenės gerovės (Huang ir Li, 2004). Norėdama sukurti konkurencinį pranašumą, įmonė turėtų turėti tam skirtas kompetencijas. Viena reikšmingiausių kompetencijų yra gebėjimas diegti naujoves (Špaček, Vacík, 2016). Investicijoms į strategines inovacijas reikia teigiamos investicinių išteklių grąžos, tai parodo, kad įmonė turi būti tinkamai valdoma, kad sugebėtų turėti išteklių naujovėms. Sugebėjimas įdiegti naujoves, sukuria funkcionalų ir veiksmingą veiklos valdymą, kas didina įmonės vertę. Didelė įmonės vertė rodo įmonės sėkmę siekiant užsibrėžtų tikslų.

Įmonės vertinimas gali būti naudojamas įvairiems tikslams, bet pagrindinis – nustatyti argumentuotai įmonės vertę. Priežasčių tam gali būti įvairių:

- **Įmonės pirkimas ir pardavimas:** kada galima nustatyti tinkamiausią kainą tiek pirkėjui, tiek pardavėjui.
- **Listinguojamų bendrovių vertinimas:** norima palyginti gautą vertę su akcijų kaina rinkoje, kad nuspręsti, ką daryti toliau.
- **Viešas akcijų platinimas:** vertinimas naudojamas siekiant pagrįsti kainą, už kurią akcijos siūlomos visuomenei.
- **Strateginiai sprendimai dėl tolimesnio įmonės egzistavimo:** įmonės ar verslo vieneto įvertinimas yra išankstinis žingsnis priimant sprendimą tęsti verslą, parduoti, jungti, auginti ar pirkti kitas įmones.
- **Strateginis planavimas:** įmonės ir skirtingų verslo vienetų vertinimas yra esminis dalykas, sprendžiant, kokius produktus/verslo linijas/šalis/klientus išlaikyti, auginti ar atsisakyti.

Vertinimas suteikia galimybę įvertinti galimo įmonės politikos ar strategijos poveikį vertės kūrimui ir sunaikinimui (Špaček, Vacik, 2016; Hilal, Samono, 2019).

Kaip galima pastebėti, įmonės vertinimas yra svarbus ir aktualus procesas, norint priimti bet kokią būsimą veiksmą, dėl įmonės ateities. Pasak Zarefar, įmonių valdymas yra vienas iš efektyviausių būdų sumažinti interesų konfliktą ir užtikrinti įmonės tikslų įgyvendinimą (Zarefar, 2009). Įmonės valdymas susideda iš įvairiausių veiksmų, tiek vidinių, tiek išorinių. Vidiniai veiksniai yra specifiniai, kurie dažniausiai tinkami konkrečiai įmonei. Kokie gali būti veiksniai, pavaizduota žemiau (1 pav.)



Paveikslas 1. Vidiniai veiksniai
Šaltinis: Zarefar (2009)

Įmonės, kurios, atsižvelgdamos į savo **rinkodaros** strategiją, neatsižvelgia į vidinę aplinką, gauna labiau bendrą strategiją – panašią į kitas organizacijas toje pačioje rinkoje – ir nepasinaudoja savo unikaliomis stiprybėmis ir konkurenciniais pranašumais. Pagrindiniai veiksniai, į kuriuos reikia atsižvelgti analizuojant rinkodaros vidaus aplinką, yra šie: ištekliai (produktų asortimentas, finansinė padėtis, klientų lojalumas, naujovės); darbuotojų įgūdžiai; gebėjimai (patirtis, procesai išvalgos); kompetencijos, įmonės kultūra, suinteresuotų šalių tikslai (reikėtų atsižvelgti į akcininkus/savininkus, ko jie siekia); įmonės strategija (Frye, Kang, Huh, Lee, 2020).

Gamyba yra dar vienas vidinis veiksnys, turintis įtakos verslo veiklai. Produkto tipas, kurį verslininkas nori gaminti, produkcijos savikaina, tikslinė grupė, gamyboje naudojama ar reikalinga technologija ir produkcijos kokybė ir kiekis yra labai svarbūs bet kurios firmos sėkmę lemiantys veiksniai (Slijepčevs, Bovana, Radojevič, 2018).

Personalias vaidina svarbų vaidmenį tokiose srityse kaip darbo jėgos planavimas, darbuotojų ir darbo santykiai, mokymai ir plėtra bei įstatymų laikymasis jų organizacijose. Kadangi jis nėra tiesiogiai susijęs su prekių gamyba ir paslaugų teikimu, gali būti vertinamas kaip atskira funkcija, išskyrus kasdienę verslo veiklą. Vis dėlto efektyvus žmogiškųjų išteklių skyrius gali iš tikrųjų pakeisti organizacijos sėkmę (Kader, Luther, 2008).

Valdymo apskaita naudoja finansinę informaciją efektyviems pokyčiams įgyvendinti. Apskaitos skaičiai suteikia objektyvų atsiliepimą apie pelningumą ir efektyvumą, bei padeda nustatyti galimybes

ir problemines sritis. Kad valdymo apskaitos sistemos būtų naudingos, jos turi tiksliai atspindėti įmonės veiklą, pakankamai detalai sekdamos naudingą informaciją, neatimdamos daug laiko (Hopper, Bui, 2016).

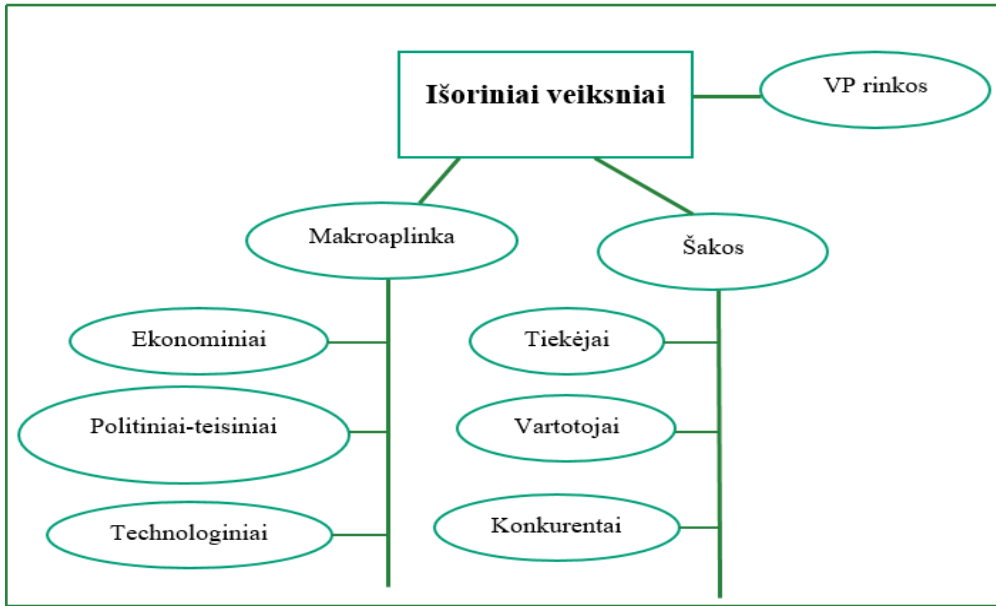
Apskaitos politika yra konkretūs principai ir procedūros, kuriuos taiko įmonės vadovų komanda, kurie naudojami rengiant finansines ataskaitas. Tai apima bet kokius apskaitos metodus, vertinimo sistemas ir informacijos atskleidimo procedūras (Hopper, Bui, 2016).

Verslui reikia pakankamai lėšų, kad jis galėtų išlikti ir sėkmingai augti. Norėdami padidinti savo rinkos dalį ir padidinti pardavimus, įmonės turi augti. **Finansai** reikalingi, kad padėtų patenkinti verslo poreikius augant (Kader, Luther, 2008).

Taip pat vidiniai veiksniai gali būti susiję su konkurencine strategija, organizacine struktūra (Shahzadi, Khan, Toor, 2018). *Konkurencinė strategija*: organizacijos turi pakeisti strategijas taip, kad pritaikytų pokyčius aplinkai. Taikant strateginius pokyčius laipsniškai ar radikaliai prisitaikant, galima sėkmingai pakeisti organizacijos struktūrą. (Ghasemi, 2016). *Organizacinė struktūra*: decentralizuotoje verslo sistemoje vadovų pareiga yra kontroliuoti ir gauti informaciją, kurios neturi aukščiausio lygio vadovai. Decentralizuotų sistemų įmonės sėkmingai dirba, jei jų apskaitos sistema yra stipri. Stipri vadybos apskaitos sistema padeda vadovui ir teikia vadovams naudingos informacijos priimant sprendimus (Kader, Luther, 2008). Taip pat dar išskiriami vidiniai veiksniai, darantys įtaką įmonės vertei, tai nusidėvėjimas, amortizacija, išlaidos, susijusios su įsigijimu, pertvarkymu, reorganizacija, mokesčiai (Černius, 2013; Dagilienė, Kovaliov, Mačerinskas, Simanavičienė, 2020). Dar kiti vidiniai veiksniai, tai personalo rizika (kaita, kvalifikacija), informacijos ir proceso rizika (IT trukdžiai, nepakankama informacijos sklaida), verslo partnerių rizika (priklausomybė nuo pagrindinių tiekėjų ir užsakovų) (Hilal, Samono, 2019).

Dar vieną veiksni, lemiantį įmonės vertės kilimą ir kritimą, įtakoja nuosavybės struktūra, nes nuosavybės struktūra yra labai svarbi nustatant įmonės vertę. Viena iš nuosavybės struktūrų įmonėje yra vadovų nuosavybė (Putra, 2013). Santykis tarp vadovo nuosavybės ir įmonės vertės atsiranda dėl paskatų iš vadovo akcijų, kurios bus priimtose padidėjus įmonės vertei. Pasak Faizal (2004), įmonės, turinčios didelę institucinę nuosavybę, rodo savo sugebėjimą stebėti valdymą. Kuo didesnė institucinė nuosavybė, tuo geriau organizuotas įmonės turto panaudojimas (Mela, Putra, 2020). Kaip galima pastebėti, įmonės vidinių veiksnių, kurie daro įtaką, yra nemažai, tai rinkodaros strategija, gamyba, tiekimas, personalas, valdymo apskaita, apskaitos politika, finansai, konkurencinė strategija, organizacinė struktūra, nuosavybės struktūra, kiekviena detalė yra labai svarbi, norint tinkamai ir sėkmingai valdyti įmonę. Kiekvienas veiksnys turi būti analizuojamas, kad būtų galima priimti tinkamus sprendimus.

Kaip jau minėta, be vidinių veiksnių, yra ir išoriniai, kurie taip pat turi įtakos įmonės vertei. Galimi išoriniai veiksniai pateikti žemiau (2 pav.)



*Paveikslas 2. Išoriniai veiksniai
Šaltinis: Zarefar (2009)*

Ekonominiai susiję su veiksniais, turinčiais įtakos vartotojų perkamajai galiai ir išlaidų modeliams. Svarbūs kriterijai yra šie: BVP, realus BVP augimo tempas, BNP, importo mokesčiai, PVM, nedarbas, infliacija, disponuojamos asmens pajamos, mokesčiai (Hilal, Samono, 2019).

Technologiniai veiksniai daro įtaką makroaplinkai. Jie yra susiję su veiksniais, kurie sukuria naujas technologijas ir taip sukuria naujų produktų ir rinkos galimybes. Rinkodaros specialistai turi atidžiai stebėti technologinę aplinką ir prisitaikyti, kad neatsilikėtų. Priešingu atveju produktai netrukus bus pasenę, ir įmonė praleis naujų produktų ir rinkos galimybes (Hopper, Bui, 2016).

Kiekvieną verslą riboja **politinė** aplinka. Tai apima įstatymus, vyriausybės agentūras ir spaudimo grupes. Tai daro įtaką ir riboja organizacijas ir asmenis visuomenėje. Todėl rinkodaros sprendimams didelę įtaką daro politinės aplinkos pokyčiai (Mela, Putra, 2020).

Išoriniai veiksniai turi įtakos visos įmonės vertei. Išoriniai veiksniai yra susiję su šalies ypatumais: politinis stabilumas, investicijų rizika, regioninė padėtis, technologijų plėtra, bendra ekonominė padėtis, socialinė-kultūrinė aplinka, teisinė aplinka ir kt. Taip pat atsiranda išoriniai rizikos veiksniai (Mela, Putra, 2020). Tai – įvykiai ir aplinkybės, staiga bei netikėtai veikiančios įmonę iš išorės, kurių negalima prognozuoti, užkirsti jiems kelio ar daryti esminės įtakos. Išorinė rizika dar skirstoma į tiesioginio poveikio veiksnius (tai įstatymai, mokesčių sistema, partnerių elgesys, korupcija) bei netiesioginio poveikio veiksnius (tai politinė ir ekonominė šalies situacija, rinkos dinamika, tarptautiniai įvykiai, stichinės nelaimės ir kt.) (Shatilo, 2019). Taigi, galima sakyti, kad ir kaip gerai įmonė būtų valdoma, gali atsirasti nenumatytų kliūčių, kurioms nebuvo pasiruošta ir tokiu būdu įmonės vertė gali ženkliai sumažėti, o norint to išvengti, vykdant pertvarkas, gali pareikalauti nemažai resursų.

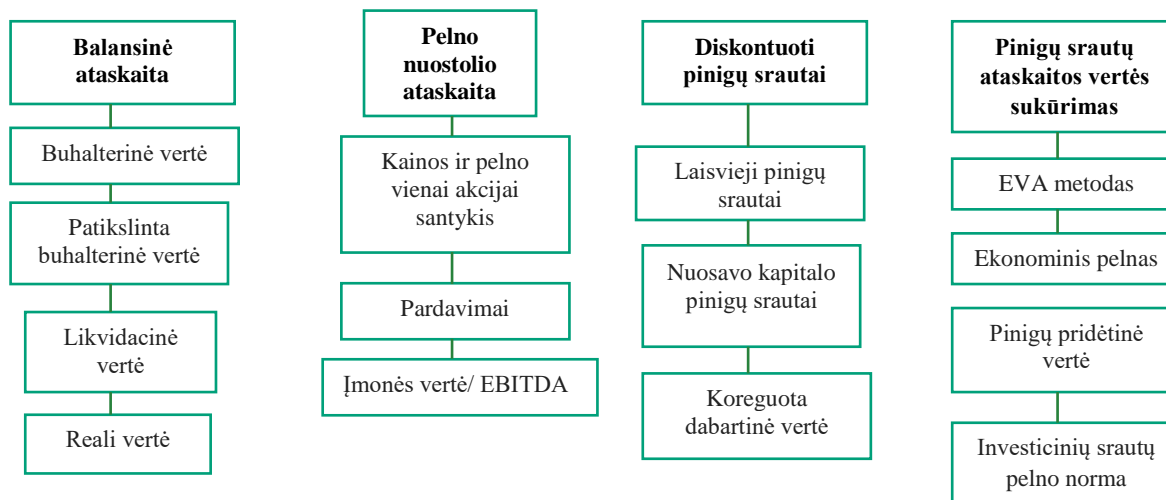
Be pelno gavimo, vienas iš pagrindinių įmonės tikslų yra padidinti įmonės vertę didinant savininkų ar akcininkų turtus (Brigham, 1996). Padidinti įmonės vertę organizuojant įmonės finansinę veiklą, vadinamą finansų valdymu. Pagal įmonių valdymo koncepciją įmonės vertė (įmonės vertė) bus maksimali, jei bus galima atskirti kiekvieno šiuolaikinės verslo organizacijos kaltininko funkcijas ir užduotis, tada įmonė gaus maksimalią įmonės vertę (Černius, 2014).

Taigi, galima teigti, jog įmonės vertė – svarbiausias taškas norint sužinoti įmonės produkto ar paslaugos kokybę. Taip pat labai svarbu yra įmonės valdymas bei atliekami auditai, norint išlaikyti korporaciją stabilią. Kad ir su kokiomis problemomis susidurtų įmonė, galutinis tikslas yra didinti įmonės vertę. Įmonės vertė priklauso nuo bendrovės dydžio, taip pat reikia paminėti, kad kai kaštai ir pajamos ryškiai kinta, įmonės pelnas ir vertė didėja. Kad įmonė turėtų teigiamą požiūrį visuomenėje, ji turi būti inovatyvi, bei diegti kuo daugiau naujovių ir atsižvelgtų į visuomenės poreikius. Taip pat įmonei labai svarbu, kad išliktų konkurencinga, yra vidiniai veiksniai, kur tinkamas valdymo procesas garantuoja įmonės sėkmę. Taip pat labai didelę įtaką įmonei daro išoriniai veiksniai, kas daro poveikį įmonės vystymuisi. Bendri vidiniai veiksniai išskiriami, kaip rinkodaros strategija; gamyba, tiekimas, personalas, valdymo apskaita, apskaitos politika, finansai, konkurencinė strategija, organizacinė struktūra, nuosavybės struktūra. Bendri išoriniai veiksniai išskiriami iš makroaplinkos: ekonominiai, technologiniai, politiniai; šakos: tiekėjai, vartotojai, konkurentai; VP rinkos. Galima daryti išvadą, kad jei įmonė puikiai susidoroja su vidiniais veiksniais, nebūtinai reiškia, kad puikiai susidoros ir su išoriniais veiksniais, kartais jie gali būti visiškai nenuspėjami ir gali priversti pakeisti net įmonės strategiją.

1.2 Įmonės vertės nustatymo metodai

Įmonės vertė priklauso nuo išorinių ir vidinių veiksnių. Kaip įmonė susidoroja su iškilusiais nesklandumais, galima pamatyti nustačius įmonės vertę. Įmonės vertei nustatyti naudojama daugybė finansinės apskaitos metodų. Tam pritaria ir Dmodaran, kuris teigia, kad įmonės vertė finansinėje literatūroje apibūdinama labai plačiai ir įvairiai (Dmodaran, 2011). Priemonės, kuriomis nustatomi išorinių veiksnių kitimai ir tendencijos, gali būti gana įvairios. Tai gali būti subalansuotų rodiklių sistemos taikymas įmonėje (Chalmeta ir Palomero, 2010), keturių kampų analizė (Downey, 2007), politinių, ekonominių, socialinių ir teisinių veiksnių analizė (Capon, 2008) arba kiti įrankiai, įgalinantys numatyti vienų ar kitų veiksnių pokyčius bei jų įtaką būsimiems įmonės rezultatams. Naujas požiūris į išorinius veiksnius ir jų poveikį pasireiškia tuo, kad jie tiriami ne atsietai nuo vidinių įmonės rezultatų, o kompleksinėje įmonės finansų valdymo tikslų sistemoje (Černius, 2013).

Beveik visi metodai yra orientuoti į būsimus sprendimus ir yra susiję su laisvais pinigų srautais (Dagilienė, Kovaliov, Mačerinskas, Simanavičienė, 2006). Įmonės vertinimo metodų, pagrįstų finansinėmis ataskaitomis, sudarymas gali būti įvairus (3 pav.).



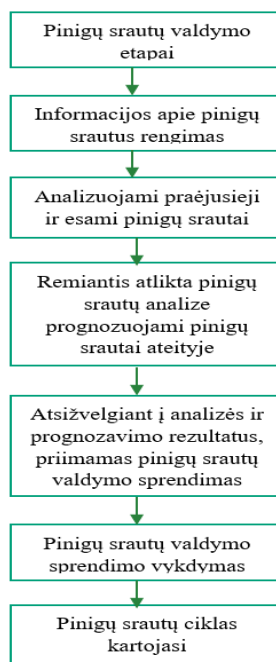
Paveikslas 3. Įmonės vertinimo metodai
Šaltinis: Dmodaran, (2011); Oler, Picconi, (2012)

Pirmasis metodų rinkinys arba balansu pagrįsti metodai yra pagrįsti jau esama apskaitos informacija įmonės įrašuose ir juos tvirtai remia balanso ataskaitos ir su balansine verte susiję rodikliai. Šie metodai paprastai apibrėžia ir taiko konkrečias faktinių ataskaitų korekcijas, įtraukdami kontekstinius veiksnius, tokius kaip būsimi mokesčiai, prestižas, nerealizuotas kapitalo prieaugis ar su projektų finansavimu susiję kintamieji (Demerijian, 2011). Balansinės ataskaitos metodu galime įvertinti, kokia įmonės padėtis, kuri susijusi su vidiniais ir išoriniais veiksniais.

Antrasis metodų rinkinys yra daugybiniai metodai, dar vadinami palyginamaisiais metodais, kurie naudoja kitų operacijų faktinę vertę kaip etaloną ekstrapoliuoti į dabartinius vertinimus. Lyginamosios analizės metodu atsižvelgiama į akcijų kainas, palyginamos įmonės operacijas, balanso rodiklius (Oler, Picconi, 2012). Akcijų kaina, tai išorinis veiksnys, kuris, žinoma, gali priklausyti ir nuo vidinių veiksnių. Jei įmonė puikiai susidorojo su išsikeltais tikslais, pajamos bendrovės auga, nesusiduria su išorės trikdžiais, tokiais kaip infliacija, neigiama pasaulio ekonomine tendencija, tada įmonės akcijų kaina kils ir bus galima manyti, kad įmonė yra patraukli investuotojams (kas yra teigiamas išorinis veiksnys). Reikia paminėti poveikį dividendų mokesčių akcijų kainai. Buvo išnagrinėtas dividendų mokesčių poveikis įmonės vertei ir atrasta nuoseklių įrodymų su hipoteze, kad nemaža dalis mokesčių kapitalizuojama akcijų kainose (Medlen, Chen, 2020). Reikia taip pat paminėti, yra keletas priežasčių, dėl kurių įmonės nori, kad jų akcijų kainos kiltų. Pavyzdžiui, aukšta akcijų kaina suteikia tam tikrą prestižą ir gali atgrasyti nuo įmonės perėmimo.

Trečiasis rinkinys arba vertės kūrimu pagrįsti metodai apima diskontuotus pinigų srautus (DCF) kaip žymiausių ir dažniausiai naudojamą įrankį vertinant dideles įmones (Demerijian, 2011). Verslo subjekto vertė ar nuosavo kapitalo vertė taikant diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo būdą teoriškai yra tokia pati, nepriklausomai nuo to, ar pagrindas, kuriuo remiantis daromos pinigų srautų prognozės, yra laisvieji pinigų srautai verslo subjektui, ar laisvieji pinigų srautai nuosavam kapitalui (FCFE), ar pagrįstos realiaja, ar nominaliaja išraiška (Oler, Picconi, 2012).

Ketvirtas rinkinys, tai pinigų srautų ataskaitos vertės sukūrimas. Pinigų srautų valdymas gali susidėti iš 5 etapų (4 pav.)



Paveikslas 4. Pinigų srautų valdymo etapai
Šaltinis: Chen (2017)

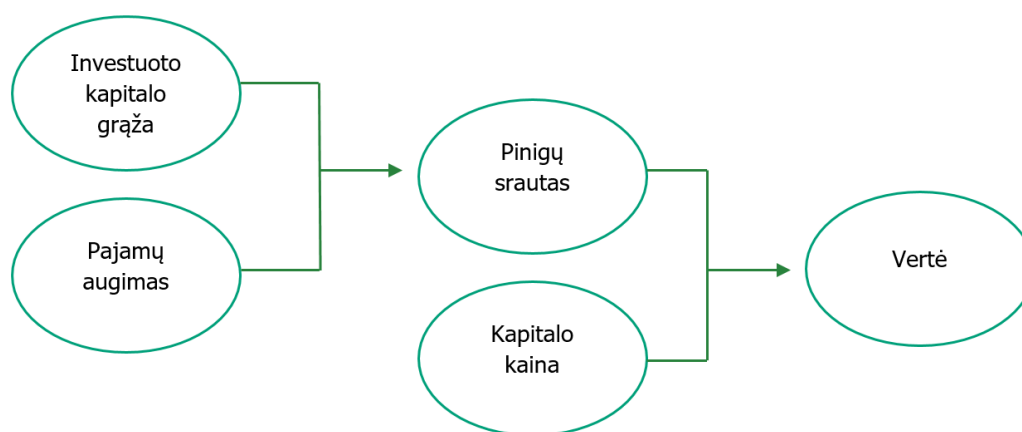
Norint užtikrinti įmonės pelningumą ir veiklos tęstinumą, labai svarbus tinkamas požiūris į pinigų srautų valdymą. Duomenys apie pinigų srautus svarbūs akcininkams, valdytojams, investuotojams ir kreditoriams (Suračienė ir kt., 2015). Tai visų pirma, parengiama informacija apie pinigų srautus, tada ji analizuojama, vėliau pasitelkiant analize, prognozuojama (Demerijian, 2011). Atsižvelgiant į gautus rezultatus, priimami pinigų srautų valdymo sprendimai, kurie vėliau vykdomi. Visi šie procesai turėtų vykti nuosekliai. Tinkamas pinigų srautų valdymas padeda laiku atskleisti įvairių bendrovės veiklų trūkumus, numatyti pašalinimo taip pat ir efektyvumo didinimo priemones (Chen, 2017). Pinigų srautų ataskaitos vertės sukūrimas gali būti analizuojamas per EVA metodą, ekonominių pelną, pinigų pridėtinę vertę, investiciniu srautu po pelno norma. Nagrinėjant visus šiuos metodus, galima pamatyti, kaip įmonė efektyviai dirba, jei yra trukdžių pelningai dirbti, galima juos įvertinti, pamatyti, ar tą neigiamą įtaką daro vidiniai, ar išoriniai veiksniai.

Įmonės veikla pinigų srautų ataskaitoje skirstoma į pagrindinę, investicinę ir finansinę. Įmonės pagrindinės veiklos pinigų srautai parodo, kiek pagrindinė (gamybinė, prekybinė, paslaugų teikimo) įmonės veikla gali kurti pinigų srautus (Suračienė ir kt., 2015). Pinigų srautai padeda įmonei veikti efektyviai. **Pagrindiniai veiklos** pinigų srautai, apibūdina pinigų srautus, tiesiogiai susijusius su įprastos veiklos prekių gamyba ir pardavimu. Finansų direktorius nurodo, ar įmonė turi pakankamai lėšų, kad apmokėtų sąskaitas ar veiklos išlaidas. Kitaip tariant, norint, kad įmonė būtų finansiškai perspektyvi ilgalaikėje perspektyvoje, turi būti daugiau pinigų srautų nei grynujų pinigų (Chen, 2017). Šis teiginys leidžia suprasti, kad nuo vidinių veiksmų gali priklausyti pagrindiniai veiklos pinigų srautai. Pinigų srautai iš **investicinės veiklos** yra pinigų srautų ataskaitos dalis, kurioje parodomi su investicine veikla generuojami ar išleisti pinigai. Investicinė veikla apima fizinio turto pirkimą, investicijas į vertybinius popierius arba vertybinių popierių ar turto pardavimą (Dasgupta ir kt., 2014). **Finansavimo** pinigų srautas rodo grynuosius pinigų srautus, kurie naudojami įmonei ir jos kapitalui finansuoti. Finansavimo veikla apima sandorius, susijusius su skolos, nuosavo kapitalo išleidimu ir dividendų mokėjimu. Pinigų srautai iš finansinės veiklos suteikia investuotojams supratimą apie įmonės finansinę galią ir tai, kaip gerai valdoma įmonės kapitalo struktūra (Oler, Picconi, 2012). Taip pat reikia paminėti, kad pinigų srautų grupavimas priklauso nuo kiekvienos įmonės individualiai, atsižvelgdamos į savo veiklos pobūdį ir verslo apskaitos standartų reglamentavimą. Taigi, kaip galima pastebėti, pinigų srautų ataskaita yra informatyvi, iš jos galima nuspręsti, kaip efektyviai įmonė gali kurti pinigų srautus, taip pat, ar efektyviai juos valdo, daro tinkamus sprendimus. Galima teigti, kad tinkamas pinigų srautų paskirstymas (vidinis veiksnys) informuoja investuotojus (išorinius veiksmus) apie įmonės padėtį.

