

**VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS VERSLO IR ADMINISTRAVIMO
FAKULTETAS
FINANSŲ KATEDRA**

Alina ŠINKAUSKAITĖ

Finansų ir Bankininkystės magistro programa

MAGISTRO DARBAS

**ĮMONIŲ ĮSIGIJIMAI IR SUSIJUNGIMAI – VERTĖS
NUSTATYMO PROBLEMOS**

**MERGERS AND ACQUISITIONS – VALUE ESTIMATION
ISSUES**

Leidžiama ginti _____
(parašas)
Katedros vedėja doc. dr. D. Teresienė

Magistrantas _____
(parašas)
Darbo vadovas _____
(parašas)
doc. dr. A. Paškevičius
Darbo įteikimo data: _____
Registracijos Nr. _____

Vilnius, 2020

TURINYS

SANTRUMPŲ SAŽAŠAS	2
ĮVADAS.....	3
1. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMAI IR ĮSIGIJIMAI, VERTĖS NUSTATYMAS.	
TEORINIAI ASPEKTAI	6
1.1. Įmonių susijungimai ir įsigijimai: samprata, bangos ir tipai.....	6
1.2. Įmonių vertės nustatymo metodai ir principai.....	12
1.2.1. Turto verte pagrįstų metodų grupė	14
1.2.2. Pajamų metodų grupė	15
1.2.3. Rinkos daugiklių metodų grupė.....	18
2. AB TEO LT, OMNITEL AB IR TELIA LIETUVA AB VERTĖS NUSTATYMO METODOLOGIJA	21
3. TEO LT AB IR OMNITEL AB M&A SANDORIO VERTINIMAS.....	26
3.1. Telekomunikacijų sektoriaus analizė	26
3.2. Makroekonominės aplinkos analizė	33
3.3. AB Telia Lietuva Veiklos analizė	34
3.4. TEO LT AB ir Omnitel AB M&A sandorio vertinimas	39
3.4.1. TEO LT ir Omnitel AB vertės nustatymas.....	40
3.4.2. Telia Lietuva AB vertės nustatymas.....	49
3.4.3. Sinergijos vertinimas	53
IŠVADOS	55
LITERATŪROS SAŽAŠAS.....	59
SUMMARY.....	63
PRIEDAI	64

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

M&A – susijungimai ir įsigijimai (angl. mergers & acquisitions)

DCF – diskontuotų pinigų srautų modelis (angl. discounted cash flows)

FCFF – įmonės laisvieji pinigų srautai (angl. free cash flows to firm)

FCFE – nuosavybės laisvieji pinigų srautai (angl. free cash flow to equity)

RRT – Ryšių Reguliavimo tarnyba

WACC – vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai (angl. weighted average cost of capital)

CAPM – nuosavo kapitalo kaštų modelis (angl. capital asset pricing model)

EBIT – Pelnas prieš palūkanas ir mokesčius (angl. earnings before interest and tax)