Bendrovės taip pat turi sugebėti efektyviai valdyti savo lėšų šaltinius, kad padidintų grynąsias pajamas (Fama ir French, 2004). Tai priklauso nuo to, kaip įmonė viduje paskirstys savo lėšų šaltinius. Tai galima padaryti analizuojant įmonės finansinius rezultatus, vienas iš jų yra pelningumo rodikliai, kurie leidžia įvertinti, ar įmonė pelninga (Aleksnevičienė, Basevičiūtė, 2017). Tai aktualu investuotojams, žinoma, ir pačiai įmonei, jei rodikliai bus geri, didesnė tikimybė pritraukti investuotojų. Kalbant apie pelningumo koeficiento pelningumo dalį, yra nagrinėjamas rodiklis – nuosavo kapitalo grąža (angl. ROE), kuria siekiama įvertinti įmonės galimybes gauti pelną atskaičius mokesčius panaudojant savo kapitalą, kuris priklauso įmonei (Prasetyorini, 2013). Didesnė nuosavo kapitalo grąža padidina bendrovės akcijų paklausą. Aukšta akcijų kaina nulemia grąžą, kurią gaus investuotojai (Fama ir French, 2004). Kuo didesnę pelną gauna įmonė, tuo didesnę grąžą, kurios tikisi investuotojai, kad galėtų pagerinti įmonės vertę (Dewi ir Wirajaya, 2013). Prasetyorini (2013) sako, kad pelningumas teigiamai ir reikšmingai veikia įmonės vertę. Taip pat dar vienas rodiklis, kuris yra aktualus, tai turto pelningumo (angl. ROA) (Aleksnevičienė, Basevičiūtė, 2017). ROA yra santykis, apibūdinantis įmonės vadovybės gebėjimą valdyti savo valdomą turtą, kad gautų pelną, parodo, kiek įmonės turtas efektyviai valdomas (Fama ir French, 2004). Bet taip pat teigiama, kad investuoto kapitalo grąža (angl. ROIC) yra geresnė

analitinė priemonė, nei nuosavo kapitalo grąža ar turto grąža, siekiant suprasti įmonės veiklą (Dewi ir Wirajaya 2013). Nuosavo kapitalo grąža derina veiklos rezultatus su kapitalo struktūra, todėl tarpusavio grupių analizė ir tendencijų analizė nėra tokia prasminga. Turto grąža (net ir apskaičiuota pagal išankstines palūkanas) yra nepakankamas veiklos rodiklis, nes ji apima neveikiantį turtą ir neatsižvelgiama į mokėtinų ir kitų veiklos įsipareigojimų naudą, kurie kartu sumažina iš investuotojų reikalaujamo kapitalo sumą (Fama ir French, 2004; Dewi ir Wirajaya, 2013).

Kaip jau žinoma, nuo įmonės vidinių ir išorinių veiksmų, priklauso bendrovės vertė. Kiekvienai įmonei svarbu prognozuoti įmonės ateitį. Tam atlikti, reikia suprasti įmonės praeitį, todėl labai svarbu analizuoti įmonės istoriją, kad būtų galima įvertinti įmonę (Prasetyorini, 2013). Teigiama, kad reikia pradėti nuo pagrindinių vertės kūrimo elementų: investuoto kapitalo grąžos (ROIC) ir pajamų augimo (Prasetyorini, 2013). Pavaizduota 5 pav.



*Paveikslas 5. Investuoto kapitalo grąža
Šaltinis: Dewi ir Wirajaya 2013*

Šių principų laikymasis padeda vadovams nuspręsti, kurios investicijos ilgainiui sukurs didžiausią vertę akcininkams (Stratila, 2020). Šie principai taip pat padeda investuotojams įvertinti potencialią bendrovių, į kurias gali investuoti, vertę. Įmonės kuria vertę savo savininkams investuodamos grynuosius pinigus, kad ateityje gautų daugiau pinigų (Fan, 2020). Jų sukurta vertės suma yra skirtumas tarp pinigų įplaukų ir atliktų investicijų išlaidų, pakoreguotas atsižvelgiant į tai, kad rytojaus pinigų srautai yra vertesni nei šiandien, nes pinigai, turintys laiko vertės, ir būsimų pinigų srautų rizikingumas (Koller, Goedhart, Wessels, 2015). Įmonės investuoto kapitalo grąža ir jos pajamų augimas kartu lemia, kaip pajamos konvertuojamos į pinigų srautus (ir pajamas) (Behera, 2020). Tai reiškia, kad įmonės sukurto vertės dydis yra galutinis pagal ROIC, pajamų augimą ir gebėjimą išlaikyti abu, laikui bėgant. Tačiau įmonė sukurs vertę tik tuo atveju, jei jos ROIC bus didesnė už kapitalo kainą (investuotojams tenkančios išlaidos). Be to, augimas padidins įmonės vertę tik tuo atveju, jei ROIC viršys kapitalo kainą. Augimas mažesne grąža iš tikrųjų sumažina įmonės vertę.

Lentelė 1. Pelningumo rodikliai

Nuosavo kapitalo grąža (ROE)	Parodo, kiek efektyviai panaudojamas nuosavas įmonės kapitalas. Siekiama įvertinti įmonės galimybes gauti pelną atskaičius mokesčius panaudojant savo kapitalą, kuris priklauso įmonei. Didesnė nuosavo kapitalo grąža padidina bendrovės akcijų paklausą. Aukšta akcijų kaina nulemia grąžą, kurią gaus investuotojai
Turto pelningumas (ROA)	Santykis, apibūdinantis įmonės vadovybės gebėjimą valdyti savo valdomą turtą, kad gautų pelną, parodo, kiek įmonės turtas efektyviai valdomas
Investuoto kapitalo grąžos (ROIC)	Parodo kokią grąžą atneša į įmonę investuotas turtas. Tai yra firmos, bet ne nuosavybės rodiklis, todėl įtraukia tiek nuosavą, tiek ir skolintą kapitalą (bet ne visą turtą). Jei šis rodiklis tiksliai paskaičiuojamas ir įvertinamas, jis gali būti naudojamas verslo perspektyvai vertinti lyginant jį su įmonės kapitalo kaštais

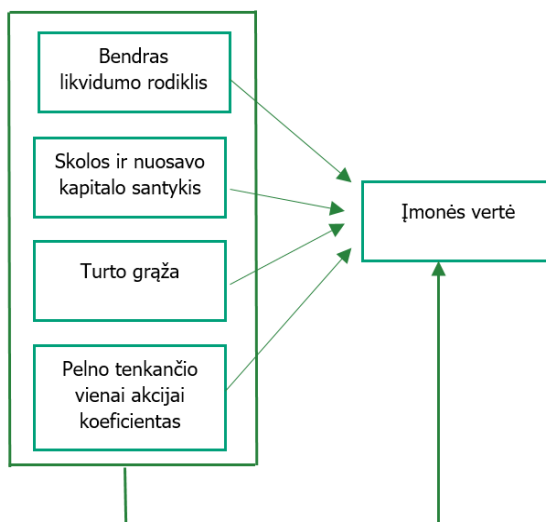
Šaltinis: Koller, Goedhart, Wessels, (2015); Behera, (2020). Sudaryta autorės

Apibendrinant galima teigti, jog rodiklių analizavimas yra labai svarbus procesas, norint įvertinti įmonės veiklą, kuri priklauso nuo išorinių ir vidinių veiksnių. Rodiklių vertinimas padeda prognozuoti ateitį, kas gali padėti nuspręsti, kokią strategiją įmonei kurti, kad įmonė būtų patraukli išorei, taip pat nuspręsti, kaip tinkamai panaudoti vidinius resursus.

Kaip jau minėta, akcijos kaina yra svarbus veiksnys. Akcijos kaina, tai suma, kurią kainuotų pirkti vieną įmonės akciją. Akcijos kaina nėra fiksuota, tačiau svyruoja pagal rinkos sąlygas. Tikėtina, kad ji padidės, jei bus suvokiama, kad įmonei sekasi gerai, arba sumažės, jei įmonė neatitiks lūkesčius (Liu, 2016). Bendrovės vertė taip pat atsispindi ir akcijų kainoje. Kiekvieną dieną analitikai ir investuotojai vertina akcijas, ieškodami geros galimybės padidinti savo grąžą. Kaip tai padaryti, yra įvairių metodų. Vienas iš jų – kainos už pelną metodas, kuris parodo įmonės vertę (Tomašiūnienė, Paškevičienė, 2016). Kainos už pelną metodo esmė – įmonės vertę lemia jos akcijų kursas rinkoje (Galiniene 2015; Damodaran 2002). Ta vertė priklauso nuo tiek išorinių veiksnių, tiek vidinių. Kainos ir pelno santykis (P/E) yra santykis vertinant įmonę, kuri matuoja dabartinę akcijų kainą, palyginti su pelnu, tenkančiu vienai akcijai (EPS) (Liu, 2016). Jis taip pat gali būti naudojamas lyginant įmonę su jos pačios istoriniais duomenimis arba lyginant bendras rinkas tarpusavyje ar laikui bėgant (Fan, 2020). Kainos ir pelno santykis taip pat kartais vadinamas kainos daugikliu arba uždarbio kartotiniu (Ulys, 2007). Akcijos kainą įtakoja investuotojų lūkesčiai, gandai. Akcijų vertę gali pagrįsti tokie faktai kaip turtas, pelnas, dividendai ir aiškios perspektyvos (Tomašiūnienė, Paškevičienė, 2016). Investuojantys į akcijas gali uždirbti iš akcijų dviem būdais: pirmas – gaudamas dividendus, antras – kylant akcijų rinkos kainai, jis

gali jas parduoti brangiau negu pirko, profesionalų terminais tariant, tai būtų pajamos iš kapitalo prieaugio (Ulys, 2007). Taigi, galima sakyti, kad akcijų vertė bus didesnė, kai bus matomos aiškios įmonės perspektyvos, kai turtas ir pelnas augs į teigiamą pusę.

Įmonės vertę galima analizuoti per įvairus rodiklius. Dar vienas būdas pateiktas (6 pav.). Bet reikia nepamiršti, kad bet kokio vertinimo būdo pokyčiai tiek teigiami, tiek neigiami, priklauso nuo vidinių ir išorinių veiksnių.



Paveikslas 6. Įmonės vertė
Šaltinis: Tomašiūnienė, Paškevičienė, 2016

Paveikslėlyje pavaizduotas bendrojo likvidumo rodiklis. Einamojo likvidumo koeficientas – parodo, koku laipsniu trumpalaikis turtas padengia trumpalaikius įsipareigojimus (Tomašiūnienė, Paškevičienė, 2016). Trumpalaikis turtas taip pat gali didinti įmonės vertę. Jei šis rodiklis yra nestabilus kiekvienais metais, tai galėtų reikšti įsipareigojimų nevykdymo riziką arba neefektyviai naudojamą turtą, ypač tuo atveju, jei rodiklis ženkliai skiriasi nuo bendro šakos rodiklio (Subedi, Farazmand, 2020).

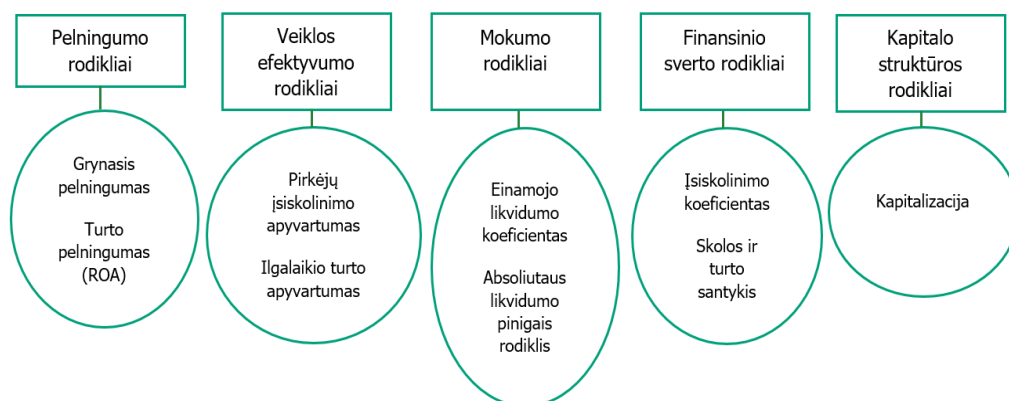
Skolos ir nuosavybės kapitalo santykis (D/E) yra svarbus rodiklis, naudojamas įmonių finansuose. Tai yra laipsnio, kuriuo įmonė finansuoja savo veiklą skolomis, palyginti su visiškai valdomomis lėšomis, matas. Tiksliau, tai atspindi akcininkų nuosavybės galimybę padengti visas negrąžintas skolas verslo nuosmukio atveju. Skolos ir nuosavo kapitalo santykis yra tam tikras skolinimo santykio tipas (Ovtchinnikov, 2010).

Turto graža jau žinome, kad yra svarbus rodiklis. Šiame paveikslėlyje įtrauktas kaip rodiklis, kurie nusako įmonės vertę. Pelnas tenkantis vienai akcijai taip pat įtrauktas kaip svarbus rodiklis, norint įvertinti įmonės vertę. Taigi EPS yra labai svarbus investuotojams vertinant valdymo sėkmę valdant įmonę. EPS gali atspindėti įmonės gautą pelną panaudojant esamą įmonės turtą (Pharm, 2020). Didelis EPS atspindi įmonės veiklos efektyvumą ir efektyvumo lygį valdant įmonę, taip paveikdamas

investuotojus investuoti į įmonę. Jei EPS yra mažas, reiškia įmonės vertė nėra patraukli, investuotojai nebus suinteresuoti įmone. Visus keturis rodiklius išnagrinėję, galėtume įvertinti įmonės vertę, ar tinkamai panaudoja savo pinigų srautus, kaip susidoroja su iškilusiais išoriniais veiksniais.

Autorės išskyrė pagrindinius finansinius rodiklius listinguojamoms įmonėms vertinti (7 pav.) (Šakienė, Puleikienė, 2009; Paliulienė, 2020). Pelningumo rodikliai parodo įmonės veiklos efektyvumą (Alfimova, 2010; Asadi 2012). Iš pelningumo rodiklių galima spręsti, kaip efektyviai uždirbamas pelnas, ar tinkamai įmonė priima investicinius ir finansinius sprendimus (Šakienė, Puleikienė, 2009). Grynas pelningumas parodo visų įmonės veiklos rūšių galutinį rezultatą, veiklos efektyvumo vertinimo rodiklis (Labonaitė, Subačienė, 2014). Turto pelningumu domisi verslininkai – vertindami gamybos, kitos veiklos arba atskirų jų segmentų pelningumą; investuotojai – sužinoti, ar turtas nėra naudojamas neefektyviai, netinkamai sandėliuojamas (Savickas, 2019).

Kiekviena kompanija turi investuoti į turtą tam, kad galėtų efektyviai gaminti produkciją. Efektyvumo finansiniai rodikliai parodo kaip efektyviai kompanija valdo savo turtą ir įsipareigojimus (Juozaitienė, 2000). Pirkėjų skolų apyvartumas parodo, kiek kartų pirkėjų įsiskolinimai paverčiami pinigais (Juozaitienė, 2000). Pirkėjų skolų apyvartumas parodo, pirkėjų skolos dydžio apyvartą kartais, kitaip tariant, kiek kartų pirkėjų įsiskolinimai paverčiami pinigais (Juozaitienė, 2000).



Paveikslas 7. Finansiniai rodikliai listinguojamoms įmonėms vertinti

Šaltinis: Šakienė, Puleikienė, 2009; Paliulienė, 2020

Ilgalaikio turto apyvartos koeficientą yra naudojamas veiklos rezultatams įvertinti. Šis efektyvumo koeficientas lygina grynuosius pardavimus (pelno (nuostolių) ataskaitą) su ilgalaikiu turtu (balansu) ir įvertina įmonės galimybes generuoti grynuosius pardavimus iš investicijų į ilgalaikį turtą, būtent į nekilnojamąjį turtą, įrangą ir įrenginius (Smolensienė, Šivickienė, 2019).

Mokumo rodiklių analizė parodo, ar įmonė gali būti laikoma stabili ir formuoti išvadas apie tolesnę veiklą, t.y. investicinius sprendimus, santykių palaikymą su kitais rinkos dalyviais (kreditoriais, tiekėjais) (Smolensienė, Šivickienė, 2019). Kuo didesnė įmonės vertė, tuo turtingesnis bus savininkas.

Finansinio svėro rodikliai parodo, kiek įmonė naudoja skolintų lėšų (Mackevičius, Poškaitė, 2003). Įsiskolinimo koeficientas – palygina įmonės skolą su įmonės turtu. Skolos ir turto santykis – parodo, kokia įmonės turto dalis finansuojama skolomis, o ne nuosavu kapitalu (Paliulienė, 2020).

Kapitalo struktūros rodikliai padeda matuoti investicijų pelningumą. Įmonės kapitalizacija (rinkos vertė) – parodo įmonės nuosavo kapitalo rinkos vertę, jeigu už visas įmonės akcijas būtų mokama rinkos kaina konkrečiu laiko momentu (Labonaitė, Subačienė, 2014).

Teigiama, kad akcijų kaina įvardijama, kaip vienas geriausių matų, įmonės ekonomikos vertei (Zorn ir kt., 2005). Didėjantis akcininkų nuosavybės vertės reikšmingumas privertė pakeisti požiūrį į veiklos efektyvumo matavimą, įtraukiant į jį kapitalo kainą. Įmonės vertės nustatymas pagal kainos už pelną metodą (atsižvelgiant tik į akcijos kainą) priklauso nuo tokių veiksnių kaip akcijos kaina, grynasis pelnas, akcijų skaičius. Akcijų vertę gali pagrįsti tokie faktai kaip turtas, pelnas, dividendai ir aiškios perspektyvos. (Paškevičienė, Tomašiūnienė, 2016). Vienas iš įmonės vertės rodiklių, skaičiuojamų atsižvelgiant į kapitalo kainą, yra ekonominė pridėtinė vertė (angl. EVA) (Aleksnevičienė, Basevičiūtė, 2017). Ekonominės pridėtinės vertės (EVA) modelis laikomas nauja metrika, kuria vadovai gali įvertinti, atlyginti ir pranešti apie įmonės veiklą, o investicijų valdytojai prižiūrėti portfelio rezultatus (Petravičius, 2008). Shil (2009) teigimu, EVA yra vadybos įrankis, kuris gali būti naudojamas visoms vadybos funkcijoms įgyvendinti. Jis turi stiprų ryšį su akcijų rinkos kainomis: įmonės rinkos vertė yra jos buhalterinė vertė ir būsimų EVA dabartinė vertė (Shil, 2009). EVA grįsta darbuotojų motyvavimo sistema skatina vadovus viršyti įprastus įmonės veiklos rezultatus, ši sistema sumažina atstovavimo problemą (Aleksnevičienė, Basevičiūtė, 2017). EVA teikia pranašumą prieš pajamas, rinkos pripažinimo pokyčiai be analogiškų finansinės atskaitomybės pokyčių yra klausimas, kuriam reikia skirti daugiau dėmesio (Petravičius, 2008).

Sirbu (2012) parodė, kad įprasti metodai nėra stipriai susiję su realia sukurta verte, ir nurodė, kad EVA yra pabrėžiama kaip valdymo priemonė, nes ji suderina vadovų tikslus su akcininkų tikslais, pagerina atskaitomybę ir padidina veiklos analizės objektyvumą (Sirbu, 2012). EVA atitinka beveik visus finansiniam vertės matui, kuris atspindėtų vertės kūrimą ir galėtų būti naudojamas vertei valdyti, keliamus reikalavimus. Mohammadas ir kt. (2012) nurodė, kad pelningumas, įmonės dydis, augimo galimybės ir nematerialusis turtas yra labai teigiamai susiję su EVA (Mohammadas ir kt., 2012). EVA yra tai, kas lieka, iš prekės vertės atėmus absoliučiai visas sąnaudas. Įvairiose nematerialiojo turto srityse, įskaitant prekės ženklą, pastebimos didėjimo tendencijos, kurių sukėlė informacija, inovacijos ir žinių ekonomika, reikšmė. Ši tendencija aiškiai matoma įsigyjant įmones, susijungiant ir restruktūrizuojant, prekės ženklo vertė daro didelę įtaką sandorio kainai. Nematerialusis turtas komerciniams sandoriams sukėlė vertinimo problemą, nes neįmanoma efektyviai disponuoti turtu nežinant jo rinkos vertės, todėl buvo įvesta ekonominės pridėtinės vertės (EVA) priemonė (Černikovaitė, 2015).

Įmonės vertė labiausiai vertinama iš ekonominės pusės. Tačiau nereikėtų užmiršti vieno svarbiausio išorinio veiksnio – klientų (Piligrimienė, Dovalienė, Virvilaitė, 2015). Reikia žinoti įmonės tikslus, nuodugniai išnagrinėti ryšį su klientais, kad būtų galima pasirinkus tinkamą metodą, pritraukti daugiau klientų, o tai gali reikšti didesnę pelną.

Įmonę vertinti galima įvairiais būdais. Žemiau (2 lentelė) pateiktas palyginimas tarp grynujų pajamų ir EVA metodo.

Lentelė 2. Grynujų pajamų ir EVA metodo palyginimas

Apskaitos pelnas (grynosios pajamos)	Ekonominis vertės pelnas (EVA)
Tai siejama su pelno maksimizavimu (grynosiomis pajamomis) kaip galutiniu įmonės tikslu.	Tai siejama su akcininkų turto padidiniu kaip galutiniu įmonės tikslu.
Neatsižvelgiama į nuosavo kapitalo kainą (atsižvelgiama tik į skolų kainą, tačiau nuosavo kapitalo kaina laikoma nuline).	Atsižvelgiama į nuosavo kapitalo kainą (paprastai nuosavo kapitalo kaina yra didesnė už skolų kainą).

Šaltinis: Morad, Balu, 2009

Grynujų pajamų metodas siejamas su pelno maksimizavimu, o EVA metodas su akcininkų turto padidiniu kaip galutiniu įmonės tikslu. Labai svarbus momentas tas, kad EVA metode yra atsižvelgiama į nuosavo kapitalo kainą, o grynujų pajamų metode – ne. Dėl analizuojant įmonę šiais metodais, rezultatai gali skirtis ženkliai.

Pinigų srautai yra svarbus procesas, nagrinėjant įmonės vertę, bei išorinius ir vidinius veiksnius. Neaiškių pinigų srautų turinčioms įmonėms yra sunkiau gauti išorės finansavimą ir jos susiduria su didesnėmis investicinio projekto kapitalo sąnaudomis (Drobetz et al., 2016), nes kapitalo tiekėjai dėl neapibrėžtumo susiduria su didesne rizika. Šiuo atveju įmonės yra labiau suvaržytos finansiniu požiūriu ir turi pasikliauti viduje sukurtais pinigų srautais, kurie daro įtaką ir dividendams (Chaya & Suh, 2009), ir investuotojams.

Dėl laisvųjų pinigų srautų gali padidėti arba sumažėti įmonės vertė, priklausomai nuo jos naudojimo (Guevara; 2014). Įmonės vertėje yra keli komponentai, tokie kaip nekilnojamas turtas, įranga, prekės ženklas ir grynieji pinigai. Iš šių komponentų vadovai gali laisvai naudoti tik grynuosius pinigus. Tiesą sakant, ne visus grynuosius pinigus galima laisvai naudoti (Morad, Balu, 2009). Dalis, kurią galima laisvai naudoti, apibūdinama kaip laisvieji pinigų srautai. Veiksmingas turto naudojimas ar investicijos padidins įmonės vertę, o neefektyvus turto naudojimas sumažins įmonės vertę. Įmonės augimas gali būti naudingas vadovams, o ne akcininkams (Drobetz et al., 2016). Laisvieji pinigų srautai sukuria vadovų norą panaudoti turimas lėšas įvairiai veiklai, kuri gali arba neprideda prie įmonės vertės padidėjimo. Laisvieji pinigų gali motyvuoti vadovus laikyti grynuosius pinigus įmonėje ir neskirstyti jų kaip dividendus (Huafeng, 2017). Vadovai padidins kontroliuojančią įmonės turto galią naudodamiesi laisvųjų pinigų srautus turto įsigijimui, turėdami jiems asmeninę naudą (Jung Yeo, 2000).

Atsižvelgiant į finansinius aspektus, pinigų sumos laiko vertė atkreipė didelį dėmesį kuriant pinigų srautų analizės modelius, būtent diskontuotų pinigų srautų (DCF) modelį. Grynosios dabartinės vertės (NPV) metrika yra naudojama dabartinei grynujų pinigų srautų vertei įvertinti, kad būtų galima apskaičiuoti numatomos investicijos ar projekto pelningumą. Įmonės tikslai gali būti išskiriami į kiekybinius ir kokybinius. Kiekybiniai grupuojami į pelningumo, likvidumo, finansavimo ir įmonės vertės didinimo tikslus (Makutėnaitė ir kt., 2014). Vidinio ir išorinio finansavimo tikslai turi įtakos likvidumui, pelningumui, kadangi nuo kapitalo struktūros formavimo, skolintų ir nuosavų finansavimo šaltinių derinimo priklauso įmonės veiklos finansavimo kaina bei rizikos dydis, o kartu ir pelningumo, mokumo rodiklių reikšmės bei įmonės vertė, lemianti savininkų nuosavybės didinimą ir ekonominę pridėtinę vertę.

Pagrindinis fundamentinės analizės akcentas yra vertinimas. Tai grindžiama prielaida, kad yra skirtumas tarp buhalterinės vertės ir rinkos vertės; papildoma vertė, kuri nėra įtraukta į balansą. Yra du pagrindiniai ieškovai dėl įmonės vertės: skolininkai ir akcininkai. Abu įneša grynujų pinigų mainais į reikalavimą sumokėti palūkanas (skolininkams) arba dividendus (akcininkams). Šiomis pretenzijomis prekiaujama kapitalo rinkoje, remiantis numatomomis išmokomis, kurias įmonė sumokės už šį reikalavimą (Hilal, Samonon, 2019).

Paprastai vertinant bet kokį turtą ar verslą yra trys vertinimo metodai: rinkos metodas (išorinis veiksnys), pajamų metodas ir realių galimybių metodą (Guevara; 2014). Pagal rinkos metodą turto vertė nustatoma remiantis palyginamojo turto kaina. Šiuo požiūriu pirmiausia nustatoma bendraamžių grupė, kuri yra panašių tos pačios pramonės įmonių, turinčių panašias savybes, rinkinys. Tada ji apskaičiuoja standartizuotus kartotinius, kuriuos galima naudoti norint gauti atitinkamos įmonės vertę. Taikydami šį metodą investuotojai nustato įmonės vertę lygindami ją su konkurentais (Hilal, Samonon, 2019). „Pajamų metodas“ vertina verslą pagal jo sugebėjimą generuoti būsimą naudą. Taikydami šį metodą, investuotojai analizuoja investicijų grąžą, gaunamą metinių dividendų, verslo vertės augimo ar abiejų derinių forma. Pajamų metodas nustato numatomą pajamų srautų dabartinę vertę. Tokie metodai, kaip diskontuotas pinigų srautas (DCF), likutinio pelno analizė (RE) ir dividendų nuolaidos modelis (DDM), yra keli metodai, įtraukti į šį metodą (Huafeng, 2017). Realių galimybių metodas yra gana nauja technika, naudojama vertinant investavimo galimybes, kurios įtvirtina pasirinktinumą. Ši technika yra labai naudinga, kai neapibrėžta aplinka, kurioje investuojama, ir kai valdytojai gali manipuluoti investicijų įgyvendinimo būdu, jei susidaro tam tikros sąlygos (Hilal, Samonon 2019) .

Vertybinių popierių biržoje kotiruojamoms bendrovėms buvo plačiai naudojamas įmonių vertinimo modelis, pagrįstas finansiniais rodikliais. Tris pagrindinius vertinimo metodus, savikainos metodą, rinkos metodą ir pajamų metodą aptarė ir taikė pačios įmonės bei akademinės institucijos (Kooler et al., 2010). Pagal scenarijų, kai pradedančiosios įmonės negali gauti pelno ar pateikti pagrįstų finansinių rodiklių, šie metodai nepateikia pagrįsto vertės įvertinimo dėl finansinių duomenų trūkumo. Be to,

tradiciniai metodai ignoruoja ne informacijos atspindimą vertę, o tai dar svarbiau pradedančioms įmonėms. Iš tikrųjų nefinansinė informacija ne tik parodo visų aspektų veikimą praecityje, bet ir reiškia įmonės ateities planavimą ir plėtrą. Tai yra viena reikšminga kompensacija už finansinių rodiklių trūkumą, kuris iš esmės įtakoja investuotojų vertinimą apie įmonės vertę (Lager ir kt., 2017).

Kaip jau žinoma, nuo įmonės vidinių ir išorinių veiksnių, priklauso bendrovės vertė. Kiekvienai įmonei svarbu prognozuoti įmonės ateitį. Tam atlikti, reikia suprasti įmonės praecitį, todėl labai svarbu analizuoti įmonės istoriją, kad būtų galima įvertinti įmonę. Taigi, įmonės vertinimo metodų gali būti įvairių, balansu pagrįsti metodai, daugybiniai metodai, lyginamosios analizės metodas, diskontuotų pinigų srautų metodas, pinigų srautų ataskaitos, EVA metodas, kuris pabrėžiamas kaip valdymo priemonė, nes ji suderina vadovų tikslus su akcininkų tikslais, pagerina atskaitomybę ir padidina veiklos analizės objektyvumą. Pagrindiniai rodikliai listinguojamoms įmonėms vertinti buvo išskirti šie: ilgalaikio turto apyvartos koeficientas; mokumo rodiklių analizė; finansinio sverto rodikliai; kapitalo struktūros rodikliai. Kiekvienas metodas parodo, kaip įmonei sekasi susidoroti su vidiniais, ar išoriniais įtaką darančiais veiksniais.

Įmonės išoriniai ir vidiniai veiksniai susideda iš daugybės aspektų, bet apibendrinant galima teigti, kad labiausiai iš vidinių veiksnių įtaką daro įmonės strategija ir jos vykdymas, žinoma, į personalą taip pat turi būti sutelktas didelis dėmesis, nes be jo nebūtų pasiekti užsibrėžti rezultatai. Išoriniai veiksniai yra labiau nenuspėjami, nes tai dažnai jų įtaką visiškai gali nepriklausyti net nuo to, kaip puikiai yra susidorojama su iškilusiais nesklandumais viduje. Išoriniai veiksniai, žinoma, labiausiai išskiriami prie makroaplinkos, į kurią įeina ekonominiai veiksniai, tokie kaip BVP, nedarbas, infliacija, mokesčiai, politiniai, teisiniai aspektai. Vertybinių popierių rinkos taip pat turi didelę įtaką, kaip išorinis veiksnys, jei įmonė akcijomis prekiauja biržoje. Akcinių bendrovių vertė nuo to taip pat labai gali kisti, rinkos pokyčius įmonės turėtų stebėti itin atidžiai. Teorinėje dalyje analizuojant vidinius ir išorinius veiksnius, bet kurio autoriaus pateiktoje analizėje prieinama prie įmonės vertės, galima teigti, kad per įmonės vertės analizę, gali atsiskleisti veiksniai, kurie daro įtaką įmonei. Įmonės vertei analizuoti pateikia įvairiausių metodų, kurie išskaidomi į dar mažesnes analizes, norint giliau įvertinti bendrovę. Labiausiai autoriai išskiria dėmesį į pinigų srautų valdymą, dėl to, jog tai yra aktualu tiek akcininkams, tiek valdytojams taip pat ir kreditoriams bei investuotojams. Jei įmonė kotiruojama, dėmesį kreipti į kapitalizacijos kitimą, į finansinio sverto kitimą, nes tai susiję su vertybinių popierių rinkomis, kas yra labai svarbus išorinis veiksnys akcinei bendrovei. Analizuojant atliktus tyrimus labai pabrėžiamas EVA metodas, įmonės vertei analizuoti. Teigiama, kad šis metodas yra tikslesnis, nei vertinant pelningumo rodiklius. Taip pat jis aptariamasis kaip naujas metodas, kuris įmonės vertinime tampa vis populiariesnis ir aktualesnis. Investuotojai jį naudoja, norint įsitikinti, ar verta investuoti į įmonę.

2 ĮMONĖS VERTĖS VIDINIŲ IR IŠORINIŲ VEIKSNIŲ VERTINIMO METODINIAI ASPEKTAI

Aptarus teorinėje dalyje vidinius ir išorinius veiksnius, kurie gali daryti įtaką įmonės vertei, taip pat išanalizavus, kokiais metodais gali būti vertinama įmonės vertė. Šioje dalyje nagrinėjami plačiau pelningumo rodikliai, akcijos kaina įmonės vertei. Diskontuotų pinigų metodas įmonės vertei vertinti. EVA metodas analizuojamas plačiau vertinant įmonės vertę. Taip pat aptarta, kokiais metodais bus nagrinėjama APB „Apranga“.

2.1 Pelningumo rodikliai ir akcijos kaina įmonės vertei vertinti

Įvairūs vidaus ir išorės informacijos vartotojai, siekdami tam tikrų tikslų, skaičiuoja įvairius pardavimo pelningumo rodiklius. Dažniausiai skaičiuojami bendrojo ir grynojo pardavimo rodikliai (Mackecičius ir kt., 2008). Tam pritaria ir kitas autorius, kuris teigia, kad išsamesnė informacija gaunama apskaičiavus pelningumo rodiklius ir juos lyginant su pelningumu, tačiau geriau atsiskleidžia vertinimas lyginant rodiklius su ankstesnių laikotarpių pelningumo rodikliais, kitų įmonių pelningumo rodikliais, veiklos srities ar visos šalies ekonomikos vidutiniais pelningumo rodikliais (Savickas, 2019). Pelningumo rodikliai rodo, kaip efektyviai uždirbamas pelnas, kaip gerai įmonė priima investicinius ir finansavimo sprendimus (Janovič, 2012). Dar viena autorė teigia, kad paprastai yra apskaičiuojama ir analizuojama bendrojo arba grynojo pelningumo rodikliai, bet taip pat teigia, kad būtina apskaičiuoti ir išanalizuoti ne tik pardavimo pelningumą, bet ir turto pelningumą bei nuosavo kapitalo rodiklius (Tamulevičienė, 2016). O štai kiti autoriai teigia, kad nė vienas rodiklis nėra universalus ir atskiruose sektoriuose veikiančioms įmonėms vertinti turi būti naudojamas vis kitoks rodiklių derinys (Dzikevičius, Jonaitienė, 2014). Tam pritaria dar viena autorė, kuri sako kad ne tik pelningumo rodiklių skaičiavimas yra svarbus, nes tai neatskleidžia visų įmonės galimų pokyčių priežasčių, todėl svarbu gebėti analizuoti bei nustatyti naujos rinkos galimybes, tobulinant bei įvairinant savo teikiamas prekes ir tuo pačiu pateikti įmonę iš geriausios perspektyvos vartotojų atžvilgiu (Daunytė 2018). Taigi, galima daryti išvadą, kad pelningumo rodiklius reikia analizuoti, bet vien to daryti neužtenka, reikia atsižvelgti į įmonės veiklą ir analizuoti plačiau, pasirinkti tinkamus rodiklius, kad būtų tinkamai matuojama įmonės vertė ir pokyčiai.

Taigi, yra siūloma įvertinti įmonės vertę ir jos pokyčius taikant įvairius rodiklius ir metodus, kurie skirstomi į dvi pagrindines grupes: 1) tradiciniai, pagrįsti apskaita; 2) nauji, pagrįsti akcininkų turtu (Tamulevičienė; Androniceanu 2020). Skirtingi rodikliai gali skirtingai įvertinti įmonės vertę. Įmonės vertę įtakoja turto pelningumo rodiklis (ROA) (Dewi, Wirajaya, 2013). ROA yra santykis, apibūdinantis įmonės vadovybės gebėjimą valdyti savo valdomą turtą, kad gautų pelną (Fama, French,

2004). Teigiama, kad šis rodiklis neatspindi įmonės veiklos rezultatų, nes įmonės veikloje naudojama tik dalis viso turto (Deloof, 2003).

Štai, pavyzdžiui, teigiama, kad yra aktualu nagrinėti finansinį svertą. Tarp pelningumo ir finansinio sverto egzistuoja teigiamas ryšys. Kai pardavimo apimtis didėja, bankroto tikimybė mažėja. Todėl teigiama, kad mažiau pelningos įmonės dažniau turi mažesnę finansinį svertą (Dumbrovaitė, 2006). Svertas atsiranda panaudojus skolintą kapitalą kaip finansavimo šaltinį investuojant į įmonės turto bazės išplėtimą ir rizikos kapitalo grąžą. Finansinis svertas yra investavimo strategija, kai pasiskolinti pinigai – ypač įvairių finansinių priemonių ar skolinto kapitalo naudojimas – naudojami potencialiai investicijos grąžai padidinti. Svertas taip pat gali reikšti skolos sumą, kurią įmonė panaudoja finansuodama turtą (Yazdi ; Mohammadian 2011). Teigiama, kad finansiniu svertu galima laikyti du rodiklius: skolos ir nuosavybės koeficientą; ilgalaikių skolų koeficientą (Mackevičius Poškaitė, 2003). Remiantis šiais autoriais finansinis svertas (skolos ir nuosavybės koeficientas) apskaičiuojamas:

$$\text{Finansinė priklausomybė} = \frac{\text{Grynoji skola}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$$

iš kur grynoji skola:

$$\text{Grynoji skola} = \text{Finansiniai įsipareigojimai} - \text{Grynjieji pinigai}$$

Finansinis svertas leidžia tiksliau įvertinti laukiamo pelningumo ir rizikos derinius, atsižvelgiant į realias nerizikingo skolinimo ir skolinimosi galimybes bei su tuo susijusias sąnaudas (Rutkauskas, Žilinskij, 2010). Teigiama, kad didelę reikšmę vertinant įmonės finansinę riziką turi finansinio sverto lygio rodiklis, priklausantis nuo pelno, tenkančio vienai akcijai, dydžio (Mackevičius, Poškaitė, 2003). Tačiau žvelgiant plačiau, įmonių vadovų motyvai pasirinkti vienokią ar kitokią apskaitos politiką gali būti labai įvairūs, todėl svarbu būtų toliau tirti ne tik tikrosios vertės metodo pasirinkimą, bet ir šio pasirinkimo veiksnius, pvz., įmonės dydį, pramonės šaką, finansinį svertą, pelningumą, užsienio investuotojus, vadovo ypatybes (Rudžionienė, Lukošūnaitė, 2020). Šie visi išvardinti veiksniai sudaro vidinius ir išorinius įmonės vertės veiksnius.

Skaičiuojant įvairius rodiklius, tyrimų yra atlikta įvairių. Štai vienas tyrimas buvo atliktas siekiant nustatyti, ar egzistuoja teigiamas ryšys tarp AB „Vilniaus baldai“ labdaros ir paramos išlaidų ir nuosavybės grąžos ROE, turto grąžos ROA, gryno pelningumo ir bendrojo pelningumo. Rezultatai parodė, kad stipraus teigiamo ryšio nėra. Tačiau tyrimo apimtis nebuvo itin plati, todėl teigiama, atliekant tolesnius mokslinius tyrimus reikėtų apimti didesnę tiriamų įmonių skaičių ir nagrinėti skirtumus tarp skirtingų pramonės šakų įmonių (Krosienė, Marcinkevičius, 2013).

Dar vienas tyrimas buvo atliktas turto grąžos faktorių analizė, rezultatai rodo, kad 2018 m. buvo problemų, susijusių su statybos įmonių trumpalaikio turto valdymo efektyvumu. Nepaisant daugelio pelningumo rodiklių, pateisinant bet kokią valdymo sprendimą patartina sutelkti dėmesį į vieną iš

reprezentatyviausių ir informatyviausių pelningumo rodiklių. Ši priemonė palengvina analitinį darbą ir tiksliausiai atspindi ekonominį pelningumo turinį, be to, neverta skaičiuoti ir analizuoti per daug „nenaudingų“ rodiklių (Stratila, 2020).

Dar viename tyrime buvo skaičiuoti pelningumo rodikliai AB „Pieno žvaigždės“, autorės pastebėjo, sektoriaus aplinkoje pasidėję pokyčiai smarkiai palietė įmonės veiklos rezultatus. Atlikus rodiklių vertinimą, nustatyta, kad pardavimų apimtys ir grynasis pelnas mažėja, pardavimų pelningumo rodiklių ir gražos iš turto bei nuosavo kapitalo reikšmės blogėja, o mokumo būklė prastėja, vykdoma veikla rizikingesnėmis sąlygomis, nes turtas labiau formuojamas skolintomis lėšomis. Tai rodo, jog bendrovės veiklos stabilumas konkurencinėje verslo rinkoje yra labai pažeidžiamas (Smolenskienė, Šivickienė, 2019). Šie atlikti tyrimai rodo, kad galima analizuoti įmonės veiklą įvairiai, o gavus rezultata, įvertinti ir daryti išvadas, o jei rezultatai netenkina, reikia naudoti platesnį spektrą duomenų, ieškoti sprendimo būdų. Skirtingos įmonės, kad ir gaudamos panašų pelną, gali visiškai neefektyviai dirbti.

Viena iš pagrindinių vadovų užduočių įmonėse yra nustatyti finansinių išteklių derinį arba, kitaip tariant, kapitalo struktūrą (Yazdi, Mohammadian, 2011). Autoriai išanalizavo, kad didėjantys pelningumo indeksai sumažina kapitalo struktūrą, kas rodo, kad tarp pelningumo ir pelno yra neigiamas reikšmingumas. Galima teigti, kad nuo vidinio įmonės veiksnio – vadovo, priklauso, koks bus nustatytas finansinių išteklių derinys.

Įmonės kuria vertę savo savininkams, investuodamos grynuosius pinigus, kad ateityje gautų daugiau pinigų. Jų sukurta vertės suma yra skirtumas tarp pinigų įplaukų ir atliktų investicijų išlaidų, pakoreguotas atsižvelgiant į tai, kad rytojaus pinigų srautai yra vertesni nei šiandien, nes pinigai, turintys laiko vertės, ir būsimų pinigų srautų rizikingumas (Koller, Goedhart, Wessels, 2015). Įmonės investuoto kapitalo graža (ROIC) ir jos pajamų augimas kartu lemia, kaip pajamos konvertuojamos į pinigų srautus (ir pajamas). Tai reiškia, kad įmonės sukurtos vertės dydis yra galutinis pagal ROIC, pajamų augimą ir gebėjimą išlaikyti abu, laikui bėgant (Yazdi, Mohammadian, 2011).

Buvo atliktas tyrimas, kokie rodikliai ekspertų yra labiausiai vertinami, štai gryno pelno rodiklis sulaukė daugiausiai teigiamų įvertinimų, pelnas prieš palūkanas ir mokesčius (EBIT) ir pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA) buvo įvertinti beveik vienodai. EBITA rodiklis gavo šiek tiek mažiau taškų dėl to, kad įvertinus pelną, amortizuoto nematerialiojo turto vertė yra eliminuojama, tačiau ilgalaikio turto nusidėvėjimas nėra pašalinamas (Tamulevičienė, Androniceanu, 2020).

Taigi, kaip galima pastebėti, analizuojant įmonę pagal pelningumo rodiklius, galima pasirinkti įvairius pelningumo rodiklius, jų reikšmės ir skaičiavimo būdai pateikti žemiau (3 lentelė).

Lentelė 3. Pelningumo rodikliai

RODIKLIAI	SKAIČIAVIMAS	REIŠMĖ
Bendrasis pardavimo pelningumas	$\frac{\text{Bendrasis pelnas}}{\text{Pardavimo pajamos}}$	Rodo pardavimų ribinį pelningumą, kaip įmonė dirbtų, jei neturėtų administracinių valdymo išlaidų
Tipinės veiklos pelningumas	$\frac{\text{Tipinis veiklos pelnas (nuostolis)}}{\text{Pardavimo pajamos}}$	Rodo įmonių sugebėjimą kontroliuoti veiklos sąnaudų formavimąsi. Geriausiai apibūdina valdymo efektyvumą.
Finansinės ir investicinės veiklos pelningumas	$\frac{\text{Finansinės ir investicinės veiklos pelnas (nuostoliai)}}{\text{Pardavimo pajamos}}$	Rodo finansinės ir investicinės veiklos reikšmingumą pardavimo pajamų atžvilgiu.
Įprastos veiklos pelningumas	$\frac{\text{Pelnas (nuostoliai) prieš apmokestinimą}}{\text{Pardavimo pajamos}}$	Rodo pardavimo iki mokesčių išskaitymo pelningumą.
Turto pelningumas	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimo pajamos}}$	Rodo tikrąjį pelningumą, įvertinus visas pajamas ir išlaidas. Rodo, kiek grynojo pelno tenka kiekvienam pardavimo eurui, atskaičius valdymo išlaidas.
Pelningumas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA pelningumas)	$\frac{\text{Pelnas prieš palūkanas, mokesčius nusidėvėjimą ir amortizaciją}}{\text{Pardavimo pajamos}}$	EBITDA, tai pelnas prieš nusidėvėjimą, amortizacijos, palūkanų sąnaudas ir pelno mokesčių.
Veiklos pelningumas (EBIT)	$\frac{\text{Pelnas (nuostoliai) prieš apmokestinimą + palūkanų sąnaudos}}{\text{Pardavimo pajamos}}$	Leidžia palyginti įmones su skirtingais finansavimo šaltiniais, nes EBIT parodo įmonės sugebėjimą gauti pelną neatsižvelgiant į jos finansavimo būdus
Nuosavo kapitalo pelningumas	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$	rodiklis leidžia palyginti įmonės nuosavo kapitalo grąžą su kitų įmonių, ūkio šakos ar visos šalies ekonomikos vidutine kapitalo grąža bei pasirinkti geriausias investavimo kryptis

Šaltinis: Mackevičius, Molienė, Poškaitė, 2008; Savickas, 2019; Daunytė 2018

Pelningumo rodikliai gali parodyti įmonės vertę, kaip galima suprasti, tiek įmonės išoriniai veiksniai (infliacija, ekonomika, tiekėjai, klientai, akcijų kaina ir kt.), tiek vidiniai (vadovų strateginiai pasirinkimai, darbuotojai) daro įtaką pelningumo rodiklių reikšmei. Galime daryti išvadą, kad pelningumo rodiklius reikia analizuoti, bet vien to daryti neužtenka, reikia atsižvelgti į įmonės veiklą ir analizuoti plačiau, pasirinkti tinkamus rodiklius, kad būtų tinkamai matuojama įmonės vertė ir pokyčiai.

Taip pat aktualu yra atsižvelgti į finansinius rodiklius ir akcijų kainą. Kaip žinia, akcijų kaina labai priklauso nuo išorinių veiksnių. Teigiama, kad daugelis makroekonominių rodiklių yra tiesiogiai susiję su akcijų kainomis, tačiau vienu rodiklių didėjimas didina akcijų kainas, o kitų mažėjimas mažina. Dažniausia stiprų poveikį daro BVP, pinigų pasiūla, tiesioginės užsienio investicijos, valdžios sektoriaus skola, nedarbo lygis, palūkanų norma, infliacija, gamybos kainų indeksas, bet dauguma atliktų tyrimų rodo, kad palūkanų normos ir infliacijos poveikis nereikšmingas (Cibulskienė, Marcišauskienė, 2013; Tamošiūnienė, Paškevičienė, 2016). Vieni autoriai atliko koreliacinę regresinę analizę ir teigia, kad akcijos kaina didėja, kai atitinkamai grynojo pelningumo, pirkėjų įsiskolinimo apyvartumo, įsiskolinimo koeficiento, skolos ir turto santykio rodikliai didėja (Tamošiūnienė, Paškevičienė, 2016). Atlikus porines koreliacines ir regresines analizes, nustatyta, kad akcijos kainai įtaką turi ilgalaikio turto apyvartumo bei skolos ir turto santykio rodikliai. Taigi, buvo padaryta išvada, kad įmonės vertė priklauso nuo akcijos kainos svyravimų, kas yra išorinis veiksnys, taip pat nuo grynojo pelno, bei investuotojų nusiteikimo. Vertinant finansinius rodiklius bei akcijos kainą, galima įvertinti įmonės veiklą bei nustatyti jos vertę (Tamošiūnienė, Paškevičienė, 2016).

Nustatyti įmonės vertę galima pagal formulę:

$$\text{Įmonės vertė } V = P/E \times m.p.$$

P/E – kainos už pelną koeficientas; m.p. – įmonės metinis pelnas (pajamos-sąnaudos per metus). P/E rodiklis suteikia informaciją, ar įmonė yra brangi lyginant su jos uždirbamu pelnu (Tomašiūnienė, Paškevičienė, 2016). Formulė apskaičiuoti koeficientą:

$$P/E = \text{Akcijos kaina} / \text{EPS}$$

$$\text{EPS} = \text{Grynasis įmonės pelnas} / \text{Akcijų skaičius}$$

Grynasis pelnas – įmonės finansinis rodiklis parodantis „tikrąjį“ rezultatą, iš pajamų atskaičius atėmus sąnaudas ir mokesčius. Akcijų skaičius – tai išleistų paprastųjų įmonės akcijų skaičius (Tamošiūnienė, Paškevičienė, 2016).

Jeigu yra žinoma rinkos kapitalizacija, P/E galima apskaičiuoti pagal formulę:

$$P/E = \text{Kapitalizacija} / \text{Grynasis pelnas}$$

Kapitalizacija, pagal šį rodiklį nustatant įmonės vertę, ji nebus pastovi, nes akcijos kaina svyruoja (Tomašiūnienė, Paškevičienė, 2016). Rinkos kapitalizacija – įmonės bendra vertė atitinkama valiuta. Ji paskaičiuojama padauginus bendrą akcijų skaičių iš vienos akcijos kainos, parodo, kaip Kapitalizacija priklauso nuo itin daug faktorių (Stratila, 2020). Neskaitant išorinių aplinkybių (ekonomikos ciklo fazė, infliacija, palūkanų normos, rizikos vertinimo amplitudės ir kt.), vidutiniu/ilguoju laikotarpiu lemiamą įtaką šio rodiklio dydžiui turi vidinės įmonės charakteristikos: pajamos; EBITDA; grynasis pelnas; generuojamas pinigų srautas; aukščiau išvardytų rodiklių dinamika bei perspektyvos; rizikos lygis; grynoji skola; turimo turto grynoji vertė (Hilal, Samonon, 2019).

Akcijos kaina ir pardavimų santykis, dar vienas analizuojamas rodiklis, kuris turi įtakos įmonės vertę vertinant. Jį būtų galima priskirti prie šorinių veiksnių. P/S santykis apskaičiuojamas padalijant bendrovės paskutinių dvylikos mėnesių pardavimus iš bendro akcijų skaičiaus. Tada akcijų rinkos kaina palyginama su vienos akcijos pardavimo suma. (Vruwink ir kt, 2007). Fišeris teigia, kad žemų P/S bendrovių nustatymas yra svarbus pirmasis žingsnis siekiant didesnės nei vidutinės gražos naudojant investicinius portfelius, ir teigia, kad P/S santykis yra naudingesnis nepakankamai įvertintų akcijų rodiklis nei P/E santykis, nes įmonės metinis pardavimai paprastai yra daug stabilesni, nei pranešama apie pajamas. Rinkoje lengvai matomi uždarbio nestabilumo įrodymai, nes daugumos bendrovių pajamos yra nestabilios dėl ekonominių ar pramonės sąlygų pokyčių. Be to, daugybė tyrimų parodė, kad finansų analitikams labai sunku numatyti, koks tvarus bus bendrovės dabartinis pelnas ateityje (Vruwink ir kt, 2007; Ghaeli, 2017).