IVADAS

Temos aktualumas. Remiantis Lietuvos ekonomikos apžvalga galima teigti, kad Lietuvos ekonominis augimas nelėtėja, 2019 metų pirmąjį pusmetį BVP augimas sudarė 4% (Lietuvos Bankas, 2019). Lietuvos Bankas prognozuoja, kad darbo užmokesčio augimas nebespartės, tačiau išliks didelis. Darbo užmokesčio augimas pabrėžia įmonių konkurenciją dėl jaunų talentų. Temos aktualumą atspindi verslo aplinkoje auganti konkurencija, kuri skatina bendroves bendradarbiauti. Bendradarbiavimas verslo aplinkoje padidina įmonių susijungimų ir įsigijimų (angl. mergers and acquisitions, toliau - M&A) skaičių. Per pirmą XXI amžiaus dešimtmetį buvo paskelbta apie 289254 M&A. Remiantis Clayman, Fridson, Troughton (2012) pagrindiniais įmonių susijungimų motyvai yra sinergija, potencialus bendrovės augimas, rinkos galia, unikalių pajėgumų ir resursų įsigijimas, produkto diversifikacija, įmonės vadovybės asmeninės paskatos, mokesčių lengvatos, tarpvalstybinės motyvacijos, rinkos trūkumų išnaudojimas, neigiamas vyriausybės politikos įveikimas, technologijų perdavimas ir dalinimasis, produkcijos/paslaugų diversifikavimas, naujų klientų poreikis ir siekimas. West ir Sarrazin (2011) literatūroje nurodo, kad įmonių susijungimo sinergija susikuria optimizuojant pagrindinius verslo procesus. Procesų optimizavimas apima žemesnes programines įrangos ir infrastruktūros palaikymo sąnaudas, funkcijų optimizavimą įmoneje kuriant funkcinį vadovų pozicijas, mažinant logistikos sąnaudas. Įmonių susijungimai ir susijungimai taip pat suteikia galimybę taupyti administracinius kaštus bei sumažinti finansavimo kaštus.

Darbo problema. Priimant sprendimą dėl bendrovės įsigijimo ar susijungimo su kita įmone vadovybė, įvertinusi galimas susijungimo rizikas, siekia patikimai įvertinti įsigijimo arba susijungimo įtaką tolimesnei bendrovės veiklai ir įmonės vertei. Vienas iš būdų įvertinti įsigijimo arba susijungimo pasekmes – tai atlikti įmonės vertės nustatymą. Literatūroje yra taip pat nurodoma, kad pagrindinė problema vertinant įmonių susijungimą – tai patikimai nustatyti sandorio sinergijos vertę. Sinergijos vertinimas yra sudėtingas procesas, kadangi susijungusių bendrovių vertės nustatymas pagrįste yra remiamas vertintojo prielaidomis dėl ateities pinigų srautų ir jų augimo. Egzistuoja tam tikri nesutarimai dėl to, kaip tinkamai juos įvertinti bei kokia turi būti nustatyta sinergijos vertė. Dalis vertintojų teigia, kad vertinti sinergiją yra beprasmiška, kadangi vertinimas reikalauja daug prielaidų, kurios neturi pakankamai pagrįstumo bei gali iškraipyti bendrovės vertę. Nagrinėjant įmonių susijungimų ir įsigijimų vertės nustatymo problemas yra būtina identifikuoti skirtumą tarp bendrovės “kainos” ir bendrovės “vertės”. Kaina – tai pinigų suma už kurią yra tikimasi įsigyti prekę arba paslaugą. Tačiau bendrovės kaina ne visada parodo tikrąją įmonės vertę (Aydin, 2017). Šį teiginį galime pagrįsti palyginus įmonės kainą su prekių ir paslaugų kainomis. Prekių ir paslaugų kainos kinta priklausomai nuo

paklausos ir pasiūlos rinkoje, ekonominių ir politinių sąlygų. Dėl šių priežasčių prekių ir paslaugų kaina gali viršyti tikrąją vertę arba nepasiekti tinkamos vertės.

Darbo tikslas. Išanalizavus literatūroje pateiktus vertės nustatymo metodus bei atlikus metodų tinkamumo analizę atlikti pasirinkto M&A sandorio bei jo sukurtos sinergijos vertinimą.

Darbo uždaviniai. Tikslui pasiekti iškeliami septyni pagrindiniai darbo uždaviniai:

1. Aptarti įmonių M&A sandorių sampratą, M&A bangas, sandorių tipus ir svarbą įmonių valdymo strategijose;
2. Išnagrinėti įmonių vertės nustatymo metodus ir principus bei identifikuoti metodus, kurie yra tinkami įmonių M&A ir sandorio sinergijos vertinimui;
3. Atlikti pasirinkto sektoriaus ir rinkos analizę bei pritaikant makroekonominį PEST modelį identifikuoti sektoriaus rizikas;
4. Atlikti AB Telia Lietuva veiklos ir finansinę analizę
5. Atlikti bendrovių TEO LT AB, Omnitel AB ir Telia Lietuva AB vertės nustatymą;
6. Nustatyti TEO LT AB ir Omnitel AB M&A sandorio sukurtos kaštų ir pajamų sinergijos vertę;
7. Pateikti išvadas dėl įmonių M&A vertės nustatymo problemų.