P/S santykis apskaičiuojamas pagal formulę (Tomaševič, 2010):

$$P/S = \text{Akcijos kaina} / \text{Pardavimai akcijai}$$

Dar vienas nagrinėjamas rodiklis, tai akcijos tikrosios vertės koeficientas (P/BV). Apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Akcijos tikrosios vertės koeficientas (P/BV)} = \frac{\text{kapitalizacija}}{\text{nuosvas kapitalas}}$$

Akcijos tikrosios vertės koeficientas reikalingas tam, kas sužinoti, kaip rinkta vertina įmonės akcijas. Parodo kiek rinkoje reiktų sumokėti už vieną įmonės nuosavo kapitalo eurą (Tamošiūnienė, Paškevičienė, 2016). Teigiama, kad kainos iki balansinės vertės (P/B) kartotiniai yra geriausias laikotarpio akcijų kainos prognozuotojas (Ahmad, 2016). Be to, teigiama, kad rinkos vertė iki balansinės vertės yra teigiamai ir reikšmingai susijusi su rinkos prognozėmis (Ittner, Larcker, 2001).

Labai svarbi yra įmonės vertės valdymo koncepcija. Šios koncepcijos pagrindu slypi mintis, kad svarbiausia įmonės savininkų (akcininkų) užduotis yra efektyviai naudoti įmonės išteklius ir maksimaliai padidinti jos finansinius rezultatus. Įmonės vertinimas yra laikomas pagrindiniu valdymo objektu, kuriuo vadovybės sprendimais siekiama jį padidinti. Kita vertus, įmonės vertinimas įrodo priimamų valdymo sprendimų pobūdį (Pulatovich, 2019). Įmonės vertė apskaičiuojama:

$$\text{Įmonės vertė} = \text{kapitalizacija} + \text{skolos-pinigai}$$

Apibendrinant galima teigti, jog pelningumo rodiklių analizė yra reikalinga, norint įvertinti, kaip įmonė veikia ir kovoja su išoriniais ir vidiniais neigiamais veiksniais, kurie daro poveikį bendrovei. Labai svarbu įsivertinti, kokius rodiklius reikia analizuoti, ne visi rodikliai parodo tinkamą ir tikslų rezultatą. Mokslininkai įvertino, jog svarbu analizuoti finansinį svertą. Taip pat prie svarbių rodiklių išskyrė pelną prieš palūkanas ir mokesčius (EBIT) ir pelną prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA). Įmonės investuoto kapitalo graža (ROIC) taip pat išskiriamas, kad svarbus rodiklis norint

įvertinti įmonę ir išsiaiškinti kokią įtaką įmonei daro išoriniai veiksniai. Akcijų kainos analizė taip pat labai svarbu analizuoti, nes ji parodo, kaip išorės veiksniai daro įtaką įmonės vertei. Dažniausia stiprų poveikį daro BVP, pinigų pasiūla, tiesioginės užsienio investicijos, valdžios sektoriaus skola, nedarbo lygis, palūkanų norma, infliacija, gamybos kainų indeksas.

2.2 Diskontuoti pinigų srautai įmonės vertei vertinti

Diskontuoti pinigų srautai (DFC) yra įvertinti, kaip vienas iš būdų nagrinėti įmonės vertę. Diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodas yra vienas iš tvirto vertinimo metodų, naudojamų visame pasaulyje, kurį jį pripažįsta ekspertai (Basci, Savas, 2019). Diskontuotų pinigų srautų modeliai yra pagrįsti prielaida, kad įmonės vertė yra dabartinė tikėtinų būsimų pinigų srautų vertė (Kumar, 2016). Damodaranas teigia, kad diskontuotų pinigų srautų vertinimas yra pagrindas, kuriuo remiasi visi kiti vertinimo metodai, laikantis nuomonės, jog visada bus: didesni pinigų srautai, didesnis augimas ir kad mažesnė rizika turėtų lemti didesnę įmonės vertę (Damodaran, 2012). Diskontuotų pinigų srautų metodas gali būti įvairiai modifikuojamas, siekiant pritaikyti jį konkrečiai situacijai, t. y. vietoj pinigų srautų galima naudoti grynąjį pelną, dividendus, palūkanas, kupono mokėjimus, nuomos mokesčius ir pan. (Žaptorius, Garbanovas, 2006). Ceglowski ir Podgorski (2012) teigia, jog, dabartinė pinigų srautų vertė, kurią tam tikra įmonė gali gauti dėl operatyvinių ir strateginių sprendimų, yra svarbiausia vertė. Todėl tai reiškia, kad vertinant įmones, pirmenybė teikiama pajamomis pagrįstiems metodams, ypač diskontuotų pinigų srautų metodams (Ceglowski, Podgórski, 2012). Fernandezas (2008) teigia, kad tinkamiausias būdas įmonei įvertinti yra diskontuoti numatomus būsimus pinigų srautus. Hermonza ir Monina (2017) sutinka su Fernandezu ir sako, kad šis metodas teikia daug privalumų. Metodas laikomas dinaminiu, nes įmonės vertė priklauso nuo jos galimybių ateityje kaupti lėšas, ir ji neapsiriboja statinės analizės atlikimu atsižvelgiant tik į istorinę organizacijos informaciją. Šis metodas nėra pagrįstas subjektyviu jų savininkų ar potencialių rinkos pirkėjų suvokimu (Pereyra, 2008).

Penmanas (2006) pabrėžia tam tikrą DCF modelių kritiką. Savo straipsnyje jis nurodo fiktyvų pavyzdį, norėdamas parodyti, kad modeliai ne visada veikia vertingai. Penmanas išanalizavo įmonę, kurios pinigų srautai per ketverius iš paskutinių penkerių metų buvo neigiami. Augimo normos taikymas neigiamiems pinigų srautams lemia modelio nesėkmę, todėl jis mano, kad laisvi pinigų srautai yra nepatikimas vertės rodiklis (Penman, 2006). Galima teigti, jog diskontuotų pinigų metodas yra tinkamas būdas analizuoti įmonę, tačiau yra išimčių, kai šis metodas netinkamas, kai, pavyzdžiui, įmonės pinigų srautai kurį laiką yra neigiami.

Diskonto normos nustatymui dažniausia siūloma taikyti svartinį kapitalo sąnaudų (WACC) modelį. WACC rodo tokią diskonto normos procentinę reikšmę, pagal kurią galima būtų atsiskaityti su

kreditoriais ir su įmonės savininkais (Ahmad, 2016). Kapitalo sąnaudos priklauso nuo įmonės finansinės struktūros, verslo rizikos, dabartinės palūkanų normos bei investuotojų lūkesčių (Tomaševič, 2010). WACC yra du ypatingi jautrūs parametrai: nerizikinga norma (arba tikėtina turto, kuris laikomas nerizikingu, grąža) ir bendrovės rizikos premija, dar vadinamas beta (β) (Oler, Picconi, 2012). Apskaitos pajamos iki šiol yra diskontuojamos naudojant nuosavo kapitalo kainą, kuri yra viena iš WACC sudedamųjų dalių. Vienas svarbus vertės kūrimo metodų trūkumas yra reikalavimas pateikti informaciją, pvz., išankstinius pranešimus, prognozes ar išsamią informaciją, kuri veiksmingai prieinama tik didelėms ir valstybinėms įmonėms, tačiau retai privatiems subjektams (Oler, Picconi, 2012). Diskonto pinigų srautų metodai bendrąja prasme apibrėžia, kad tam tikro laikotarpio srautas yra atsitiktinis dydis. Šie metodai jungia šių srautų tikimybių skirstinius naudodami tik tikėtinąją vertę, kuri yra diskontuojama pagal riziką (junnilius, Garbanovas, 2007). WACC apskaičiuojama pagal formulę:

$$WACC = W_d \cdot r_d \cdot (1-t) + W_e \cdot r_e$$

Kur: W_d – skolinto kapitalo dalis; R_d – skolinto kapitalo kaina; W_e – nuosavo kapitalo dalis; R_e – nuosavo kapitalo kaina; t – pelno mokesčio dalis.

Nuosavo kapitalo kaina apskaičiuojama:

$$\bar{R}_e = R_f + \beta(\bar{R}_m - R_f)$$

Kur: R_f - nerizikinga investicijų grąžos norma; R_m – vidutinė akcininkų nuosavybės grąžos norma; β – beta, santykinis rizikos koeficientas, atspindintis įmonės ar ūkio šakos rizikingumo laipsnį lyginant su visomis įmonėmis rinkoje.

DCF metodą įrodė Irvingas Fisheris 1930 m. pagal šį metodą įmonės turtas išreiškia vertę tol, kol gali gauti pinigų. Todėl būsimus įmonės vertės pinigų srautus galima nustatyti įvertinus. Prieš tai reikia įvertinti grynąją dabartinę vertę, formulė:

$$NPV = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+d)^1} + \dots + \frac{CF_n}{(1+d)^n}$$

Kur: CF – metinis pinigų srautas; d – diskonto norma (Christersson; Vimpari; Junnila, 2015). Kai žinoma grynoji dabartinė vertė, galima skaičiuoti tęstinę vertę:

$$Tęstinė\ vertė\ TV = \frac{1}{(1+r)^n} + \frac{p}{(r-g)^n}$$

Kur: g – nuolatinio nuoseklaus augimo norma; r – diskonto norma (svertinis kapitalo kainos vidurkis (SKKV; WACC) ar nuosavo kapitalo kaina (Christersson; Vimpari; Junnila, 2015)

Taikant DCF metodą, įmonės (turto) vertė daugiausia pagrįsta dviem skirtingais metodais. Šie metodai yra laisvas pinigų srautas įmonėi ir laisvas pinigų srautas į nuosavybę (Pomoni, 2010). Tikrąją įmonės vertę galima apskaičiuoti taikant skirtingas metodikas. Šie metodai yra susiję su ateities lūkesčiais įmonės finansinių duomenų pagrindu (Savas, 2019).

Buvo atliktas tyrimas, kur tiriama įmonės vertės samprata diskontuotų pinigų srautų metodu. Rinkos vertė, kurią taip pat galima išreikšti kaip įmonės vertei daromą įtaką, yra svarbus argumentas lyginant

šalių kapitalo rinkas. Buvo nagrinėjama „Microsoft“ finansinė atskaitomybė, kur nustatyta, kad tikslas padidinti grynąjį pelną buvo įvykdytas. Tiriant tos pačios bendrovės rinkos vertę, pastebėta, kad įmonė turi didesnę vertę. Taip pat buvo iškeltas klausimas, kaip „Microsoft“ gali pasiekti tą didesnę vertę, kurios vertė yra didesnė nei balanso ir pajamų ataskaitos straipsniuose. Tikėtinų būsimų "Microsoft Co" pinigų srautų tęstinumas ir numatymas padidino "Microsoft" paklausą akcininkų, tokiu būdu padidėjo bendrovės akcijos, taigi ir bendrovės akcijų kaina. Akcijų kainos padidėjimas padidino įmonės rinkos vertę. Todėl įmonių tikslas turėtų būti padidinti akcininkų vertę arba priimti sprendimus padidinti akcijų kainą (Savas, 2019).

Buvo atliktas tyrimas, kuriame teigiama, naudojant palyginamų įmonių rinkos daugiklius įmonei įvertinti, dažniausiai naudojami daugikliai, susiję su uždarbio ir pelno prieš palūkanas ir mokesčius (EBITDA) rodikliais, nes jie teikia informaciją apie pelningumą (Reinert, 2019). Tačiau vertinant tarptautines naftos ir dujų bendroves, svarbu atsižvelgti į papildomas priemones, tokias diskontuotą pinigų srautą (DCF), kuris atspindi veiklos pinigų srautą po mokesčių, neįskaitant finansinių išlaidų atskaičius mokesčius (Guevara, 2014). Tai tik įrodo, kad neužtenka skaičiuoti palyginamų įmonių rinkos daugiklių, kad ir DFC yra svarbus, norint įvertinti įmonę.

DCF apibendrina visus būsimus pinigų srautus, susijusius su turtu. Šie pinigų srautai apima bent jau kelerių metų pajamas (bendras arba grynąsias) ir galutinę vertę. Paprastai DCF analizė apima dešimties metų laikotarpį (Greiner ir Dildei, 2007), tačiau laiko horizontą galima pakoreguoti atsižvelgiant į vertinimo tikslą arba numatomą laikymo laikotarpį. Galutinė vertė yra diskontuota visų būsimų pinigų srautų vertė analizės laikotarpio pabaigoje (Junius ir Piazzolo, 2008). Dažniausiai jis gaunamas kapitalizuojant galutinį pinigų srautą nuolatos taikant tinkamą pagal riziką pakoreguotą palūkanų normą (Reinert, 2019). Atsižvelgiant į vertinimo metodą, taip pat gali būti įtraukti papildomi nuomos renginiai, tokie kaip nuomos pabaiga, laisvos darbo vietos, naujos nuomos sutartys, laikotarpiai be nuomos ir pan. Gauti gryniesi pinigų srautai yra diskontuojami iki vertinimo dienos, naudojant tinkamą pagal riziką pakoreguotą diskonto normą. Visų DCF suma arba dabartinė vertė naudojama kaip turto vertė (Reinert, 2019). Diskonto norma turėtų atspindėti visų naudojamų finansavimo šaltinių bendras sąnaudas, kad būtų užtikrinta investicijų sąnaudų padengimas, pagrindiniu požiūriu laikant nuosavybę ir skolą (Copiello 2016).

Kai kurie autoriai teigia, jog diskontuotų pinigų srautų vertinimo metodai yra ne mažiau geri vertinimo metodai, naudojant panašių pramonės šakų įmones ir panašiuose sandoriuose dalyvaujančias bendroves (Copiello 2016; Reinert, 2019).

Finansinis svetas DFC projektuoja FCF (grynųjų pajamų srautą) po palūkanų išlaidų (skolos) ir palūkanų pajamų (grynųjų), todėl svarbu suprasti, kokią įtaką turi grynųjų pajamų srautas įmonės vertei ir ar turi įtakos vidiniams ir išoriniams įmonės vertės veiksniams. Norint geriau suprasti įmonės finansinę būklę, svarbu suprasti įmonės pinigų srautus, norint įvertinti įmonės vertę, todėl reikėtų

interpretuoti vadovybės pinigų srautų prognozes. Grynujų pajamų srautą, analizavusių autorių (Richardson, 2006, Wasley ir Wu, 2006), viena dalis teigia, kad FCF vertė mažėja, nes įmonės yra linkusios per daug investuoti, kai yra didelis FCF lygis, o kita dalis nustatė ryšį tarp FCF ir teigiamos įmonės vertės, pabrėžiant vadovų efektyvumą švelninant bendrovės išlaidas. Dvi stovyklos turi priešingą nuomonę, tačiau kartu jie teigia, kad FCF yra reikšmingas rodiklis (Rakow, 2016). Tai galima teigti, kad šis rodiklis turi įtakos vidiniams veiksniams, nes nuo vadovų priklauso, kaip tiksliai pateiks FCF pokytį, kuris yra aktualus investuotojams. Teigiama, kad per pastarąjį dešimtmetį, padidėjo savarankiškas vadovybės informacijos atskleidimas šio rodiklio (Rakow, 2016). Žinoma, kai rodiklio reikšmė gali būti patraukli investuotojams, vadovai lengviau atskleidžia informaciją. Teigiama, kad FCF atskleidimas ir prognozės yra svarbūs veiksniai ir priklausomai nuo FCF prognozių optimalumo įmonės vertė mažės arba didės (Savas, 2019).

Buvo atliktas tyrimas nagrinėjant įmonės vertės apskaičiavimo galimybes taikant du metodus: nuosavo kapitalo grynujų pinigų srautų (FCF) ir vidutinių svertinių kapitalo kaštų (WACC). Paaiškinta, kad grynosios vertės formulė atliekant įvertinimą gali būti naudojama tik tada, kai diskontavimo palūkanų norma yra konstanta (Žaptorius, Garbanovas, 2006). Grynujų pinigų srauto formulė:

$$\text{Grynasis pinigų srautas} = \text{Pagrindinės veiklos pinigų srautas} - \text{Investicijos į ilgalaikį turtą}$$

Buvo padaryta išvada, kad įmonės vertės skaičiavimas diskontuotų pinigų srautų metodais turėtų lemti tapačius rezultatus nagrinėjant FCF ir WACC (Žaptorius, Garbanovas, 2006).

Taigi, apibendrinant galima teigti, jog diskontuotų pinigų srautų metodas yra populiarus įmonės vertei analizuoti. Diskonto norma yra labai svarbi, nes turi atspindėti visų naudojamų finansavimo šaltinių bendras sąnaudas, kad užtikrintų investicijų sąnaudų padengimą, tai susiję su išoriniais veiksniais, tokiais kaip kreditoriais ir akcininkais. Naudojant šį metodą reikėtų atsižvelgti ir į vidinius veiksnius, tokie kaip laisvos darbo vietos, nuoma. Taip pat labai svarbus teiginys – grynujų pinigų srautų atskleidimas, nes nuo FCF prognozių optimalumo priklausys įmonės vertė mažės ar didės. Tai taip pat galima priskirti prie vidinio įmonės vertės veiksnio, nes informacijos atskleidimas priklauso nuo įmonės vadovų.

2.3 EVA metodas įmonės vertei vertinti

Tiek vidiniai, tiek išoriniai įmonės vertės veiksniai turi įtakos įmonės vertei, teigiama, kad vienas iš naujausių metodų įmonės vertei vertinti – tai ekonominės pridėtinės vertės metodas (EVA). Nustatyta, jog kiekvieno verslo subjekto šūkis turėtų būti maksimaliai padidinti akcininkų turtus didinant įmonės vertę, o visa įmonės veikla turėtų būti sutelkta šiam tikslui pasiekti. Tai gali būti dividendai, kapitalo vertės padidėjimas arba abu. Kapitalo brangimas priklauso nuo akcijų rinkos vertės pokyčio (Subedi, Farazmand, 2020). Akcijų rinkos vertė priklauso nuo daugelio veiksnių, pradedant konkrečia įmone ir

baigiant konkrečia rinka. EVA metodas, būtent ekonominės pridėtinės vertės efektyvumo vertinimo metodas, yra verslo veiklos metodas, siūlomas atsižvelgiant į tradicinio apskaitos pelno trūkumus. EVA metodo pranašumas yra tas, kad jis atspindi pridėtinę vertę, kurią akcininkai gauna iš verslo veiklos. Paprastai tariant, EVA yra lygi įmonės pelno po mokesčių balansui, atėmus investuoto nuosavo kapitalo ir skolos kainą (Fan, 2020). Ekonominės pridėtinės vertės koncepcija sukurta konsultacinės įmonės Stern Steward & Co. Metodo idėja ta, kad akcininkas turi gauti prisiimamą riziką kompensuojančią grąžą. Taigi, investuotas kapitalas turi duoti mažiausiai tokią pačią grąžą kaip ir investuotas į panašios rizikos bendrovę kapitalo rinkoje. Jeigu taip nėra, tai akcininko požiūriu pelnas nebuvo uždirbtas ir kompanijos veikla tik mažina jo kapitalą. Jeigu EVA lygi nuliui, tai jau galima laikyti akcininko laimėjimu, nes investuoto kapitalo grąža kompensavo riziką. Jeigu $EVA > 0$, tuomet nuosavas akcininkų kapitalas didėja; kai $EVA < 0$, akcininkų turto vertė mažėja (Friedlob et al. 2002).

Kiekviena įmonė siekia ilgalaikių investicijų, kad gautų įmonės pelną (Fan, 2020). Vadovybės užduotis įmonei yra maksimaliai padidinti įmonės vertę, taigi ir padidinti akcininkų turtus (Sarjono, 2009). Iki šiol metodas, naudojamas analizuojant įmonės pasiekimus, yra žinomas kaip finansų santykio vertinimas, pavyzdžiui, turto grąža, nuosavo kapitalo grąža ir pelno marža (Bhasin, 2017). Analitikai ilgą laiką naudojosi šiuo požiūriu dėl paprasto skaičiavimo ir lengvai suprantamo (Banerjee, 2000). Tačiau vertindami, kaip pasiekiami finansai, reikėtų ne tik įvertinti, kiek pasiekė įmonės pelnas, bet ir sužinoti, ar ši įmonė gavo didesnę pelną nei panaudojo kapitalo (Fan, 2020). Ekonominė pridėtinė vertė yra investicijos rodiklis, kurį paprasčiausiai būtų galima interpretuoti kaip veiklos pelną po mokesčių (po mokesčių iš veiklos pajamų), išskaičiuotą kartu su visomis kapitalo sąnaudomis (bendra kapitalo kaina), kur bendros išlaidos buvo skaičiuojamas padauginus kapitalo kainą iš visų investuotų išlaidų (Sarjono, 2009).

Autorius Fan išskyrė tris punktus, kurie aktualūs skaičiuojant EVA metodu:

1. EVA apskaičiuojama remiantis istoriniais duomenimis. Duomenys atsilieka, todėl neįmanoma numatyti būsimų eksploatavimo sąlygų pagerėjimo ar pablogėjimo.
2. EVA skaičiavimas yra subjektyvus, o skaitinis įvairių rodiklių skaičiavimas yra susijęs su buhalterijų pasirinkta informacija.
3. EVA apskaičiuojama remiantis balansu ir pajamų ataskaita, neatsižvelgiant į nefinansinės informacijos poveikį (Fan, 2020).

Akcininkų vertės teorija, analizuodama verslo ekonominę veiklą, nustato akcininkus hierarchijos viršuje. EVA yra modifikuota akcininkų vertės teorijos versija (Banerjee, 2000). EVA pardavimo esmė yra ta, kad ji padidina akcijų grąžą (Sujata, 2020). Iš minios EVA metodas taip pat išsiskiria tuo, kad yra susijęs su akcijų kainomis. Kai XXI amžiaus pabaigoje EVA išpopuliarėjo, ypač tarp tokių didelių kompanijų kaip „AT&T“ ir „Coca-Cola“ vadovai viešai paskelbė, kad 27% padidėjus EVA veiklos rezultatams, akcijų grąža padidėjo maždaug 200% (Chen ir Dodd, 1997). Be to, žurnalo „Fortune“

straipsnis, kuriame EVA šlovinamas kaip įmonės sėkmės matas, pritraukė gausybę mokslinių tyrimų, kuriuose išsamiai aprašytos EVA sėkmės istorijos ir skatinamas EVA įsisavinimas (Sujata, 2020).

Vertė yra pagrindinis investuotojų ir valdytojų rūpestis (Bhasin, 2017). Veiklos rodikliai vaidina svarbų vaidmenį kuriant vertę organizacijoms. Tačiau vadovybei yra nelengva užduotis pasirinkti tinkamą veiklos rodiklį, kuris tiksliai įvertintų organizacijos veiklą per tam tikrą laikotarpį (Subedi, Farazmand, 2020). Tradicinės apskaitos priemonės yra kritikuojamos, nes neatsižvelgiama į visas kapitalo sąnaudas (Sujata, 2020).

Ekonominė pridėtinė vertė buvo vertinama kaip naujusia ir įdomiausia vadovų veiklos vertinimo priemonė (Martinelli ir kt., 2020). Ankstesniuose tyrimuose EVA laikoma veiksmingesne, nei tradiciniai apskaitos pelno rodikliai paaiškinant įmonės rinkos vertinimus (Chen ir Dodd 1997; Young ir kt., 2000). EVA yra lygus grynam veiklos pelnui atskaičius mokesčius, atėmus kapitalo sąnaudas. Pagrindinė EVA idėja yra ta, kad investuotojai reikalauja gražos normos, kuri kompensuoja jų kapitalo naudojimą ar jų alternatyvių išlaidų ekvivalentą ir prisiimamos rizikos lygį (Subedi, Farazmand, 2020).

EVA rodiklis parodo, ar įmonės pajamos analizuojamu laikotarpiu buvo didesnės už numatomas išlaidas ir kapitalo sąnaudas. Didesnė rodiklio vertė rodo geresnius veiklos rezultatus; tai padidina galimybę išmokėti didesnius dividendus ir didesnę akcijų rinkos kainą (Bhasin, 2017). EVA skatina efektyvų kapitalo panaudojimą – tiek pasiskolintą, tiek privatų (Makutėnaitė ir kt., 2014). Šis metodas leidžia įvertinti ekonominį pelną, vertinimo sprendimų kokybę ir visų vadovų bei darbuotojų rezultatus. (Narkunienė, Ulbinaitė, 2018).

Pagrindinis EVA principas yra įvertinti projektų rezultatus atsižvelgiant į ekonominę vertę, kurią vadovai suteikia verslui ir grąžina savininkams ar akcininkams (Bhasin, 2017). Skirtingai nuo tradicinių finansinės veiklos priemonių (pvz., investicijų gražos, pelno vienai akcijai, grynojo turto gražos ir svertinio vidutinio pelno), EVA susieja įmonės buhalterinę vertę su realiaja rinkos verte, koreguodamas grynąjį veiklos pelną ir atimdama grynujų pinigų sumą. Pinigai, panaudoti projektui finansuoti pagal kiekvieno to investuoto kapitalo dalies svertinę vidutinę kainą (Martinelli ir kt., 2020).

Autorės atliko tyrimą, kur buvo įvertintas likvidumo poveikis įmonės vertės dydžiui. Buvo ieškoma sąsajų tarp likvidumo ir EVA, remiantis DuPont schema. Rezultatai parodė, kad įmanoma įvertinti likvidumo ir įmonės vertės dydžio priklausomybę remiantis įmonės grynojo kapitalo ir EVA vertinimu. Pagal gautus rezultatus matyti, kad įmonės vertės dydžio pokyčiui turi įtakos likvidumo kintamieji: atsargos; pinigai ir jų ekvivalentai; gautinos ir mokėtinos sumos; atidėjimai; paskolos ir kiti įsipareigojimai (Bartkauskaitė, Stankevičienė, Miečinskienė, 2016).

Kiti autoriai taip pat tyrė, kokias metodais galima tirti įmonės vertę. Ištyrė, kad geriausia tinka diskontuotų pinigų ir EVA modelis. Dideli įmonių pinigų srautų svyravimai leido įvertinti ilgalaikių pinigų srautų dalių tendenciją ir ją pritaikyti apskaičiuojant pinigų srautus. Rezultatai rodo, atsargų

vertės, apskaičiuotos naudojant EVA metodą, buvo mažesnė, nei naudojant diskontuotų pinigų (Kulišauskas, Galinienė, 2015).

Petravičius ištyrė, kad remiantis EVA galima nustatyti rentabilias įmonės veiklas ir atskirti nuo nepelningų, kurios finansuojamos pelningųjų sąskaita. EVA – vienas pagrindinių indikatorių didinant akcininkų vertę ir užtikrinant efektyvų finansinių lėšų naudojimą (Petravičius, 2008).

Dar vienas autorė analizavo pridėtinės vertės įtakos veiksnius, naudojant veiksnių analizę ir daugialypės tiesinės regresijos modelį. Padarė šias išvadas, kad palūkanos ir mokesčiai (EBIT) ir prekės ženklo vertės (BV) veiksniai turėjo teigiamą ryšį su EVA. Tai reiškia, kad šie veiksniai turi aktyvią įtaką EVA. Veiksny, atspindintis kapitalo struktūrą (WACC), turi didelį neigiamą poveikį. Taigi kylantis skolos santykis daro neigiamą poveikį EVA (Černikovaitė, 2015). Kitos autorės taip pat tyrė EVA metodu ir teigia, jog akcininkas turi gauti tokią grąžą, kuri kompensuotų prisiimamą riziką. Vadinasi, investuotas kapitalas turi duoti mažiausiai tokią pačią grąžą, kaip ir investuotas į panašios rizikos bendrovę kapitalo rinkoje (Cibulskienė, Padgureckienė, 2011).

Cibulskienė (2007) įžvelgia EVA rodiklio reikšmingumą ir įvardija to priežastis: 1) aiškiai pripažindama kapitalo ir su juo susijusių sąnaudų svarbą, EVA skatina efektyviai paskirstyti ir naudoti visą kapitalą – ir nuosavą, ir skolintą; 2) EVA aiškiai atskleidžia pelningumą ir kapitalo panaudojimo tam pelnui uždirbti sąnaudas, todėl tinka investicijoms įvertinti; 3) EVA yra periodo veiklos rodiklis, todėl jis gali būti naudojamas bendrovės veiklai įvertinti, motyvuoti vadovus ir darbuotojus; 4) EVA reikšmės skaičiavimas gali būti nesunkiai išvedamas iš diskontuotų pinigų srautų apskaičiavimo (Cibulskienė, 2007).

EVA apskaičiavimo formulė yra:

$$EVA = NOPAT_t - K_w \times IC_{t-1}$$

NOPAT – pakoreguotas grynasis pelnas atskaičius mokesčius, bet prieš mokant palūkanas; K_w – projekto kapitalo kaina (WACC); IC – investuoto kapitalo vertė (Friedlob et al. 2002).

$$NOPAT_t = EBIT_t \times (1-t)$$

EBIT yra pelnas prieš mokant palūkanas; t – pelno mokesčio dydis. vertinant EVA visos įmonės mastu grynasis pelnas atskaičius mokesčius, bet prieš mokant palūkanas (NOPAT), gali būti koreguojamas, kad geriau perteiktų ekonominį pelną (Petravičius, 2008).

Apibendrinant galima teigti, kad EVA modelis yra vienas naujesnių vertinimo metodu. Šis metodas gali vertinti vidinius veiksnius, tokius kaip priimto sprendimo kokybę, visų vadovų bei darbuotojų rezultatus, taip pat ir ekonominį pelną. EVA skatina efektyvų kapitalo panaudojimą – tiek pasiskolintą, tiek privatą, kas taip pat yra tiek išorinis, tiek vidinis veiksnys. Šis metodas gali būti naudojamas ne tik visai įmonei analizuoti, bet ir atskiram jos skyriui. Tai vienas pagrindinių indikatorių didinant akcininkų vertę ir užtikrinant efektyvų finansinių lėšų naudojimą.

Vertinant įmonę pelningumo rodikliais, išsiaiškinta, jog juos reikia analizuoti, bet nebūtinai gauti rodiklių rezultatai atskleis tikrąją vertę, ypač jei nebus pasirinktas tinkamas derinys. Kaip vienas aktualiausių rodiklių išskirtas, finansinis svertas, kuris yra siejamas, kaip išorinis ir vidinis veiksnys, nes jame gali atsispindėti skolos ir nuosavybės santykis. Kaip svarbūs rodikliai buvo išskirti ROE, ROA, ROIC rodikliai, į kuriuos verta galintis, taip pat EBIT ir EBITDA, kurie taip pat buvo išskirti, kaip reikalingi rodikliai, analizuojant vertę. Taip įmonės, kurios prekiauja akcijomis biržoje, turėtų analizuoti akcijos kainą, nes teigiama, kad įmonės vertė gali priklausyti nuo akcijos kainos svyravimo. Išskiriamas vienas aktualus rodiklis, tai akcijos kainos tikrosios vertės koeficientas, kuri leidžia sužinoti, kaip rinka vertina akcijos kainas. Šio rodiklio reikšmė turėtų padėti įmonei nuspręsti, kokius pokyčius reikėtų daryti, jei koeficientas netenkina, kaip buvo minėta teorinėje dalyje, kad svarbu stebėti rinkos kitimą, tai šio rodiklio analizė padėtų suprasti, kokioje padėtyje įmonė yra ir ar ji patraukli investuotojams. Kitas vertinimo būdas, kuris, kaip teigiama, turėtų būti aktualus, norint sužinoti, kaip sekasi įmonei gyvuoti, tai diskontuotų pinigų srautų metodas, šis metodas pripažintas ekspertų visame pasaulyje. Kas įdomu, kad šis metodas neapsiriboja statistine istorine analize, labiau orientuojamasi į įmonės galimybes ateityje kaupiti lėšas, bet, žinoma, istoriniai duomenys taip pat turės įtakos, kad būtų galima nuspręsti, tai kokios tos bendrovės galimybės ateityje. Šiam metodui nagrinėti svarbūs grynujų pinigų srautai, kurie yra svarbūs, kaip teigiama, investuotojams. Tai šio metodo reikšmę būtų galima susieti su aktualiu išoriniams veiksniams, nes teigiama, jog grynujų pinigų srautų mažėjimas, galėtų reikšti vadovų efektyvumą švelninant bendrovės išlaidas. Kaip naujausias ir vis labiau populiarėjantis vertinimo metodas išskirtas – pridėtinės vertės metodas (EVA). Kurį autoriai pabrėžia kaip metodą, kuri parodo tradicinius apskaitos pelno trūkumus. Dėl to, išanalizavus pelningumo rodiklius gautas rezultatas gali būti visai patrauklus, o štai apskaičiuavus EVA metodu, galima pamatyti, kad iš tikrųjų nėra viskas labai gerai, nes šis metodas interpretuojamas kaip veiklos pelnas po mokesčių išskaičiuotas kartu su visomis kapitalo sąnaudomis, kur bendros išlaidos skaičiuojamos padauginus kapitalo kainą iš visų investuotų išlaidų. Galima daryti išvadą, jog šis metodas įvertina įmonę, atsižvelgiant į vadovų priimtų sprendimų kokybę, į darbuotojų rezultatus, ekonominį pelną. Taip pat skatina efektyvų kapitalo panaudojimą.

2.4 Įmonės vertės vidinių ir išorinių vertinimų tyrimo metodai

Išanalizavus teoriją, galima įvertinti pasirinktos įmonės vertę, bei kokie vidiniai ir išoriniai įmonės vertės veiksniai jai daro įtaką. Šiam tyrimui pasirinkta įmonė – APB „Apranga“, laikotarpis 2017-2020 metai, remiamasi bendrovės pateiktomis metinėmis atskaitomis.

Visų pirma bus aptarta įmonės veikla, valdymo struktūra, kokią nuosavybės dalį turi akcininkai. Išnagrinėti teorijoje aptarti pagrindiniai vidiniai ir išoriniai veiksniai, kurie daro įtaką įmonės vertei.

Teorijoje aptartas vienas iš būdų, nagrinėti įmonę – tai pelningumo rodikliai, todėl bus analizuojami pelningumo rodiklių koeficientai, lyginamas 2017-2018 metų pokytis. Naudojamos pelningumo koeficientų formulės (Savickas, 2019; Daunytė 2018):

$$\text{Bendras pelningumo koef.} = \frac{\text{Bendrsis pelnas}}{\text{Pardavimo pajamos}} \quad (1)$$

$$\text{Grynasis pelningumo koef.} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimo pajamos}} \quad (2)$$

$$\text{Veiklos pelningumo koef.} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Pardavimo pajamos}} \quad (3)$$

Taip pat analizuojama ROE, ROA, ROIC pokyčių reikšmė, naudojant formules (Koller, Goedhart, Wessels, 2015; Behera, 2020):

$$\text{Turto pelningumas (ROA)} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Turtas}} \quad (4)$$

$$\text{Nuosavo kapitalo pelningumas (ROE)} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas}} \quad (5)$$

$$\text{Investuoto kapitalo grąža (ROIC)} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Investuotas kapitalas}} \quad (6)$$

EBIT ir EBITDA rodikliai taip pat skaičiuojami, nes teorijoje aptarta, kad tai geras būdas įvertinti įmonės kitimą nagrinėjamu laikotarpiu. Naudojamos formulės (Mackevičius, Molienė 2008):

$$\text{EBITDA} = \frac{\text{Pelnas prieš palūkanas, mokesčius nusidėvėjimą ir amortizaciją}}{\text{Pardavimo pajamos}} \quad (7)$$

$$\text{EBIT} = \frac{\text{Pelnas (nuostoliai) prieš apmokestinimą + palūkanų sąnaudos}}{\text{Pardavimo pajamos}} \quad (8)$$

Finansinį svertą taip pat reikia apskaičiuoti, nes tai parodo, kaip potencialiai gali būti grąžinta investicijos grąža. Naudojama formulė (Mackevičius, Poškaitė, 2003):

$$\text{Finansinė priklausomybė} = \frac{\text{Grynoji skola}}{\text{Nuosavas kapitalas}} \quad (9)$$

iš kur grynoji skola:

$$\text{Grynoji skola} = \text{Finansiniai įsipareigojimai} - \text{Grynieji pinigai}$$

Kitas veiksnys, aptartas teorijoje, kaip turintis įtakos įmonės vertei, tai akcijos kaina. Šis veiksnys labiau priskiriamas prie išorės, bet taip pat akcijų kainos pokytis gali priklausyti ir nuo vidinių veiksnių. APB „Apranga“ akcijų kainos pokyčiai nagrinėjami naudojant formules (Tomašiūnienė, Paškevičienė, 2016):

$$\text{Vienai akcijai tenkantis pelnas (EPS)} = \frac{\text{Grynasis įmonės pelnas}}{\text{Akcijų skaičius}} \quad (10)$$

$$\text{Akcijos kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E)} = \frac{\text{Akcijos kaina}}{\text{EPS}} \quad (11)$$

$$\text{Akcijos tikrosios vertės koeficientas (P/BV)} = \frac{\text{Kapitalizacija}}{\text{Nuosavas kapitalas}} \quad (12)$$

$$\text{Akcijos kainos ir pardavimo santykis (P/S)} = \frac{\text{Akcijos kaina}}{\text{Pardavimai akcijai}} \quad (13)$$

Vertinant įvairius rodiklius ir jų pokyčius, įdomu sužinoti, kokia apskritai įmonės vertė per nagrinėjamą laikotarpį, kaip ji kito, kokios priežastys galėjo būti tam pokyčiui. Įmonės vertei skaičiuoti naudojama formulė (Pulatovich, 2019):

$$\text{Įmonės vertė (EV)} = \text{kaptalizacija} + \text{skolos-pinigai} \quad (14)$$

Sužinojus įmonės vertę, įdomu išsiaiškinti, prognozuojamus diskontuotus pinigų srautus. Norint išsiaiškinti, kas prognozuojama, reikia žinoti grynujų pinigų srautus. Formulė (Žaptorius, Garbanovas, 2006):

$$\text{Grynasis pinigų srautas} = \text{Pagrindinės veiklos pinigų srautas} - \text{Investicijos į ilgalaikį turtą} \quad (15)$$

Prognozavimui naudojama formulė svertinio kapitalo kaštų (WACC) (Žaptorius, Garbanovas, 2007):

$$\text{WACC} = W_d \cdot r_d \cdot (1-t) + W_e \cdot r_e \quad (16)$$

Kur: W_d – skolinto kapitalo dalis; R_d – skolinto kapitalo kaina; W_e – nuosavo kapitalo dalis; R_e – nuosavo kapitalo kaina; t – pelno mokesčio dalis.

Nuosavo kapitalo kaina apskaičiuojama:

$$\bar{R}_e = R_f + \beta(\bar{R}_m - R_f) \quad (17)$$

Kur: R_f - nerizikinga investicijų gražos norma; R_m – vidutinė akcininkų nuosavybės gražos norma; β – beta, santykinis rizikos koeficientas, atspindintis įmonės ar ūkio šakos rizikingumo laipsnį lyginant su visomis įmonėmis rinkoje.

Kai žinoma grynoji dabartinė vertė, galima skaičiuoti tęstinę vertę:

$$Tęstinę vertę TV = \frac{1}{(1+r)^n} + \frac{p}{(r-g)^n} \quad (18)$$

Kur: g – nuolatinio nuoseklaus augimo norma; r – diskonto norma (svertinis kapitalo kainos vidurkis WACC) ar nuosavo kapitalo kaina (Christersson; Vimpari; Junnila, 2015).

Taip pat įdomu sužinoti, ar visgi skiriasi skaičiuotų pelningumo rodiklių gauti rezultatai palyginus įmonės vertę EVA metodu. Šiam metodui skaičiuoti naudojama formulė (Cibulskienė, 2007):

$$EVA = NOPAT_t - K_w \times IC_{t-1} \quad (19)$$

NOPAT – pakoreguotas grynasis pelnas atskaičius mokesčius, bet prieš mokant palūkanas; K_w – projekto kapitalo kaina (WACC); IC – investuoto kapitalo vertė (Friedlob et al. 2002).

$$NOPAT_t = EBIT_t \times (1-t) \quad (20)$$

Išnagrinėjus APB „Apranga“ rodiklius, akcijų kainą, įmonės vertę, bus aišku, kaip įmonė tvarkosi su išoriniais neigiamais veiksniais, taip pat bus galima pastebėti, ar vidiniai veiksniai yra kontroliuojami, prognozuojami pinigų srautai parodys kokia gali būti įmonės ateitis, EVA metodas parodys, akcininkų turto vertė didėja, ar mažėja.

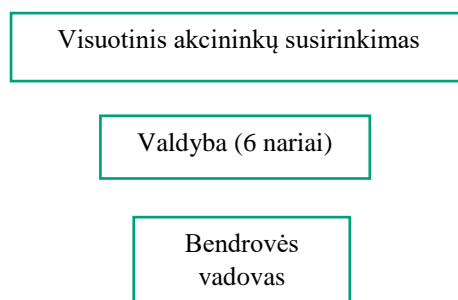
3 APB „APRANGA“ ĮMONĖS VERTINIMAS

Atsižvelgiant į prie štai išnagrinėtą teoriją, šiame skyriuje nagrinėjama įmonė APB „Apranga“. Siekiama išsiaiškinti, kaip kito rodikliai ir įmonės vertė per 2017-2020 metų laikotarpį ir kokie veiksniai tam darė įtaką.

3.1 APB „Apranga“ veikla

APB „Apranga“ grupė yra mažmeninės prekybos lyderė Baltijos šalyse. Pagrindinė įmonė APB „Apranga“ nuo 1997 metų listinguojama Nasdaq Vilnius vertybinių popierių biržoje. Nuo 2005 metų – įtraukta į Baltijos Oficialųjį prekybos sąrašą. Plėtoja nuosavus prekybos tinklus: „Apranga“, „Aprangos galerija“, „City Men & Women“, „Mados Linija“. Grupė taip pat pagal franšizės kontraktus valdo: Burberry, Hugo Boss, Emporio Armani, Ermenegildo Zegna, MaxMara, Armani Exchange, Weekend MaxMara, Coccinelle, Mango, Aldo, s.Oliver, Marella, MAX&Co., Pennyblack, Tommy Hilfiger, Calvin Klein Underwear, Tom Tailor, Sandro, Maje, Karen Millen, Orsay, Promod, Inditex. Prekės ženklai: Zara, Zara Home, Massimo Dutti, Bershka, Pull and Bear, Stradivarius, Oysho. Iš 26 Grupę sudarančių bendrovių 21 atstovauja konkretų prekės ženklą franšizės sutarčių pagrindu, sudarytų su pasaulio drabužių mažmeninės prekybos rinkos lyderiu „Inditex“. Bendrovė užsiima mažmeniniu drabužių platinimu. Geografiškai didžioji dalis įmonės pajamų gaunama iš Lietuvos, taip pat veikia Latvijoje ir Estijoje. Įmonės organai yra (11 pav.): visuotinis akcininkų susirinkimas, kolegialus valdymo organas – valdyba ir vienasmenis valdymo organas – Įmonės vadovas.

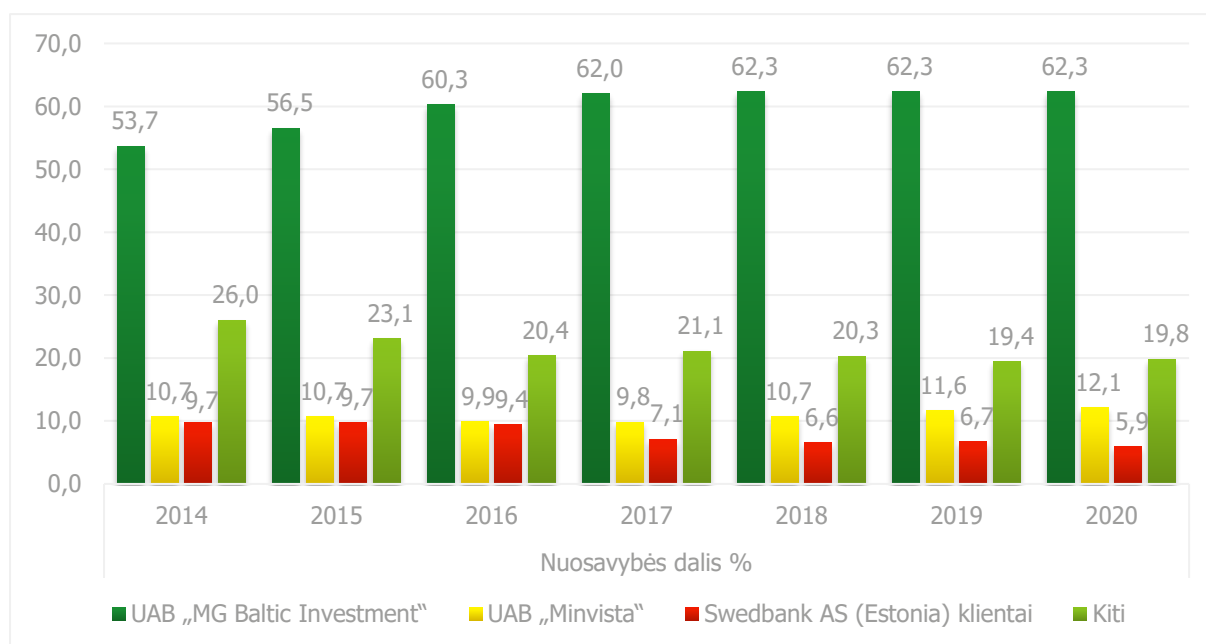
Bendrovės valdymo struktūra:



Paveikslas 8. Bendrovės valdymo struktūra
Šaltinis: APRANGA GROUP bendrovės ataskaita 2021

Pagal Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymą Įmonėje gali būti sudaromas vienas kolegialus valdymo organas. Įmonėje Stebėtojų taryba nesudaroma. Valdybą sudaro 6 valdybos nariai, renkami ketveriems metams, ir jie atstovauja akcininkus, bei atlieka priežiūros ir kontrolės funkcijas.

2005 m. bendrovė įtraukta į Baltijos Oficialųjį prekybos sąrašą. Įstatinis APB „Apranga“ kapitalas yra 16 034 668,40 euro, jis padalintas į 55 291 960 (0,29 euro nominalios vertės) paprastųjų vardinių akcijų. Žemiau grafike (12 pav.) pavaizduota, kaip kito akcininkų nuosavybės dalis per 7 metus.



*Paveikslas 9. Akcininkų nuosavybės dalis
Sudaryta autorės*

Kaip matome iš grafiko, yra trys pagrindiniai akcininkai, kurie turi daugiau kaip 5% įstatinio kapitalo. Pagrindinis akcininkas – UAB „MG Baltic Investment“, kuris turi daugiau nei 60% įstatinio kapitalo. Akcijos savininkui suteikiamos turtinės teisės: gauti įmonės pelno dalį (dividendus); gauti likviduojamos įmonės turto dalį; nemokamai gauti akcijų, kai įstatinis kapitalas didinamas iš įmonės lėšų, išskyrus akcinių bendrovių įstatymu numatytas išimtis; pirmumo teise įsigyti įmonės išleidžiamų akcijų ar konvertuojamų obligacijų, išskyrus atvejį, kai visuotinis akcininkų susirinkimas akcinių bendrovių įstatymo nustatyta tvarka nusprendžia šią teisę visiems akcininkams atšaukti; įstatymų nustatytais būdais skolinti įmonei, tačiau įmonė, skolindamasi iš savo akcininkų, neturi teisės įkeisti akcininkams savo turto. Įmonei skolinantis iš akcininko, palūkanos negali viršyti paskolos davėjo gyvenamojoje ar verslo vietoje esančių komercinių bankų vidutinės palūkanų normos, galiojusios paskolos sutarties sudarymo momentu. Tokiu atveju įmonei ir akcininkams draudžiama susitarti dėl didesnių palūkanų dydžio; gauti Įmonės lėšų, kai įmonės įstatinis kapitalas mažinamas siekiant akcininkams išmokėti įmonės lėšų. Akcijos savininkui suteikiamos neturtinės teisės: dalyvauti ir balsuoti visuotiniuose akcininkų susirinkimuose. Viena paprastoji vardinė akcija visuotiniame akcininkų susirinkime suteikia jos savininkui vieną balsą. Gauti akcinių bendrovių įstatymu numatytą informaciją apie įmonę. Kaip galima pastebėti, akcininkai turi nemažai teisių į įmonę.

3.2 APB „Apranga“ vidiniai ir išoriniai vertės veiksniai

APB „Apranga“ vidiniai veiksniai yra analizuojami ir vertinami. Štai **rinkodaros strategija** iki 2020 metų puikia vystėsi, buvo atidarinėjamos naujos parduotuvės, per tris metus parduotuvių plotas padidėjo 10%, tačiau 2020 metais, dėl įvykusių nenumatytų išorės trukdžių COVID-19 pandemijos, teko 12 parduotuvių uždaryti, dėl to plotas sumažėjo per 1,3%. Grupė ėmėsi veiksmų valdyti riziką išplėsdama internetinę prekybą, derėjosi dėl nuomos nuolaidų, kreipėsi dėl subsidijų, susitarė dėl mokesčių mokėjimo atidėjimo, padidino atsargų valdymo efektyvumą, taip pat turi nepanaudotą skolinimosi limitą. Bendrovė 2020 metais nemokėjo dividendų akcininkams.

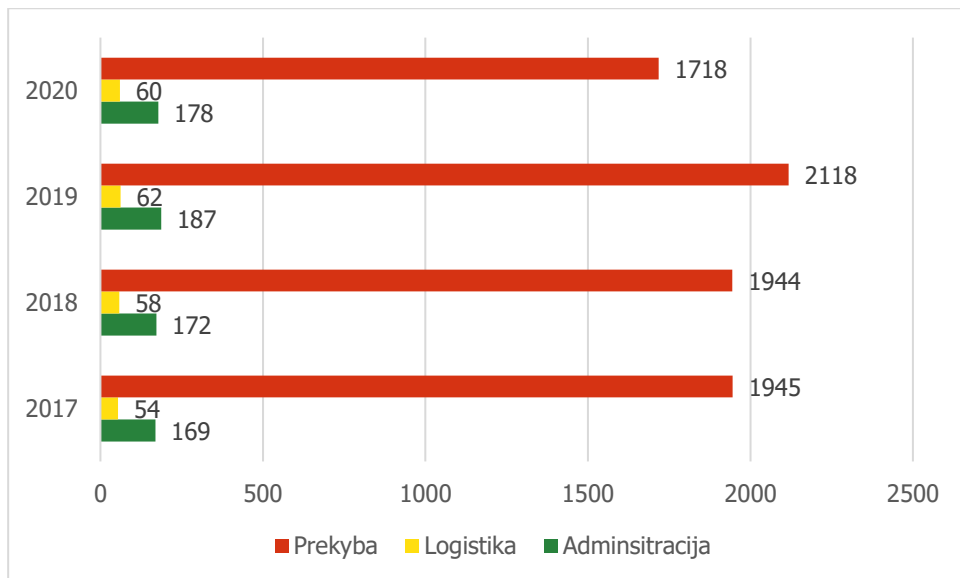
Konkurencijos rizika. Vykdydama veiklą grupė susiduria su vis intensyvesne **konkurencija** drabužių rinkoje. Grupė, siekdama suvaldyti šią riziką bei patenkinti keliamus reikalavimus teikiamų paslaugų kokybei, vykdo nuolatinę parduotuvių tinklo plėtrą bei modernizavimą, nuolat tobulina pardavimų ir rinkodaros strategijas, vykdo rinkos tyrimus, gerina klientų aptarnavimą, vykdo nuoseklią veiklos procesų optimizavimo ir kaštų mažinimo programą. Savo veikloje įmonė laikosi skaidrumo ir sąžiningos konkurencijos principų.

Pagal pateiktas konsoliduotas ataskaitas ir auditorių išvadas, APB „Apranga“ pateikia tikslią informaciją, kuri atspindi įmonės veiklą, pagal kurią galima analizuoti pelningumą ir efektyvumą, bei nustatyti problemines sritis. **Apskaitos politika** taikoma pagal visus standartus.

Kasmet yra investuojama į vis modernesnes technologijas, mažinančias gamtinių išteklių suvartojimą ir siekiama prisidėti prie jų tausojimo. Vystydami grupės parduotuvių tinklą atsižvelgiama ne tik į technologinius sprendimus, bet taip ir šviečiamas personalas apie taupymo naudą bei svarbą.

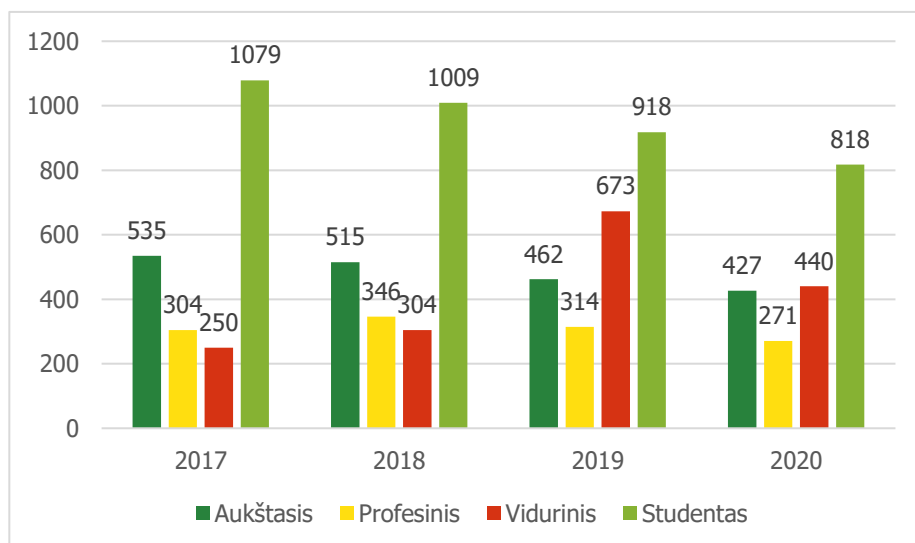
Įmonė atsakingai kontroliuoja prekes ir paslaugas prieš perduodama jas klientui, taip pat ji yra atsakinga už prekių ar paslaugų patiekimą ir patiria neįvykdymo riziką. Įmonė tiesiogiai ar netiesiogiai turi pasirinkimo galimybę nustatant kainą.