Darbo metodai. Mokslinės literatūros analizė ir susisteminimas; statistinių, matematinių bei ekonominių duomenų analizė; pasirinktų įmonės vertės nustatymo metodų analizė ir pritaikymas.

Darbo struktūra. Darbas susideda iš įvado, trijų skyrių bei darbo išvadų ir pasiūlymų.

Pirmajame darbo skyriuje pristatomi M&A sandoriai bei M&A sandorių bangos, analizuojami sandorių motyvai ir nesėkmių priežastys. Taip pat pirmoje dalyje remiantis moksline literatūra pristatomos trys pagrindinės įmonių vertės nustatymo metodų grupės: turto verte pagrįstų metodų grupė, pajamų vertės nustatymo metodų grupė bei rinkos daugiklių metodų grupė.

Antrajame darbo skyriuje pateikiamas detalus toliau darbe atliekamo tyrimo planas bei detalai nagrinėjamas tyrimo metu naudojamas diskontuotų pinigų srautų vertės nustatymo metodas.

Trečiasis darbo skyrius išskaidytas į keturias dalis. Pirmoje šio skyriaus dalyje atliekama pasaulio, Europos ir Lietuvos telekomunikacijų sektoriaus apžvalga bei pateikiama atlikta sektoriaus prognozių analizė. Antroje dalyje atliekama makroekonominės aplinkos analizė bei vertinamas išorinių faktorių poveikis vertinamai bendrovei ir jos pelningumui. Trečioje dalyje atliekama vertinamos bendrovės veiklos ir finansinė analizė. Siekiant nustatyti M&A sandorio sinergijos vertę ketvirtoje dalyje atliekamas atskirų bendrovių TEO LT AB ir

Omnitel AB bei naujai įkurtos bendrovės Telia Lietuva AB vertės nustatymas pritaikant diskontuotų pinigų srautų metodą. Remiantis atliktais skaičiavimais atliekamas sandorio sinergijos vertinimas.

Skyriuje „Išvados“ pateikiami iškeltų darbo uždavinių sprendimai ir darbo išvados.

Darbo pabaigoje pateikiamas literatūros sąrašas ir priedai.

1. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMAI IR ĮSIGIJIMAI, VERTĖS NUSTATYMAS. TEORINIAI ASPEKTAI

Siekiant pagrįsti įmonių M&A svarbą įmonių valdymo strategijose šiame skyriuje pateikiama įmonių susijungimų ir įsigijimų samprata, sandorių tipai bei analizuojami sandorių motyvai ir nesėkmių priežastys. Siekiant identifikuoti vertės nustatymo modelius, kurie yra tinkami M&A sandorių ir sukurtos sinergijos vertinimui šiame skyriuje pateikiama atlikta įmonių vertės nustatymo metodų apžvalga.

1.1. Įmonių susijungimai ir įsigijimai: samprata, bangos ir tipai

Šiuolaikinėje ekonomikoje nuolat stiprėja rinkų tarpusavio priklausomybė bei auga konkurencija. Didėjanti konkurencija, kuri kelia pavojų įmonės tvarumui, stabilumui ir pajamoms, skatina įmones didinti konkurencinį pranašumą (Retnainingtyas Widuri, Jennifer Evelin Sutanto, 2018). Rinkose išitvirtinusi konkurencija dėl technologinių pasiekimų, jaunų talentų, žinių, santykių su klientais ir tiekėjais skatina bendroves bendradarbiauti bei konsoliduotis. Įmonių M&A – tai viena iš priemonių verslo plėtrai ir konkurencinio pranašumo užtikrinimui.