2020 metų ekonomines prognozes stipriai koregavo metų pradžioje identifikuotos epidemiologinės grėsmės, ženkliai paveikusios viso pasaulio ekonomikas. Mažmeninės prekybos sektorius buvo vienas labiausiai paveiktų, todėl natūralu, kad ankstesnių metų lūkesčiai neatitiko realios situacijos ir rezultatai buvo mažesni. 2021 metais su pandemijos valdymu (testavimas, vakcinavimas) susiję veiksmai bus reikšmingiausiai lemiantys ekonomikos atsigavimą. Užbaigtas Didžiosios Britanijos išstojimo iš Europos Sąjungos procesas, taip pat vertinamas kaip rizikos veiksnys, tačiau paties proceso baigtumas leidžia geriau ir tiksliau numatyti su juo susijusias grupei aktualias aplinkybes (santykius su partneriais, tiekimo grandines ir kt.). Mažmeninės Baltijos šalių rinkos, kuriose veikia grupė buvo stipriai paveiktos, tačiau, užtikrinus valstybės pagalbą bei efektyvias viruso kontroles bei prevencijos priemones, grupė numato, kad ilgai COVID-19 poveikis ekonomikai ir pagrindinei grupės veiklai mažės. Štai (13 pav.) rodo darbuotojų kitimą per analizuojamą 2017-2020 m. laikotarpį.



Paveikslas 10. APB “Apranga” įmonės darbuotojų skaičiaus kaita
Sudaryta autorės

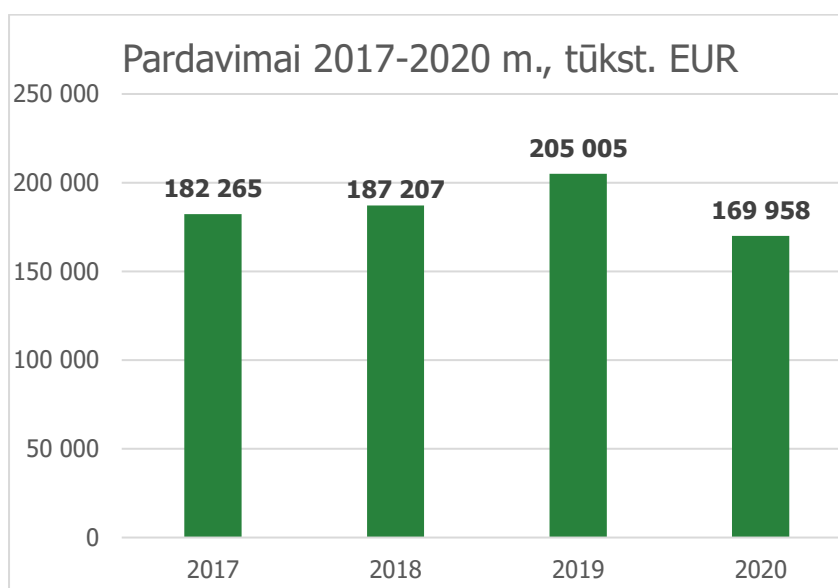
Svarbu paminėti, jog istoriškai didžiausia darbuotojų kaita fiksuojama grupei priklausančiose parduotuvėse, tačiau 2018 metais jose stebimas ženklus kaitos sumažėjimas lyginant su praėjusiais metais: nuo 128 iki 107%. Aktyviai dirbdami įmonės viduje ir gerindami darbo sąlygas įmonė sugebėjo reikšmingai sumažinti šį rodiklį. Žinoma, kaita visada bus didesnė, kadangi didžioji dalis darbuotojų jauni žmonės – studentai. Iš grafiko matome, kad darbuotojų skaičius 2020 sumažėjo 21%. Daugiausia – prekyboje. Grupės darbuotojų skaičius mažėjo po nuoseklaus kasmetinio kolektyvo augimo, kuris daugiausiai buvo susijęs su intensyvia grupės plėtra užimamose rinkose, kuris iki 2019 m. nuosekliai augo. Nors darbuotojų skaičius 2020 metais mažėjo, pagrindinė to priežastis buvo sumažėjęs naujų darbuotojų įdarbinimas, bei pasibaigę darbo santykiai darbuotojo valia. Taip pat tam įtakos turėjo sumažėjęs valdomas prekybos plotas, kuris buvo 1,6% mažesnis, nei 2019 metais. Kitame grafike pavaizduotas darbuotojų skaičius pagal išsilavinimą (14 pav.)



Paveikslas 11. APB “Apranga” įmonės darbuotojų skaičiaus pagal išsilavinimą
Sudaryta autorės

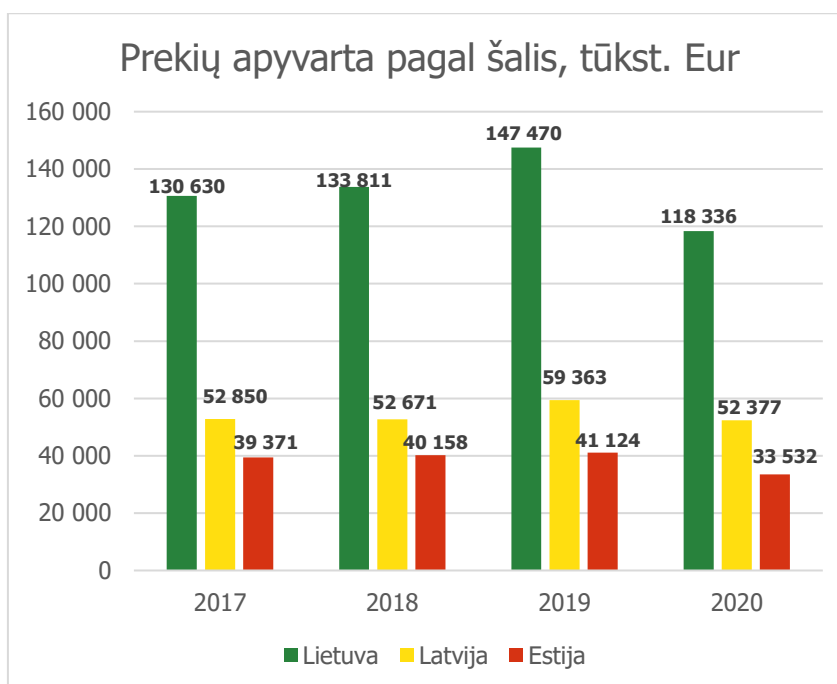
Iš grafiko galima pastebėti, jog didžiausia darbuotojų dalis – studentai, tam turi įtakos tai, kad „Aprangos“ grupės įmonės siūlo galimybę dirbti ne pilnu etatu, lanksčiu grafiku. Nepaisant to, kad reikšmingai į neigiamą pusę pakito darbuotojų kaitos rodikliai, didžiąją dalimi tai laikoma vienkartinio su COVID-19 susijusiu efektu, todėl įmonė ir toliau sistemingai investuoja į šio rodiklio gerinimą. Atliekant išeinančių darbuotojų apklausas ir toliau pagrindine priežastimi išliko vienos iš didžiausių darbuotojų grupių (studentų) poreikiai, susiję su įgyjamu profesiniu išsilavinimu ar darbo pagal specialybę pobūdžiu (eliminavus su epidemiologinėmis aplinkybėmis siejamas priežastis).

Pagal įmonės pardavimus būtų galima be analizės pažiūrėti, ar vidiniai ir išoriniai veiksniai yra gerai kontroliuojami. Įmonės pardavimai pavaizduoti grafike (15 pav.).



Paveikslas 12. APB „Apranga“ įmonės pardavimų kaita
Sudaryta autorės

Pardavimai iki 2019 metų augo, galima daryti prielaidą, kad veiksniai buvo kontroliuojami, tačiau susiklosčius nepalankiai situacijai visame pasaulyje, dėl Covid-19 pandemijos ir karantino, 2020 m. metais pardavimai ženkliai sumažėjo. Didžiausią įtaką padarė tai, kad parduotuvės privalomai buvo uždarytos tiek Lietuvoje, tiek Estijoje taip pat ir Latvijoje apie 2-3 mėnesius. Reikia paminėti tai, kad bendrovė reikšmingai padidino elektroninės prekybos apimtį, kas padėjo atstatyti pardavimus po pirmojo uždarymo etapo pavasarį. Pardavimams sumažėjus, prekių apyvarta taip pat kito (16 pav.).



*Paveikslas 13. APB “Apranga” prekių apyvarta pagal šalis
Sudaryta autorės*

Iki 2019 metų apyvartos augo, išskyrus Estijoje 2018 metais sumažėjo nežymiai 0,34%, o štai 2020 metais apyvartos sumažėjo visose šalyse. Lietuvoje 25% mažesnė apyvarta, Latvijoje 13%, o Estijoje sumažėjo iki 23%.

Taigi, galim daryti išvadą, kad pats didžiausias rizikos nenumatytas išorinis veiksnys, tai susiklosčiusi epidemiologinė situacija, kuri pakoregavo įmonės planus. Reikėjo greitai keisti strategiją, pereiti didesniu tempu į e-prekybą, kur atsirado labai daug konkurentų, nors kaip mažmeninė rūbų prekybos įmonė rinkoje yra didžiausia. Vidiniams veiksniams tai irgi turėjo įtakos, sumažėjo parduotuvių, sumažėjo darbuotojų skaičius. Dar vienas išorinis veiksnys, kuris turėjo įmonei įtakos, tai Didžiosios Britanijos išstojimas iš ES, bet šis veiksnys šiek tiek paprastesnis, jam buvo galima pasiruošti, nes buvo žinomas baigtumas, kas leido numatyti aplinkybes susijusias su partneriais, tiekėjais. 2017-2019 metais pardavimai augo, apyvarta taip pat, kas leidžia manyti, kad įmonė susidorojo su kliūtimis, tiek vidinėmis, tiek išorinėmis.

3.3 APB „Apranga“ pelningumo rodiklių analizė

Kaip jau žinoma, norint įvertinti įmonę, kaip ji veikia pelningai, ar visgi neša nuostolį, reikia analizuoti pelningumo rodiklius. APB „Apranga“ analizuojamo laikotarpio 2017-2020 metais, buvo apskaičiuoti pelningumo rodiklių koeficientai (formulės:1,2,3), (4 lentelė).

Lentelė 4. Pelningumo rodiklių koeficientai

	2017	2018	2019	2020
Bendras pelnas	81 792	81 010	89 210	71 146
Pardavimo pajamos	182 265	187 207	205 005	169 958
Bendras pelningumo koef.	0,449	0,433	0,435	0,419
Grynasis pelnas	13 875	7 565	9 240	4 936
Pardavimo pajamos	182 265	187 207	205 005	169 958
Grynasis pelningumo koef.	0,076	0,040	0,045	0,029
EBIT pelnas	16 600	9 199	11 929	7 038
Pardavimo pajamos	182 265	187 207	205 005	169 958
Veiklos pelningumo koef.	0,091	0,049	0,058	0,041

Sudaryta autorės. Šalinis: Daunytė 2018; Savickas, 2019

Bendras pelningumo koeficientas yra vienas iš bendriausių rodiklių, teigiama, kad jeigu bendras pelningumo koeficientas yra didesnis nei 0,4, įmonė turi konkurencinį pranašumą (Savickas, 2019). APB „Apranga“ visu analizuojamu laikotarpiu bendras pelningumo koeficientas viršijo 0,4. Tai rodo, kad vienam pardavimo eurui tenka 0,42 Eur bendrojo pelno. Žinoma, 2020 metais šis koeficientas sumažėjo, nes pardavimo pajamos ir bendras pelnas sumažėjo. Prieš tai pardavimo pajamos visus 3 metus augo. Grynasis pelningumo koeficientas iki 2019 m. didėjo. Tai rodo, kad kiekvienas įmonės pardavimų euras atneša vis didesnę grynąjį pelną. Štai 2017 atnešė 0,08 Eur už vieną pardavimo eurą grynojo pelno. Veiklos pelningumo koeficientas didžiausias 2017 metais, nes buvo didžiausias veiklos pelnas prieš mokesčius ir palūkanas. Labiausiai sumažėjo 2020 m. kuomet EBIT buvo mažiausias. Šie trys pelningumo koeficientai augo iki 2019 metų, tai rodo, kad įmonė sėkmingai vykdo savo veiklą. 2020 m. visiems buvo iššūkis, APB „Apranga“ ne išimtis. Bet atsižvelgiant į gautus rezultatus, galima teigti, kad bendrovė pakankamai gerai susidorojo su nenumatytais sunkumais.

Turto grąža, nuosavybės grąža ir investuoto kapitalo grąža, taip pat svarbūs rodikliai, kurie parodo, kaip sekasi įmonei. Rodikliai apskaičiuoti pagal formules: 4,5,6. Rodiklių dinamika pavaizduota žemiau (5 lentelė)

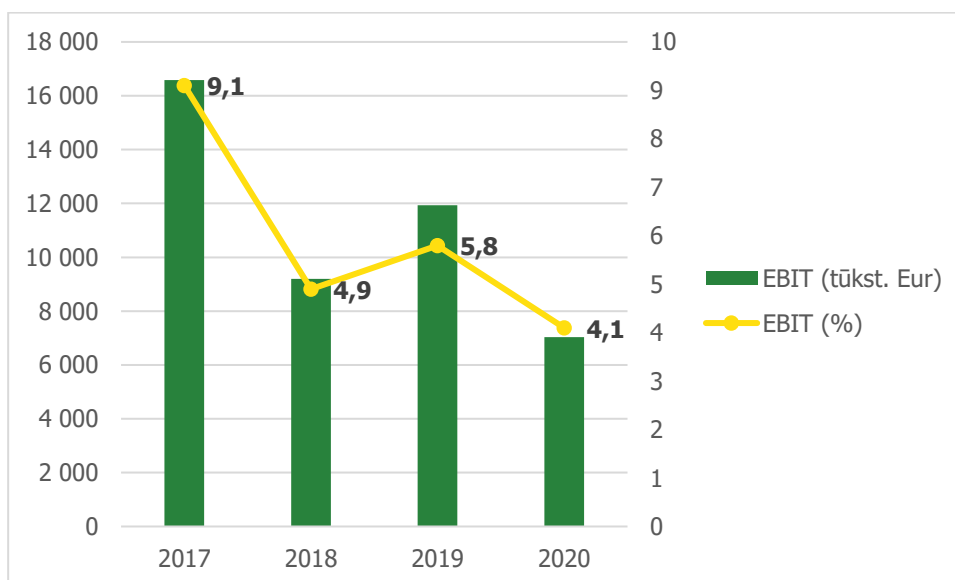
Lentelė 5. ROA, ROE, ROIC rodiklių dinamika

	2017	2018	2019	2020
Turto grąža ROA %	17,40	13,30	15,80	7,80
Nuosavybės grąža ROE %	23,70	9,60	6,00	3,10
Investuoto kapitalo grąža ROIC %	17,62	13,81	10,07	3,50

Sudaryta autorės. Šalinis: Koller, Goedhart, Wessels, 2015; Behera, 2020

Sumažėjusi turto grąža ROA 2020 m. rodo tai, kad įmonės turtas nebuvo efektyviai valdomas, dėl susiklosčiusios epideminės situacijos, įmonės vadovai nežinojo, kaip ir visas pasaulis, ko tikėtis toliau, dėl to buvo pristabdytas efektyvumas. Iki 2019 m. ROA rodiklis buvo pakankamai didelis, tai rodo, jog efektyviai buvo naudojamas turtas. Didesnė nuosavo kapitalo grąža padidina bendrovės akcijų paklausą, iš lentelės galima pastebėti, jog ROE sumažėjo, reiškia nuosavas įmonės kapitalas nėra efektyviai panaudojamas, palyginus su 2017 metais. 2020 metais ženkliai sumažėjo pelnas, nuosavas kapitalas padidėjo. APB „Apranga“ ROIC 2020 m. yra 3,50%. APB „Apranga“ sukuria didesnę investicijų grąžą, nei įmonei kainuoja surinkti kapitalą, reikalingą toms investicijoms. Tai uždirba perteklinę grąžą, kuri yra ženkliai sumažėjusi, palyginus 2017-2019 m. Taigi, norint, kad ROA padidėtų, turėtų sumažinti pinigų ekvivalentus, tai reiškia, pinigus investuoti, kad būtų gaunama grąža. Kad ROE didėtų, reikėtų nepasikarstyti pelną reinvestuoti, kadangi 2020 m. nepaskirstytas pelnas išaugo. ROIC padidėtų, jei sumažėtų grynas pelnas.

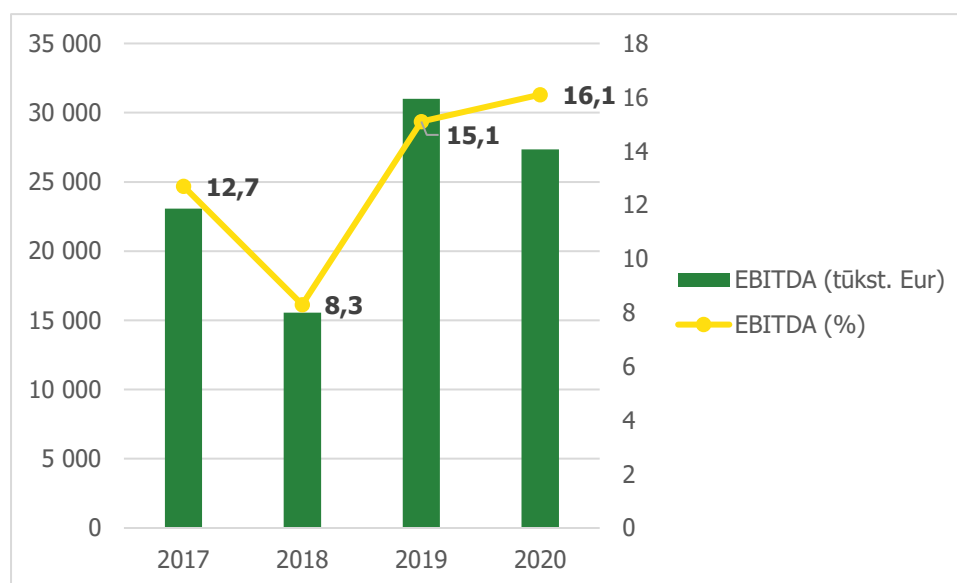
Veiklos pelningumas 2018 metais sumažėjo (17 pav.), tam įtakos turėjo pasikeitęs bendradarbiavimo verslo modelis. Perėjimas prie naujo modelio labiausiai atsiliepė 2017 m. ir 2018 m. pirmojo ketvirčio finansiniams rezultatams, padidino 2017 m. I ketvirčio finansinius rezultatus, bei sumažino 2018 m. I ketvirčio finansinius rezultatus. „Aprangos“ grupės neauditotas konsoliduotas nuostolis prieš apmokestinimą per 2020 m. tris mėnesius sudarė 2,2 mln. Eur, kai 2019 m. atitinkamu laikotarpiu nuostolis siekė 0,8 mln. Eur. Palyginus su visu analizuojamu laikotarpiu EBIT nenukrito itin žemai, tai rodo, kad grupė sugebėjo susidoroti su iškilusiais sunkumais ir įmonė išliko pakankami efektyvi.



*Paveikslas 14. APB „Apranga“ EBIT pokytis
Sudaryta autorės*

Dar vienas svarbus rodiklis, tai EBITDA. Grupės EBITDA per 2020 metus sudarė 27,3 mln. eurų, o atitinkamą 2019 m. laikotarpį - 31,0 mln. eurų. EBITDA pelningumas per metus išaugo nuo 15,1% iki 16,1% (18 pav.). Palyginus su 2018 m. EBITDA ženkliai išaugo 2019-2020 metais, tam įtakos

turėjo pasikeitęs finansinės atskaitomybės standartas („Nuoma“). Dėl šio standarto taikymo 2019 ir 2020 metais sumažėjo grupės nuomos sąnaudos, bet padidėjo nusidėvėjimo ir amortizacijos bei palūkanų sąnaudos.



*Paveikslas 15. APB „Apranga“ EBITDA pokytis
Sudaryta autorės*

EBITDA pelnas sumažėjo, dėl sumažėjusio pelno prieš apmokestinimą, taip pat dėl nusidėvėjimo, kuris 2020 m. padidėjo 6% lyginant su 2019 m.

Taip pat svarbu išsiaiškinti, kaip kito finansinis vertas per nagrinėjama laikotarpį (6 lentelė). Apskaičiuota remiantis (9) formule.

Lentelė 6. Finansinio svarto dinamika

	2017	2018	2019	2020
Nuosavas kapitalas (tūkst. Eur)	58 599	56 764	58 546	63 482
Ilgalaikės skolos (tūkst. Eur)	2 505	2 788	58 730	62 867
Trumpalaikės skolos (tūkst. Eur)	18 558	19 551	35 514	33 955
Įsipareigojimai (tūkst. Eur)	21 063	22 339	94 244	96 822
Grynoji skola	1 719	5 909	5 912	25 709
Finansinis svartas	0,037	0,101	0,101	0,405

Sudaryta autorės. Šaltinis: Mackevičius, Poškaitė, 2003

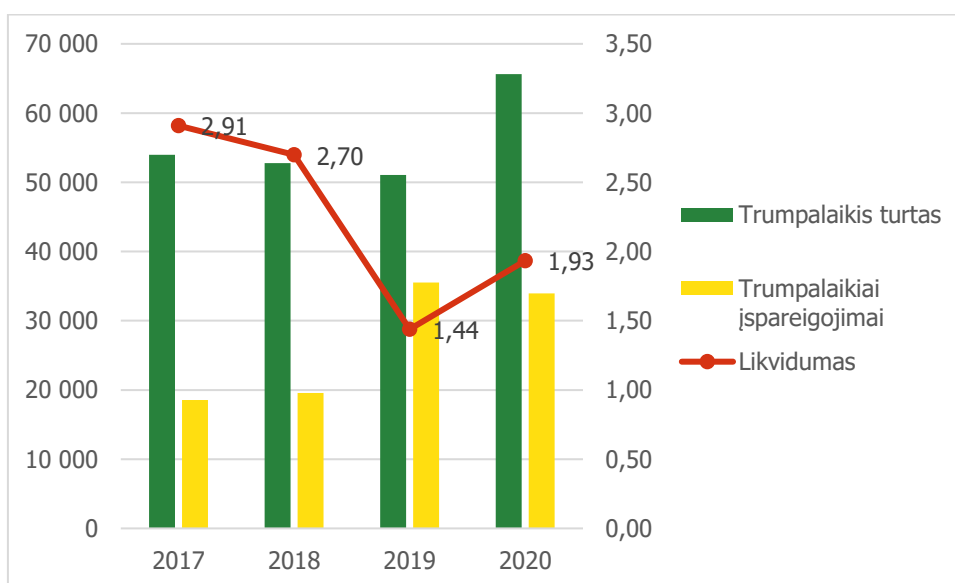
Grynoji skola padidėjo, nes pinigai ir jų ekvivalentai padidėjo ženkliai. Nuosavas kapitalas išaugo 2020 m. 8% dėl nepaskirstyto pelno. 2020 metais APB „Apranga“, atsižvelgdama į situacijos neapibrėžtumą, priėmė sprendimą dividendų nemokėti ir pelną palikti nepaskirstytą. Toks sprendimas priimtas pirmą kartą po 2008-2009 metų ekonominės krizės.

Ilgalaikės skolos 2019 metais padidėjo, nes prisidėjo ilgalaikiai nuomos įsipareigojimai. Trumpalaikiai įsipareigojimai padidėjo dėl trumpalaikių nuomos įsipareigojimų, kurios prieš tai buvo

klasifikuojamos kaip finansinė nuoma, pradinės balansinės vertės. Nuo 2019 sausio 1 d. įsigaliojo naujas 16-asis Tarptautinis finansinės atskaitomybės standartas (TFAS) „Nuoma“. Dėl šio standarto taikymo 2019 ir 2020 metais sumažėjo grupės nuomos sąnaudos, bet padidėjo nusidėvėjimo ir amortizacijos bei palūkanų sąnaudos. Atitinkamai, tai padarė įtaką ir rodiklių skaičiavimams.

Finansinis svertas rodo, kad įmonė naudoja daugiau skolintų lėšų. Rodiklis parodo rizikos arba finansinio įsiskolinimo lygį. Didesnė šio rodiklio reikšmė reiškia prastesnį įmonės mokumą, kas akivaizdžiai padidėjo 2020 metais, taip nutiko dėl to, jog įmonėje padidėjo trumpalaikiai įsipareigojimai (paskolos) ir pinigai bei jų ekvivalentai. Lėšos tam tikrose banko sąskaitose bei būsimos įplaukos į šias sąskaitas yra įkeistos bankui kaip užtikrinimo priemonė už suteiktas kreditavimo priemones. 2020 m. gruodžio 31 d. Grupės ir Įmonės pinigines lėšas įkeistose sąskaitose sudarė 24 522 tūkst. Eur (2019 m. – 4 579 tūkst. Eur). Norint, kad sumažėtų finansinis svertas, turėtų sumažėti trumpalaikis turtas (pinigai ir jų ekvivalentai).

Taip pat svarbu išsiaiškinti, ar įmonė yra likvidi, tai atspindini, įmonės sugebėjimą savo trumpalaikiu turtu padengti trumpalaikius įsipareigojimus (19 pav.).



Paveikslas 16. APB „Apranga“ trumpalaikio turto, įsipareigojimų ir likvidumo dinamika
Sudaryta autorės

2019 m. likvidumas sumažėjo, nes padidėjo trumpalaikiai įsipareigojimai 45% palyginus 2018 metais, taip nutiko dėl trumpalaikės nuomos padidėjimo. Apskritai įmonė yra likvidi, tai reiškia, kad gerai vykdo trumpalaikius įsipareigojimus. Trumpalaikis turtas taip pat gali didinti įmonės vertę. Tačiau teigiam, jei šis rodiklis yra nestabilus kiekvienais metais, tai galėtų reikšti įsipareigojimų nevykdymo riziką arba neefektyviai naudojamą turtą. Šiuo atveju likvidumo rodiklis svyruoja, bet koeficientas nėra blogos reikšmės, nėra mažesnis už vieną.

Apibendrinant galima teigti, kad įmonė yra finansiškai stabili, į susiklosčiusią nepalankią situaciją 2020 m. dėl epidemijos ir karantino, sugebėjo sureaguoti pakankamai greitai. Nors visiems nagrinėtiems rodikliams turėjo neigiamos įtakos, tačiau jie netapo rizikingo lygio. Galima teigti, kad įmonės su neigiamu išoriniu veiksmu susidorojo pakankamai gerai. Be pelningumo rodiklių, svarbu išsiaiškinti, kaip kito įmonės akcijų kaina, kuri apima tiek vidinius, tiek išorinius veiksmus. Taip pat, kokia yra įmonės vertė, ar ženkliai sumažėjo per pandemiją laikotarpį.

3.4 APB „Apranga“ akcijos kaina ir įmonės vertė

Įmonės akcijų kaina sumažėjo 15% nuo 2,11 eurų už akciją (maksimali akcijų kaina per laikotarpį buvo 2,29 eurų už akciją) iki 1,80 eurų už akciją (minimali akcijų kaina per ataskaitinį laikotarpį - 1,25 eurų už akciją) lyginant 2019-2020 m. (20 pav.).



Paveikslas 17. „Apranga“ akcijos kainos ir apyvartos pokytis
Šaltinis: nasdaqbaltic.com

Tokiu būdu, įmonės kapitalizacija sumažėjo nuo 117 mln. eurų metų pradžioje iki 99,53 mln. eurų 2020 metų gruodžio pabaigoje. Vidutinė svertinė akcijų kaina per ataskaitinį laikotarpį sudarė 1,65 eurų už 1 akciją. Įmonės akcijų apyvarta per 2020 metus sudarė 8,6 mln. eurų. Kitame paveikslėlyje pavaizduota APB „Apranga“ ir OMX Baltic Benchmark GI indeksų pokytis (21 pav.).



Paveikslas 18. APB “Apranga” ir OMX Baltic Benchmark GI indeksų pokytis 2016-2020 m.
Šaltinis: nasdaqbaltic.com

Akcijų kaina iki 2018 metų buvo pakankamai pastovi, 2019 metais ženkliai krito, per 5 metų laikotarpį sumažėjo 40 %. Didžiausias kritimas buvo 2020 m. tam daugiausia įtakos turėjo išoriniai veiksniai, tokie kaip pasaulio ekonomikos tendencijos, kai visas pasaulis, nežinojo ko tikėtis dėl atsiradusios epidemijos. Tai ženkliai sumažino vartotojų paklausą, kas nulėmė rodiklių mažėjimą ir tai atsispindi akcijų kainoje.

Norint įvertinti investavimo į akcijas galimybę, reikėtų įvertinti vienai akcijai tenkantį pelną (EPS) (10 formulė). Kaip matome iš lentelės (7), EPS per nagrinėjamą laikotarpį sumažėjo. Vienai akcijai pelno tenka 0,09 Eur. Žinoma, tai paveikė sumažėjęs pelnas. Kitas rodiklis tai akcijos kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E) (11 formulė), kuris 2020 metai padidėjo ir siekė 20,6, nes akcijos rinkos kaina laikotarpio pabaigoje padidėjo. Palyginus su ankstesnių metų kainomis, investuotojus toks ženklus padidėjimas turėtų sumažinti patrauklumą investuoti. Kitas rodiklis apskaičiuotas siekiant sužinoti, kaip rinka vertina įmonės akcijas (P/BV) (12 formulė). Per nagrinėjamą laikotarpį rodiklis nežymiai kito, 2020 m. vienas euras nuosavo kapitalo rinkoje vertinamas 1,57 Eur. Lyginant su 2019 m. kito nežymiai – 0,03. Atsižvelgiant į tai, kad 2020 m. metai buvo iššūkių metai, toks nežymus rodiklio kitimas rodo, kad įmonė rinkoje vertinama teigiamai. Dar vienas nagrinėtas rodiklis tai akcijos kaina ir pardavimų santykis (P/S) (13 formulė). Lyginant su pardavimais, akcijos kaina išaugo 2020 m., tai rodo, kad investuotojai būtų pasirengę mokėti didesnę akcijų kainą, nei 2019 metais.

Lentelė 7. Akcijos kainos rodiklių dinamika

	2017	2018	2019	2020
Finansinių metų pelnas/nuostolis, tūkst. EUR	13 875	7 656	9 240	4 936
APB Apranga akcijų skaičius, vnt.	55 291 960	55 291 960	55 291 960	55 291 960
Vienai akcijai tenkantis pelnas (EPS)	0,25	0,14	0,17	0,09
Akcijos rinkos kaina atitinkamo ataskaitinio laikotarpio pabaigai, EUR	2,53	1,6	1,75	1,8
Akcijos kainos ir pelno vienai akcijai santykis (P/E)	10,08	11,56	10,47	20,16
Kapitalizacija, tūkst. Eur	139 890	88 470	117 000	99 530
Nuosavas kapitalas	58 599	56 764	58 546	63 482
P/BV Akcijos tikrosios vertės koeficientas	2,39	1,56	2,00	1,57
Įmonės pardavimai, tūkst. EUR	182 265	187 207	205 005	169 958
Akcijos kainos ir pardavimų santykis (P/S)	0,32	0,3	0,29	0,37

Sudaryta autorės. Šaltinis: Tomašiūnienė, Paškevičienė, 2016

Apibendrinant visus nagrinėtus akcijos kainos rodiklius, labiausiai 2020 metais, lyginant su kitu nagrinėjamu laikotarpiu, sumažėjo EPS rodiklis, norint, kad jis padidėtų, turėtų padidėti finansinis pelnas. Bet apskritai, galima teigti, kad įmonė turi teigiamą įvaizdį rinkoje, kadangi rodikliai nesvyruoja labai stipriai į neigiamą pusę, galima pastebėti, kad pakankamai gerai dorojasi su iškilusiais iššūkiais

Žinant, kad įmonė, kaip ir visas pasaulis išgyveno sunkius 2020 metus, kai kito į neigiamą pusę rodikliai, mažėjo apyvarta, mažėjo darbuotojų skaičius, net parduotuvių skaičius sumažėjo, svarbu išsiaiškinti, kokią įtaką tai padarė įmonės vertei. Jau žinoma, kad prieš 2020 metus, įmonės pardavimai 2017-2019 metais augo, grupė investavo į parduotuvių atsinaujinimą, atidarė naujų parduotuvių, visai kitaip planavo ir 2020 metus, bet teko prisitaikyti prie nekontroliuojamos situacijos. Lentelėje (8) parodyta, kaip pasikeitė įmonės vertė analizuojamu 2017-2020 metų laikotarpiu.

Lentelė 8. Įmonės vertė

	2017	2018	2019	2020
Kapitalizacija (tūkst. Eur)	139 890	88 470	117 000	99 530
Ilgalaikiai nuomos įsipareigojimai (tūkst. Eur)			56 659	53 936
Paskolos (tūkst. Eur)	1 100	800	500	200
Ilgalaikės skolos ir kapitalo nuomos įsipareigojimai (tūkst. Eur)	1 100	800	57 159	54 136
Trumpalaikiai nuomos įsipareigojimai (tūkst. Eur)			13 117	12 758
Paskolos (tūkst. Eur)	300	300	300	300
Trumpalaikės skolos ir kapitalo nuomos įsipareigojimai (tūkst. Eur)	300	300	13 417	13 058
Pinigai ir jų ekvivalentai (tūkst. Eur)	7 763	4 261	2 932	6 346
Įmonės vertė (tūkst. Eur)	133 527	85 309	184 644	160 378

Sudaryta autorės. Šaltinis: Pulatovich, 2019

Įmonės vertė buvo apskaičiuota pagal formulę (14). Per analizuojamą laikotarpį, mažiausia vertė buvo 2018 metais, kapitalizacija tais metais buvo mažiausia. Įmonės akcijų kaina per 2018 metus

krito 36,8% nuo 2,53 Eur iki 1,60 Eur. Kaip praneša pati bendrovė, nuo 2017 m. sezono pradžios pasikeitė grupės ir „Inditex“ bendradarbiavimo verslo modelis. Ir tai sumažino 2018 m. I ketvirčio finansinius rezultatus. Be to bendrovei nepasisekė su I ketvirčio pardavimais „dėl neįprastai šaltų oro sąlygų pirmąjį metų ketvirtį“. 2018 metais Grupės pelnas prieš apmokestinimą sudarė 9,3 mln. eurų, kai per 2017 metus pelnas prieš apmokestinimą siekė 16,6 mln. eurų (pelnas sumažėjo 44,0%). Pelno santykiniam sumažėjimui didžiausią įtaką darė vienkartinis pastatų pardavimo sandoris, įvykęs 2017 m. trečią ketvirtį, kurio teigiama įtaka 2017 m. rezultatams sudarė 3,5 mln. eurų. Eliminavus vienkartinį pastatų pardavimo sandorį, grupės 2018 m. pelnas prieš apmokestinimą sumažėjo 29,1% nuo 13,1 iki 9,3 mln. eurų. 2018 m. ir 2017 m. gruodžio 31 d. ilgalaikį turtą, laikomą pardavimui, sudarė 91 proc. nuosavybės įmonėje UAB „Palangos Varūna“. Grupė ir įmonė 2018 m. gruodžio 31 d. ilgalaikiam turtui, laikomam parduoti, pripažino 134 tūkst. eurų vertės sumažėjimą (2017 m. nebuvo pripažinta vertės sumažėjimo nuostolių ilgalaikiam turtui, laikomam pardavimui). 2019 metais vertė padidėjo, išaugo akcijos kaina, kas padidino įmonės kapitalizaciją. O štai 2020 metais, kaip buvo galima numanyti, įmonės vertė sumažėjo 15%. Akcijos kaina sumažėjo 15% nuo 2,11 Eur iki 1,80 Eur, kas taip pat lėmė ir kapitalizacijos sumažėjimą. Palyginus 2017-2018 metus ir 2019-2020 metus, vertė 2020 metais vertė sumažėjo mažiau, nei 2018 metais, tai parodo, kad įmonė sugebėjo atsilaikyti prieš 2020 metų iškeltus iššūkius, tai rodo, kad įmonė valdoma gerai, yra lanksti prisitaikyti prie nekontroliuojamų išorės neigiamų situacijų. Išsiaiškinus įmonės vertę praeityje, įdomu sužinoti, koks būtų laisvųjų pinigų srautų prognozavimas.

3.5 APB „Apranga“ diskontuotų pinigų srautų prognozavimas. Tęstinės vertės ir tikrosios vertės nustatymas

Norint prognozuoti laisvuosius pinigų srautus, reikia išsiaiškinti, kokie grynujų pinigų srautai buvo praeityje (9 lentelė).

Lentelė 9. Grynujų pinigų srautai

	2017	2018	2019	2020
Veiklos pinigų srautai	16 329	15 173	32 938	36 759
Kapitalo išlaidos	-8 263	-8 901	-21 727	-5 261
Grynieji pinigų srautai	8 066	6 272	11 211	31 498

Sudaryta autorės. Šaltinis: Rutkauskas, Žilinskij, 2010.

Grynieji pinigų srautai padidėjo 2020 metais, nes atsargos padidėjo, taip pat mokėtinos sumos padidėjo, ilgalaikio materialiojo ir nematerialiojo turto įsigijimas buvo ženkliai mažesnis nei 2019 metais, tai rodo, kad įmonė nebuvo linkusi investuoti ir plėsti savo veiklą, dėl susiklosčiusių nepalankių situacijų visame pasaulyje. Nepaisant to, laisvųjų pinigų prognozavimui buvo remtasi 2020 metų duomenimis. Norint prognozuoti, reikia išsiaiškinti, svertinio kapitalo kaštus (formulė 16).

1. Remiantis duomenis žemiau (lentelė 10), apskaičiuota skolinto kapitalo kaina, kur pritaikytas mokesčių tarifas (t) 15%. Gauta skolinto kapitalo kaina 2,40%.

Lentelė 10. Skolinto kapitalo kaina

	2020
Palūkanų sąnaudos (išlaidos) (tūkst. Eur)	1 109
Trumpalaikiai įsipareigojimai (tūkst. Eur)	20 983
Ilgalaikiai įsipareigojimai (tūkst. Eur)	25 188
Viso skolinto kapitalo (tūkst. Eur)	46 171
Skolinto kapitalo kaina r_d	2,40%

Sudaryta autorės. Šaltinis: Rutkauskas, Žilinskij, 2010.

$$WACC = W_d \cdot 0,204 + W_e \cdot r_e$$

2. Nuosavo kapitalo kaina apskaičiuota formule (17), kur R_f buvo pasirinkta 0,274, remiantis Lietuvos Vyriausybės obligacijų pardavimo aukcionais nerizikinga pelno norma.

β buvo apskaičiuota funkcija SLOPE, remiantis 4 metų duomenimis APB „Apranga“ grąžos pokyčiu ir OMX pokyčiu – $\beta = 1,08$. Vidutinė akcininkų nuosavybės grąžos norma pateikta lentelėje (11 lentelė).

Lentelė 11. Vidutinė akcininkų nuosavybės grąžos norma

OMX Vilnius	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Rizikinga palūkanų norma
Vidutinė vertė	351,2	334,9	399,9	456,5	486,7	522,2	609,3	684,6	687,3	737,8	
Pokytis	9,34%	-4,66%	19,41%	14,16%	6,62%	7,28%	16,69%	12,36%	0,39%	7,35%	8,89%

Sudaryta autorės. Šaltinis: nasdaqbaltic.com

Apskaičiavus pokytį, vidutinė metinė grąža $R_m = 8,89\%$

Nuosavo kapitalo kaina:

$$\bar{r}_e = 0,00274 + 1,08(0,0889 - 0,00274) = 0,095793$$

$$WACC = W_d \cdot 0,204 + W_e \cdot 0,095793$$

3. Skolinto kapitalo dalis ir nuosavo kapitalo dalis pateikta lentelėje (12).

Lentelė 12. Nuosavo ir skolinto kapitalo dalis

	2020
Pagrindinės veiklos įsipareigojimai viso	46 171
Kapitalizacija	99 530
Viso	145 701
Skolinto kapitalo dalis (W_d)	31,59%
Nuosavo kapitalo dalis (W_e)	68,41%

Sudaryta autorės

Iš gautų rezultatų, pateiktų lentelėje, matome, kad nuosavo kapitalo dalis didesni, nei skolinto. Turėdami visus reikiamus duomenis, galime apskaičiuoti svertinio kapitalo kaštus, kas reikalinga prognozuojant laisvųjų pinigų srautus:

$$WACC=0,3159 \cdot 0,204 + 0,6841 \cdot 0,0958 = 0,12998$$

WACC rodo tokią diskonto normos procentinę reikšmę, pagal kurią galima būtų atsiskaityti su kreditoriais ir su įmonės savininkais (Ahmad, 2016).

Kad būtų galima prognozuoti ateitį, reikia išsiaiškinti, pajamų augimo tempo, grynujų pajamų maržos, grynujų pajamų pokyčius (lentelė 13)

Lentelė 13. Pajamų augimo tempo, grynujų pajamų maržos, grynujų pajamų pokyčiai

	Faktas			
	2017	2018	2019	2020
Laisvieji pinigų srautai (tūkst. Eur)	8 066	6 272	11 211	31 498
Bendros pajamos (tūkst. Eur)	182 265	186 788	204 627	169 578
Grynosios pajamos (tūkst. Eur)	13 880	7 570	9 240	4 940
Veiklos pinigų srautai (tūkst. Eur)	16 329	15 173	32 938	36 759
Kapitalo išlaidos (tūkst. Eur)	-8 263	-8 901	-21 727	-5 261
Pajamų augimo tempas	5%	2%	9%	-21%
Grynoji marža	8%	4%	5%	3%
Grynosios pajamos	172%	121%	82%	16%

Sudaryta autorės

Pajamų augimo tempas apskaičiuotas iš bendrųjų pajamų pokyčio. Grynoji marža gauta iš grynujų pajamų padalinus bendrąsias pajamas. Grynosios pajamų pokytis gautas veiklos pinigų srautus padalinus iš laisvųjų pinigų srautų. Iš lentelės galima matyti, kad 2020 metais pajamų augimo tempas neigiamas, nes bendros pajamos sumažėjo lyginant su 2019 metais. Grynoji marža taip pat sumažėjo, nors prieš tai du metus augo. Tai rodo, kad įmonė grynojo pelno uždirbo mažiau lyginant su pajamomis. Grynujų pajamų pokytis taip pat sumažėjo 2020 metais. Analizavome šiuos pokyčius tam, kad galėtume nustatyti vidutinį pajamų augimo tempą, grynąją maržą ir grynujų pajamų procentą, prognozuoti ateities laisvųjų pinigų srautus. Buvo padaryta prielaida, kad vidutinis pajamų augimo tempas 1,05; grynoji marža 1,05; grynujų pajamų pokytis 1,25. Remiantis gautais duomenimis, apskaičiuota APB „Apranga“ vertė (14 lentelė).

Lentelė 14. Pajamų augimo tempo, grynujų pajamų maržos, grynujų pajamų pokyčiai

	2021	2022	2023	2024	2025
Laisvieji pinigų srautai (tūkst. Eur)	37 985	44 797	51 949	59 458	67 343
Diskonto norma	1,130	1,277	1,443	1,630	1,842
Diskontuoti pinigų srautai (tūkst. Eur)	33 616	35 084	36 005	36 469	36 554
	Dabartinė vertė (tūkst. Eur)				177 728
	Tęstinė vertė (tūkst. Eur)				75 448

Vertė su finansiniais įsiskolinimais (tūkst. Eur)	253 176
Finansiniai įsiskolinimai (tūkst. Eur)	96 348
Verslo vertė (tūkst. Eur)	156 828

Sudaryta autorės. Šalinis: Christersson; Vimpari; Junnila, 2015

Laisvieji pinigų srautai diskontuojami pagal diskonto normą, apskaičiuotą pagal WACC 2020 metų. Dabartinė vertė apskaičiuota sudėjus visus diskontuotus pinigų srautus. Pagal formulę (18) apskaičiuota tęstinė vertė, kuri pridedama prie dabartinės vertės, atimame finansinius įsiskolinimus ir gauname verslo vertė 156 828 (tūkst. Eur). Galima pastebėti, kad prieš tai vertinta įmonės vertė remiantis kapitalizacija, pinigų ekvivalentu, buvo didesnė, nei analizuojant diskontuotais pinigais. Galima teigti, kad neefektyviai buvo naudojamas turtas.

3.6 APB „Apranga“ vertinimas EVA metodu

EVA – vienas pagrindinių indikatorių didinant akcininkų vertę ir užtikrinant efektyvų finansinių lėšų naudojimą. Norint apskaičiuoti EVA, reikia išsiaiškinti kiekvienų metų WACC. Diskontuotų pinigų prognozavime skolinto kapitalo kaštus skaičiavome iš įmonės duomenų. Šį kartą R_d pasirinktas Lietuvos banko duomenis, apskaičiuota 2017-2020 finansinių įmonių palūkanų normos mediana. R_e lieka tas pats, kaip buvo apskaičiuotas analizuojant diskontuotų pinigų srautų prognozavimą. WACC apskaičiuotas lentelėje (15), formulė (16).

Lentelė 15. WACC pokytis

	2017	2018	2019	2020
Nuosavo kapitalo dalis	74%	72%	38%	40%
Skolinto kapitalo dalis	26%	28%	62%	60%
Skolinto kapitalo kaštai R_d	2,62%			
Pelno mokesčio tarifas T	15,00%			
R_e	9,58%			
WACC	7,66%	7,50%	5,04%	5,14%

Sudaryta autorės

Gautas WACC svyruoja nuo 7,66 % iki 5,14 %, vidurkis 6,34%. Teigiama, kad vidutiniškai WACC svyruoja tarp 6-10 proc. „Apranga“ patenka į šią imtį, dėl to galima sakyti, kad įmonė yra stabili.

Apyvartinio kapitalo dydis apskaičiuotas žemiau (16 lentelė)

Lentelė 16. Kapitalo dydžio pokyčiai

	2017	2018	2019	2020
Trumpalaikis turtas (tūkst. Eur)	53958	52749	51 076	65 628
Įsipareigojimai, už kuriuos nemokamos palūkanos (tūkst. Eur)	18 558	19 551	35 514	33 955
Koreguotas apyvartinis kapitalas (tūkst. Eur)	35 400	33 198	15 562	31 673
Ilgalaikis turtas (tūkst. Eur)	25 353	26 164	101 634	94 605

Kapitalas (tūkst. Eur)	60 753	59 362	117 196	126 278
------------------------	--------	--------	---------	---------

Sudaryta autorės.

Gautas kapitalo rezultatas nagrinėjamu laikotarpiu, nėra dinamiškas, ženklus pokytis įvyko 2019 m., kai ilgalaikis turtas padidėjo 74%. Norint apskaičiuoti EVA, reikia išsiaiškinti pakoreguota grynąjį pelną atskaičius mokesčius (NOPAT). Rezultatas pateiktas (lentelė 17), formulė (20).

Lentelė 17. NOPAT pokytis

	2017	2018	2019	2020
EBIT (tūkst. Eur)	16 600	9 300	11 000	5 700
Pelno mokesčio sąnaudos (tūkst. Eur)	2 680	1 701	1 754	1 025
NOPAT (tūkst. Eur)	13 920	7 599	9 246	4 675

Sudaryta autorės.

Gautas rezultatas rodo, kad grynasis pelnas atskaičius mokesčius sumažėjo 2020 metais, prieš tai irgi nebuvo stabilus. Apskaičiavus visus reikiamus duomenis, galime įvertinti, koks yra EVA analizuojamu laikotarpiu 2017-2020 metais (18 lentelė), formulė (19).

Lentelė 18. EVA pokytis

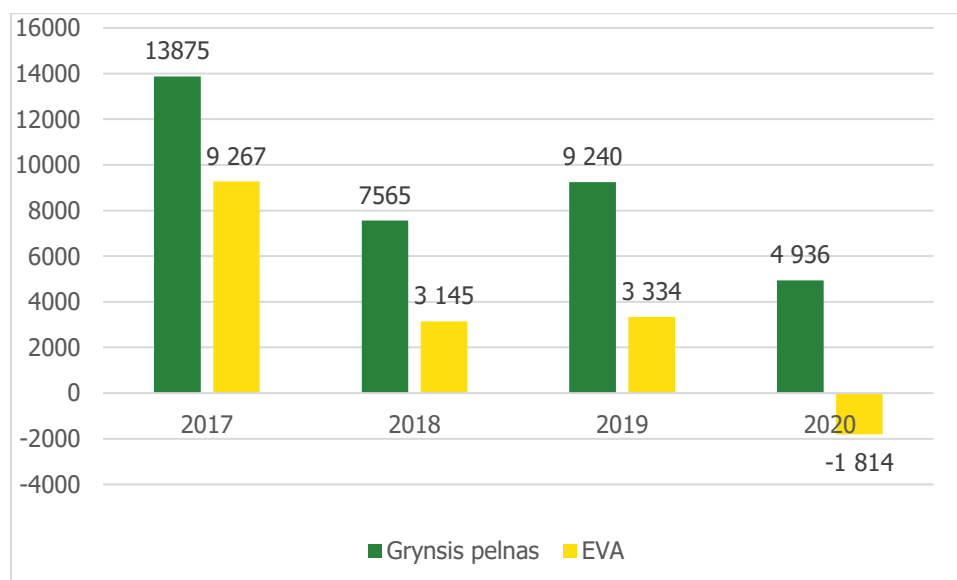
	2017	2018	2019	2020
Kapitalas	60 753	59 362	117 196	126 278
WACC	7,66%	7,50%	5,04%	5,14%
Kapitalo kaina	4 653	4 454	5 912	6 489
NOPAT	13 920	7 599	9 246	4 675
EVA	9 267	3 145	3 334	-1 814

Sudaryta autorės.

Gautas rezultatas rodo, kad EVA rodiklis 2020 metais neigiamas. Reiškia įmonės patyrė ekonominius nuostolius, nors pelno (nuostolių) ataskaitos duomenys rodo, kad įmonė uždirbo 6 mln. Eur. Jeigu $EVA > 0$, tuomet nuosavas akcininkų kapitalas didėja; kai $EVA < 0$, akcininkų turto vertė mažėja (Friedlob et al. 2002). Kaip matome, 2020 metais akcininkų turto vertė mažėjo, tai gali reikšti, kad grynojo pelno nepakankamai uždirbo padengti verslo išlaidas. Tai parodo, kad visgi 2020 metais nepavyko iki galo susidoroti su iškilusia išorine problema.

19 pav. pavaizduotas palyginimas grynojo pelno ir EVA metodo. Grynasis pelnas – įmonės finansinis rodiklis parodantis „tikrąjį“ rezultatą, iš pajamų atskaičius atėmus sąnaudas ir mokesčius.

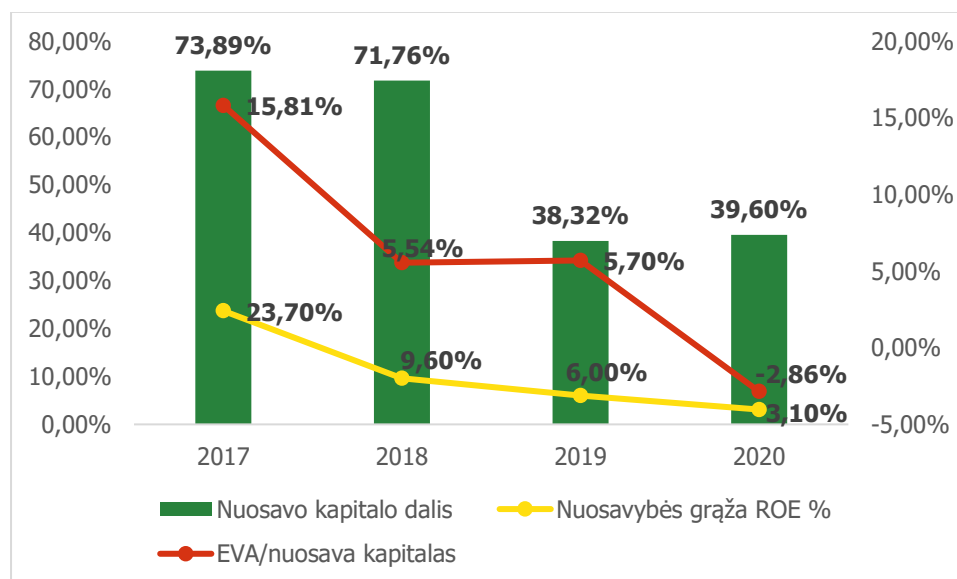
EVA metodo pranašumas yra tas, kad jis atspindi pridėtinę vertę, kurią akcininkai gauna iš verslo veiklos.