Remiantis Foss (2003), kiekviena rinkoje veiklą vykdanči įmonė elgiasi kaip pelną maksimizuojantis naudos gavėjas. Remiantis šiuo teiginiu galima teigti, kad pagrindinis pelno siekiančių organizacijų tikslas – tai pelno maksimizavimas, kaštų optimizavimas ir atitinkamai minimizavimas bei bendrovės vertės kūrimas. Jeigu ilguoju laikotarpiu įmonė nesivadovauja vertės maksimizavimo principu tikėtina, kad įmonė ilguoju laikotarpiu neturės pakankamai finansinių išteklių investicijoms į verslo plėtrą ir augimą. Sherman ir Hart (2006) literatūroje pateikia tris pagrindines įmonės augimo strategijas:

- *Organinio augimo strategija.* Vystant organinio augimo strategiją bendrovė naudoja vidinius įmonės resursus. Organiškai auginant įmonės vertę turimų finansinių ir kitų resursų pagalba yra kuriamos naujos darbo vietos, nauja produkcija, vystoma įmonės geografinė plėtra.
- *Neorganinio augimo strategija.* Augimo strategija yra įgyvendinama naudojant nuosavas lėšas ir/arba skolintą kapitalą naujos infrastruktūros ir/arba gamybos linijų įsigijimui, naujų klientų pritraukimui.
- *Išorinio augimo strategija.* Augimo strategija įgyvendinama naudojant veikloje kitas priemones: jungtinės veiklos, frančizės, distribucijos sutartis.

Siekdama strateginio augimo įmonė turi galimybę pilnai išnaudodama turimus resursus vystyti organinį bendrovės augimą. Tačiau toks augimas yra lėtas bei nenuspėjamas (Bernard, Clinton, Thwala, 2016). Kaip jau buvo minėta, šiuolaikinėje ekonomikoje nuolat stiprėja rinkų tarpusavio priklausomybė bei auga konkurencija. Didėjanti konkurencija, kuri kelia pavojų įmonės tvarumui bei stabilumui, skatina įmones siekti konkurencinio pranašumo (Retnainingtyas Widuri, Jennifer Evelin Sutanto, 2018). Konkurencinėje aplinkoje vykdant organinio augimo strategija formuojasi rizika, kad kiti rinkos dalyviai greičiau išnaudos rinkos potencialą bei perims neapibrėžtą dalį esamų arba potencialių klientų. Tad rinkose įsitvirtinusi konkurencija dėl technologinių pasiekimų, jaunų talentų, žinių, santykių su klientais ir tiekėjais skatina bendroves bendradarbiauti bei konsoliduotis. Remiantis Sherman ir Hart M&A strategija yra priskiriama neorganiniam įmonės augimui. Įmonių M&A – tai viena iš priemonių verslo plėtrai ir konkurencinio pranašumo užtikrinimui, įrankis sparčiai vystyti įmonės augimą (Andrade, Mitchell, & Stafford, 2001). Remiantis Ebner (2012), susijungimai ir įsigijimai yra skirtingos sąvokos ir procesai. Įmonių susijungimas – tai sandoris, kurio metu viena bendrovė nustoja veikti kaip atskiras juridinis asmuo ir yra sujungiamas su kita bendrove. Tokiu būdu yra įkuriamas naujas juridinis asmuo. Įmonių įsigijimo sąvoką galima apibrėžti kaip kitos įmonės kontrolinio akcijų paketo įsigijimas bei valdymo perdavimas kitai įmonei. M&A sandoris gali būti vykdomas parduodant/perkant kontrolinį akcijų paketą, parduodant/perkant reikšmingą kitos bendrovės turto dalį, kuriant bendras įmones, reorganizuojant bendrovę.