Paveikslas 19. APB „Apranga“ grynojo pelno ir EVA metodo palyginimas

2020 metais grynsis pelnas siekė 4 963 tūkst. Eur. O gautas EVA rezultatas neigiamas, tai rodo prastesnius veiklos rezultatus. Norint, kad rodiklis būtų stabilus, turėtų gražos ir investuoto kapitalo dydis būti pastovus. Akcininkų turtas 2020 m. nebuvo padidintas.

Galima palyginti įmonės nuosavo kapitalo gražos ir EVA/Nuosavo kapitalo rodiklius (20 pav.)



Paveikslas 20. APB „Apranga“ nuosavo kapitalo gražos ir EVA/nuosavo kapitalo rodiklių pelningumas

Akivaizdžiai skiriasi pateiktame paveiksle duomenys, taip yra dėl to, jog įprastuose rodiklių vertinimo metoduose nevertinamos kapitalo sąnaudos, dėl to neatsiskleidžia tikroji įmonės vertė, kas gali klaidinti akcininkus. Prieš tai nagrinėti rodikliai pelningumo koeficientas, grynsis pelningumo, veiklos pelningumo koeficientai rodė mažėjimą, bet ne taip akivaizdžiai, kaip EVA metodas.

Įmonės vidiniai veiksniai, tokie kaip rinkodaros strategija, konkurencijos rizika, apskaitos politika, darbuotojai yra vertinami teigiamai. Išoriniai veiksniai įmonei padarė neigiamą efektą. Per nagrinėjamą laikotarpį 2017-2020 m. didžiausia neigiama efektas, tai 2020 m., kuomet visas pasaulis buvo uždarytas dėl epidemijos COVID-19, APB „Apranga“ ne išimtis, turėjo uždaryti parduotuves 2-3 mėnesiams. Pardavimai sumažėjo, apyvarta taip pat, pelningumo rodikliai taip pat sumažėjo, akcijos kaina krito. Finansinis svertas padidėjo, kas reiškia, įmonė daugiau naudojo skolintų lėšų suvaldyti situaciją. Pajamų augimo tempas ženkliai sumažėjo. Įmonė stengėsi valdyti situaciją, išplėtė savo e-prekybą, kas padidino pardavimus, bet atsirado daug konkurentų. EVA metodas parodė, kad situacija nėra pati geriausia, pelningumo rodiklių analizė atskleidė švelnesnę situaciją.

IŠVADOS

1. Kiekvienos bendrovės tikslas turėtų būti įgyvendinti gerą įmonės valdyseną, kas didintų įmonės vertę. Bet įmonės vertė ne būtinai visada turi didėti, kartais gali ir mažėti. Įmonės vertės sumažėjimas gali atsirasti dėl vieno iš įmonės veiklos veiksnių, kuris nebuvo maksimalus valdant įmonės valdomus išteklius, taip pat dėl lėto ekonomikos augimo ir sumažėjusių kreditavimo sąlygų bankų sektoriuje. Padaryta išvada, jog kad būtų tinkamai užtikrinti ir vykdomi sprendimai, turėtų vykti nuolatinė srautų valdymo kontrolė.
2. Įmonės vertės padidinimas pateiktas, kaip vienas svarbiausių tikslų, reiškia maksimalų akcininkų klestėjimą, kuris yra vienas iš pagrindinių įmonės tikslų. Kuo didesnė akcijų kaina, tuo didesnė įmonės vertė. Didelė įmonės vertė sukuria rinkoje pasitikėjimą ne tik dabartiniais įmonės rezultatais, bet ir įmonės perspektyva ateityje.
3. Bendri vidiniai veiksniai išskiriami, kaip rinkodaros strategija; gamyba, tiekimas, personalas, valdymo apskaita, apskaitos politika, finansai, konkurencinė strategija, organizacinė struktūra, nuosavybės struktūra. Bendri išoriniai veiksniai išskiriami iš makroaplinkos: ekonominiai, technologiniai, politiniai; šakos: tiekėjai, vartotojai, konkurentai; VP rinkos. Padaryta išvada, kad ir kaip gerai įmonė būtų valdoma, gali atsirasti nenumatytų kliūčių, kurioms nebuvo pasiruošta ir tokiu būdu įmonės vertė gali ženkliai sumažėti, o norint to išvengti, vykdant pertvarkas, gali pareikalauti nemažai resursų.
4. Įmonės vertinimo metodai yra orientuoti į būsimus sprendimus ir yra susiję su laisvais pinigų srautais. Įmonės vertinimo metodų, pagrįstų finansinėmis ataskaitomis, sudarymas gali būti įvairus: balansu pagrįsti metodai; daugybiniai metodai; lyginamosios analizės metodu atsižvelgiama į akcijų kainas, palyginamos įmonės operacijas, balanso rodiklius; vertės kūrimu pagrįsti metodai apima diskontuotus pinigų srautus (DCF) kaip žymiausių ir dažniausiai naudojamą įrankį vertinant dideles įmones; pinigų srautų ataskaitos vertės sukūrimas.
5. Ar įmonė pelninga, galima sužinoti analizuojant įmonės finansinius rezultatus – pelningumo rodiklius. Pelningumo rodikliai rodo, kaip efektyviai uždirbamas pelnas, kaip gerai įmonė priima investicinius ir finansavimo sprendimus. Taip pat akcijų kainą atspindi, kokia bendrovės vertė, galima vertinti kainos už pelną metodą. Išsiaiškinta, kad akcijų kaina labai priklauso nuo išorinių veiksnių. Daugelis makroekonominių rodiklių yra tiesiogiai susiję su akcijų kainomis, dažniausiai stiprų poveikį daro BVP, pinigų pasiūla, tiesioginės užsienio investicijos, valdžios sektoriaus skola, nedarbo lygis, palūkanų norma, infliacija, gamybos kainų indeksas. Taip pat prie svarbių rodiklių išskirta pelnas prieš palūkanas ir mokesčius (EBIT) ir pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA). Įmonės investuoto kapitalo

grąža (ROIC) taip pat išskiriamas, kad svarbus rodiklis norint įvertinti įmonę ir išsiaiškinti kokią įtaką įmonei daro išoriniai veiksniai

6. EVA modelis yra vienas naujesnių vertinimo metodų. Šis metodas gali vertinti vidinius veiksnius, tokius kaip priimto sprendimo kokybę, visų vadovų bei darbuotojų rezultatus, taip pat ir ekonominį pelną. EVA skatina efektyvų kapitalo panaudojimą – tiek pasiskolintą, tiek privatų, kas taip pat yra tiek išorinis, tiek vidinis veiksnys. Šis metodas gali būti naudojamas ne tik visai įmonei analizuoti, bet ir atskiram jos skyriui. Tai vienas pagrindinių indikatorių didinant akcininkų vertę ir užtikrinant efektyvų finansinių lėšų naudojimą.
7. Nagrinėjant įmonės APB „Apranga“ veiksnius, padaryta išvada, kad pats didžiausias rizikos nenumatytas išorinis veiksnys, tai susiklosčiusi epidemiologinė situacija, kuri pakoregavo įmonės planus. Reikėjo greitai keisti strategiją, pereiti didesniu tempu į e-prekybą, kur atsirado labai daug konkurentų, nors kaip mažmeninė rūbų prekybos įmonė rinkoje yra didžiausia. Vidiniams veiksniams tai irgi turėjo įtakos, sumažėjo parduotuvių, sumažėjo darbuotojų skaičius. Dar vienas išorinis veiksnys, kuris turėjo įmonei įtakos, tai Didžiosios Britanijos išstojimas iš ES, bet šis veiksnys šiek tiek paprastesnis, jam buvo galima pasiruošti, nes buvo žinomas baigtumas, kas leido numatyti aplinkybes susijusias su partneriais, tiekėjais. 2017-2019 metais pardavimai augo, apyvarta taip pat, kas leidžia manyti, kad įmonė susidorojo su kliūtimis, tiek vidinėmis, tiek išorinėmis.
8. Finansinis svertas parodė, kad įmonė APB „Apranga“ naudojo daugiau skolintų lėšų. Akcijų kainos didžiausias kritimas buvo 2020 m. tam daugiausia įtakos turėjo išoriniai veiksniai, tokie kaip pasaulio ekonomikos tendencijos. Gautas EVA rezultatas parodė, kad rodiklis 2020 metais neigiamas. Reiškia įmonės patyrė ekonominius nuostolius, nors pelno (nuostolių) ataskaitos duomenys rodo, kad įmonė uždirbo 6 mln. EVA metodas parodė, kad situacija nėra pati geriausia, pelningumo rodiklių analizė atskleidė švelnesnę situaciją.
9. Norint, kad ROA padidėtų, turėtų sumažinti pinigų ekvivalentus, tai reiškia, pinigus investuoti, kad būtų gaunama grąža. Kad ROE didėtų, reikėtų nepasikarstyti pelną reinvestuoti, kadangi 2020 m. nepaskirstytas pelnas išaugo. ROIC padidėtų, jei sumažėtų grynas pelnas. Tinkamai sugeneravus pinigų srautus, įmonės rodikliai pakiltų iš 2020 m. nuosmukio. Norint, kad sumažėtų finansinis svertas, turėtų sumažėti trumpalaikis turtas (pinigai ir jų ekvivalentai, kurie 2020 m. padidėjo). Reikėtų subalansuoto lėšų paskirstymo. Kuo efektyviau lėšos bus paskirstytos laikui bėgant, tuo greičiau organizacija pasieks savo strateginius tikslus. Likvidumas neturėtų ženkliai svyruoti, todėl reikėtų atrasti pusiausvyrą tarp teigiamų ir neigiamų pinigų srautų. Siekdami pagerinti EVA reikšmę, įmonė galėtų padidinti pajamas parduodama daugiau (rinkodaros strategija, komunikacija) arba mažinant kapitalo sąnaudas, gerindama efektyvumą.

LITERATŪROS ŠARAŠAS

1. Ahmad A., 2016. *Price to Book Value, Price to Sales Multiples and Stock Price; Evidence from Nigerian Listed Firms*. Prieiga internetu: [\(PDF\) Price to Book Value, Price to Sales Multiples and Stock Price; Evidence from Nigerian Listed Firms \(researchgate.net\)](#)
2. BARTKAUSKAITĖ I., STANKEVIČIENĖ J., MIEČINSKIENĖ A., 2015. *ĮMONĖS FINANSINIS LIKVIDUMAS KAIP PRIEMONĖ ĮMONĖS VERTEI DIDINTI*. Prieiga internetu: http://old.konferencijos.vgtu.lt/jmk.vvf.vgtu.lt/public_html/index.php/conference/2016/paper/viewFile/402/257
3. Behera S., 2020. *Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required return than constant required return?* Prieiga internetu: <https://link.springer.com/content/pdf/10.1186/s40854-019-0167-8.pdf>
4. Cegłowski B., Podgórski B., 2012. *Equity shares equating the results of FCFE and FCFE methods*. Prieiga internetu: [721440762.pdf \(econstor.eu\)](721440762.pdf)
5. Chen H., 2017. *Do Cash Flows of Growth Stocks Really Grow Faster?* Prieiga internetu: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jofi.12518> HUAFENG (JASON) CHEN, 2017
6. Christersson M., Vimpari J., Junnila S., 2015., *Assessment of financial potential of real estate energy efficiency investments—A discounted cash flow approach*. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2210670715000694>
7. Cibulskienė D., Padgureckienė A., 2011. *PREKYBINĖS ĮMONĖS KAPITALO STRUKTŪROS, PAGRĮSTOS EVA MAKSIMIZAVIMU, FORMAVIMO SPRENDIMAI*. Prieiga internetu: <https://talpykla.elaba.lt/elaba-fedora/objects/elaba:6102252/datastreams/MAIN/content>
8. Černikovaitė M.E., 2015. *BRAND VALUE IMPACT ON COMPANY'S ECONOMIC VALUE ADDED EVALUATION MODEL*. Prieiga internetu: <https://etalpykla.lituanistikadb.lt/fedora/objects/LT-LDB-0001:J.04~2015~1480497238267/datastreams/DS.002.1.01.ARTIC/content>
9. Černius, G., 2013. *ĮMONĖS FINANSŲ VALDYMO TIKSLAS –TVARUMO REIKALAVIMAS*. Prieiga internetu: <http://etalpykla.lituanistikadb.lt/fedora/objects/LT-LDB-0001:J.04~2013~1367863880974/datastreams/DS.002.0.01.ARTIC/content>
10. Daunytė E., 2018. *Pajamų, sąnaudų, pelno analizė ir prognozavimas: integruotas požiūris*. Prieiga internetu: https://virtualibiblioteka.vu.lt/primo-explore/fulldisplay?docid=ELABAPDB29802457&context=L&vid=VU&lang=lt_LT&search_scope=VU_IG_AL_L&adaptor=Local%20Search%20Engine&tab=default_tab&query=any,contains,daunyte%20pajamu%20sanaudu&offset=0
11. Dagilienė L., Kovaliov R., Mačerinskas J., Simanavičienė Ž., 2006. *THE APPLICATION OF FINANCIAL VALUATION METHODS IN INVESTMENT DECISIONS*. Prieiga internetu: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.538.7756&rep=rep1&type=pdf>
12. Damkuvienė L., Balčiūnas S., 2009. *The concept of client perceived relationship value in high contact service setting*. Prieiga internetu: [content \(lituanistikadb.lt\)](content)
13. Deloof, M., 200. *Wouter De Maeseneire and Koen Inghelbrecht*. Prieiga internetu: <http://web.b.ebscohost.com/Legacy/Views/static/html/Error.htm?aspxerrorpath=/ehost/pdfviewer/pdfviewer>
14. Dumbrovaitė I., 2006. *Įmonės kapitalo struktūrą veikiančios veiksniai*. Prieiga internetu: http://jaunasis-mokslininkas.asu.lt/smk_2006/finansai/Dumbrovaite%20Inga.pdf
15. Dzinkevičius A., Jonaitienė B., 2014. *SEARCHING FOR THE BEST FINANCIAL RATIOS EVALUATING COMPANIES OPERATING IN DIFFERENT LITHUANIAN SECTORS*. Prieiga internetu: <https://journals.vgtu.lt/index.php/BTP/article/view/8283>
16. Fan W., 2020. *Introduction to Eva Method and Corporate Valuation - taking Tsingtao Brewery as an Example*. Prieiga internetu: <https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1757-899X/768/5/052128>
17. Fernandez P., 2008. *Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories*. Prieiga internetu: [\(PDF\) Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories \(researchgate.net\)](#)
18. Hilal A., Samono S., 2019. *Analysis of the Effect of Company Micro Fundamental Factors on Company Value in Companies Listed in LQ 45 Index*. Prieiga internetu: <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/8346/pdf>
19. Huang W., Liu J., Haodong B., Zhang P. 2020. *Value assessment of companies by using an enterprise value assessment system based on their public transfer specification*. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0306457319307976?via%3Dihub>

20. Janovič V., 2012. *ĮMONIŲ PERSPEKTYVINĖ FINANSINĖ ANALIZĖ ESANT NEAPIBRĖŽTUMUI*. Prieiga internetu: <https://repository.mruni.eu/bitstream/handle/007/13235/499-863-1-SM.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
21. Jung H., 2018. *Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry*. Prieiga internetu: [Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry - ScienceDirect](#)
22. Karbasi H.Yazdi, Mohammadian M.,2017. *Effect of Profitability Indices on the Capital Structure of Listed Companies in Tehran Stock Exchange*. Prieiga internetu: http://amfa.iau-arak.ac.ir/article_533085_e24d655650307776ec78644eb98915f3.pdf
23. Korsakienė R., Marcinkevičius S., 2013. *Įmonės atsakomybė ir veiklos rezultatai: Gamybės įmonės atvejis*. Prieiga internetu: <https://journals.vgtu.lt/index.php/BTP/article/view/8513/7388>
24. Kumar R., 2016. *Valuation Theories and Concepts*. Prieiga internetu: [Valuation– Theories and Concepts - Rajesh Kumar - Google knygos](#)
25. Larcker D., 2001. *Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective*. Prieiga internetu: [Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective - ScienceDirect](#)
26. Liachovičius E., Skrickij, V., Podvieszko A., 2020. *MCDM Evaluation of Asset-Based Road Freight Transport Companies Using Key Drivers That Influence the Enterprise Value*. Prieiga internetu: https://talpykla.elaba.lt/elaba-fedora/objects/elaba:68763153/datastreams/MAIN/content_2020
27. Mackevičius J., Moliėnė O., 2008. *Bendrojo pardavimo pelningumo kompleksinės analizės metodika*. Prieiga internetu: https://virtualibiblioteka.vu.lt/primos-explore/fulldisplay?docid=ELABAPDB3954616&context=L&vid=VU&lang=lt_LT&search_scope=VU_IG_AL_L&adaptor=Local%20Search%20Engine&tab=default_tab&query=any,contains,Mackevi%C4%8Dius.%20Molien%C4%97&offset=0
28. Mackevičius J., Poškaitė D., 2008. *Ilgalaikio materialioji turto kompleksinės analizės metodika*. Prieiga internetu: <https://epublications.vu.lt/object/elaba:4069246/MAIN>
29. Marčišauskienė J., Cibulskienė D., 2013. *BALTIJOS ŠALIŲ MAKROEKONOMINIŲ RODIKLIŲ IR AKCIJŲ RINKOS KAINŲ TARPUSAVIO RYŠIO VERTINIMAS*. Prieiga internetu: <https://talpykla.elaba.lt/elaba-fedora/objects/elaba:6097141/datastreams/MAIN/content>
30. Makutėnaitė J. , Gliubicas D. , Makutėnienė D., 2014. *EKONOMINĖS PRIDĖTINĖS VERTĖS METODO TINKAMUMAS ĮMONĖS VERTEI NUSTATYTI*. Prieiga internetu: [APPROPRIATENESS OF ECONOMIC VALUE ADDED METHOD FOR THE COMPANY'S VALUE DETERMINATION | Makutėnaitė | Science and Studies of Accounting and Finance: Problems and Perspectives \(asu.lt\)](#)
31. Martinelli G., Marinelli V., Michel D., Farinha M., Bernardo L., Borges. R.,2020. *Assessing the eco-efficiency of different poultry production systems: an approach using life cycle assessment and economic value added*. Prieiga internetu: <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S2352550920302190?token=CFE427B78EE62809156286CD353819EACED6B753D5B0F225796A70FAEB2BEC2976B495AEFA5B49FDCAEA8C7AD28B0F00&originRegion=eu-west-1&originCreation=20210518090213>
32. Medlen C., Chen Z., 2020. *Kalecki's principle of increasing risk violated: debt, cash flow and free cash*. Prieiga internetu: [Kalecki's principle of increasing risk violated: debt, cash flow and free cash: Journal of Post Keynesian Economics: Vol 0, No 0 \(tandfonline.com\)](#)
33. Mela F., Putra A., 2020. *Company Value on Corporate Social Responsibility: Moderating Variable on Society Environment*. Prieiga internetu: <https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1755-1315/469/1/012076/pdf>
34. Narkunienė, J., Ulbinaitė, A., 2018. *Comparative analysis of company performance evaluation methods*. Prieiga internetu: https://virtualibiblioteka.vu.lt/primos-explore/fulldisplay?docid=ELABAPDB31215673&context=L&vid=VU&lang=lt_LT&search_scope=VU_IG_AL_L&adaptor=Local%20Search%20Engine&tab=default_tab&query=any,contains,Narkunien%C4%97,%20Judita;%C2%A0Ulbinait%C4%97,%20Aurelija%202018&offset=0
35. Oler D., Picconi M., 2012. *Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance*. Prieiga internetu: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1911-3846.12012>
36. Penman H.S., 2006. *Handling Valuation Models*. Prieiga internetu: [Handling Valuation Models - Penman - 2006 - Journal of Applied Corporate Finance - Wiley Online Library](#)

37. Petravičius T., 2008. *PROJEKTO VEIKLOS EFEKTYVUMO MATAVIMAS VERTĖS METODAIS*. Prieiga internetu: <https://journals.vgtu.lt/index.php/BTP/article/view/9097/7939>
38. Piligrimienė Z., Dovalienė A., Virvilaite R., 2015. *Consumer Engagement in Value Co-Creation: what Kind of Value it Creates for Company?* Prieiga internetu: <https://talpykla.elaba.lt/elaba-fedora/objects/elaba:16990362/datastreams/MAIN/content>
39. Pulatovich E. M., 2019. *Impact of Financial Sustainability on Enterprise Value Expansion*. Prieiga internetu: [A2926109119.pdf\(ijeat.org\)](A2926109119.pdf(ijeat.org))
40. Reza Ghaeli M.R., 2017. *Price-to-earnings ratio: A state-of-art review*. Prieiga internetu: [\(PDF\) Price-to-earnings ratio: A state-of-art review \(researchgate.net\)](#)
41. Rutkauskas A., V Žilinskij G/. 2010., *Finansinio svėro naudojimas aktyviai valdant investicijų portfelį*. Prieiga internetu: <https://journals.vgtu.lt/index.php/BTP/article/view/8873/7738>
42. Sarjono H., 2009. *USING EVA METHOD TO ASSESS ACHIEVEMENT OF BEJ REGISTERED RETAIL TRADE COMPANY*. Prieiga internetu: <https://journal.binus.ac.id/index.php/winners/article/view/711/688>
43. Savickas V., 2019. *Pelningumo rodiklių įmonių veiklos finansiniams rezultatams vertinti pasirinkimo problematika*. Prieiga internetu: <https://www.journals.vu.lt/BATP/article/view/15791/15010>
44. Senkus K., 2004. *Pinigių srautų valdymas*. Prieiga internetu: [Pinigių srautų valdymas. - Vilniaus universitetas \(vu.lt\)](#)
45. Slijepčėvis T., Bovana P., Radojevič P., 2018. *Modelling company generic production capabilities in process industries: A configuration approach*. Prieiga internetu: [Modelling company generic production capabilities in process industries: A configuration approach | Emerald Insight](#)
46. Smolenskienė F., Šivickienė R., 2019. *PIENO PRAMONĖS SEKTORIAUS APLINKOS VEIKSNIŲ POVEIKIS AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ VEIKLOS, PELNINGUMO IR MOKUMO RODIKLIŲ POKYČIAMS*. Prieiga internetu: <https://talpykla.elaba.lt/elaba-fedora/objects/elaba:35576808/datastreams/MAIN/content>
47. Storm, P., Lager T., Samuelsson P., 2017. *Managing the Manufacturing–R&D Interface in the Process Industries*. Prieiga internetu: https://www.researchgate.net/publication/256064213_Managing_the_Manufacturing-RD_Interface_in_the_Process_Industries/link/5acf056caca2723a334455c2/download
48. Stratila A., 2020. *SYSTEM OF PROFITABILITY INDICATORS IN THE CONSTRUCTION INDUSTRY*. Prieiga internetu: <https://zenodo.org/record/3971964#.YKv72pP7TOQ>
49. Subedi M., Farazmand A., 2020. *Economic Value Added (EVA) for Performance Evaluation of Public Organizations*. Prieiga internetu: <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s11115-020-00493-2.pdf>
50. Subing H., Susiani R., 2019. *Internal factors and firm value: A case study of banking listed companies*. Prieiga internetu: <http://jurnal.unmer.ac.id/index.php/jkdp/article/view/2405/pdf>
51. Suračienė R., Budrionytė R., Kamarauskienė I., Vaclovas V., Raziūnienė D., Senkus K., 2015. *Apskaitos ir audito pagrindai : Vilniaus universiteto vadovėlis*. Prieiga internetu: [Apskaitos ir audito pagrindai : Vilniaus universiteto vadovėlis. - Vilniaus universitetas \(vu.lt\)](#)
52. Špaček M., Vacík E., 2016. *Company Value Creation through Effective Innovation Process Management*. Prieiga internetu: <https://search.proquest.com/docview/1957795080?pq-origsite=primo>
53. TAMULEVIČIENĖ D., 2016. *Methodology of complex analysis of companies profitability*. Prieiga internetu: https://virtualbiblioteka.vu.lt/primo-explore/fulldisplay?docid=ELABAPDB18150671&context=L&vid=VU&lang=lt_LT&search_scope=VU_IG_AL_L&adaptor=Local%20Search%20Engine&tab=default_tab&query=any,contains,Daiva%20Tamulevi%C4%8Dien%C4%97,%202016&offset=0
54. Tamulevičienė, D.; Androniceanu, A. 2020. *Selection of the indicators to measure an enterprise's value and its changes in the controlling system for medium-sized enterprises*. Prieiga internetu: <https://jssidoi.org/jesi/article/467>
55. TAMOŠIŪNIENĖ R., PAŠKEVIČIENĖ J., 2016. *FINANSINIŲ RODIKLIŲ RYŠYS SU LISTINGUOJAMOS ĮMONĖS AKCIJŲ KAINA NUSTATANT VERTĘ* Prieiga internetu: <https://etalpykla.lituanistikadb.lt/fedora/objects/LT-LDB-0001:J.04~2016~1514987393420/datastreams/DS.002.0.01.ARTIC/content>
56. Tomaševič, V. 2010. *Investicinių projektų efektyvumo vertinimas grynosios dabartinės vertės metodu*. Prieiga internetu: https://virtualbiblioteka.vu.lt/primo-explore/fulldisplay?docid=ELABAPDB4335847&context=L&vid=VU&lang=lt_LT&search_scope=VU_IG_AL_L&adaptor=Local%20Search%20Engine&tab=default_tab&query=any,contains,diskontuoti%20pinigu%20srautai&offset=0
57. Vruwink D., Jeffrey J., O'Bryan D. 2007. *A Modified Price-Sales Ratio: A Useful Tool For Investors?* Prieiga internetu: [A Modified Price-Sales Ratio: A Useful Tool For Investors? | Semantic Scholar](#)

58. Zarefar A., 2009. *The Influence of Good Corporate Governance on Company Value in Jakarta Islamic Index Companies*. Prieiga internetu: <https://jurnal.pcr.ac.id/index.php/jakb/article/view/1627>
59. Žaptorius, J., Garbanovas G., 2007. *FINANSVIMO POLITIKOS ĮTAKA NUSTATANT IMONĖS VERTEĮ*. Prieiga internetu: <https://talpykla.elaba.lt/elaba-fedora/objects/elaba:6114828/datastreams/MAIN/content>
60. William, D., Kang S., Huh C., Jae M., 2020. *What factors influence Generation Y's employee retention in the hospitality industry?: An internal marketing approach*. Prieiga internetu: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.538.7756&rep=rep1&type=pdf>