Moksliniai tyrimai parodė, kad įmonių susijungimai ir įsigijimai yra cikliško pobūdžio. Cikliškumą šiuose sandoriuose 1992 metais pirmieji pastebėjo Golbe ir White. Gaughan (2007) išskiria pagrindines 6 M&A bangas:

- *Pirmoji banga 1897 – 1904* (horizontalieji susijungimai). Remiantis aukščiau paminėtais autoriais, pirmoji susijungimų banga kilo po 1883 m. depresijos. Susijungimų piku laikomas laikotarpis nuo 1898 metų iki 1902 metų. Susijungimai labiausiai pasireiškė kasybos ir apdirbamosios pramonės, transportavimo šakose. Įmonės pasinaudodamos teisinių aktų liberalizavimų M&A sandorių dėka siekė padidinti efektyvumą bei išnaudoti naujas technologijas. Horizontalieji susijungimai skatina monopolinės rinkos formavimąsi, todėl pirmoji susijungimo banga yra taip pat žinoma dėl savo vaidmens kuriant stambias monopolijas. Susijungimų bumą sustabdė netinkamas susijungimų ir įsigijimų finansavimas ir akcijų rinkos griūtis.
- *Antroji banga 1916 - 1929* (vertikalieji susijungimai). Šios bangos formavimasis siejamas su po Pirmo Pasaulinio karo įvykiu ekonomikos augimu. Antroji M&A sandorių banga nulėmė oligopolinės rinkos formavimąsi. Nagrinėjamos bangos griūtis yra siejama su nauju teisės aktu, Kleiton (angl. Clayton) išleidimu ir Didžiosios

Depresijos pradžia. Susijungimų ir įsigijimų rinka tapo griežtai prižiūrima ir kontroliuojama vyriausybės.

- *Trečioji banga 1960* (konglomeratų susijungimai). Trečiosios bangos atsiradimą galima sieti su užsitęsusių ekonomikos bei akcijų rinkos augimu. Šis augimas nulėmė aukščiausias istorijoje akcijos kainos ir pelno tenkančio vienai akcijai rodiklio (angl. P/E ratio) reikšmes. Bendrovės su aukštu P/E rodikliu siekdamos padidinti pelno tenkančio vienai akcijai rodiklį dažnu atveju įsigydavo bendrovę (arba dalį akcijų) su mažu P/E rodikliu. Tokiu būdu įvykdavo „priešiški“ susijungimai tarp bendrovių, kurios vykdė veiklą skirtingose sektoriuose.
- *Ketvirtoji banga 1981 – 1989* (priešiškų perėmimo banga). Formavimasi nulėmė JAV po aukšto nedarbo periodo įvykęs ekonominis augimas, Reigano vyriausybės valdymo metu sumažėjęs valstybės kišimasis ir padidėjęs institucinių investuotojų aktyvumas. Ketvirtosios bangos metu sandoriai buvo finansuojami paskolomis arba grynaisiais pinigais. Šios susijungimų bangos pabaiga yra siejama su sumažėjusiu bankų skolinimu, kadangi palankios finansavimosi galimybės – pagrindas finansuoti sandorius skolintais pinigais. Šis veiksnys dar labiau paskatino akcijų rinkos griūtį.
- *Penktoji banga 1992 -2007* (strateginiai susijungimai). Penktąją bangą galima apibūdinti kaip pirmąją tarptautinę M&A sandorių bangą. Penktosios susijungimų bangos priežastys tai sustiprėjusi JAV ekonominė padėtis, prekybos barjerų sumažėjimas bei sparti technologinių inovacijų plėtra. Penktoji banga buvo lydima žemomis palūkanų normomis ir pigiais kreditais. Didžiausias aktyvumas buvo stebimas besivystančiose šalyse.
- *Šeštoji banga nuo 2009* (globalizacija). Šeštąją bangą suformavo aktyvus akcininkų dalyvavimas, privatus kapitalas bei finansų rinkoje išpopuliarėję finansiniai instrumentai. Prie sandorių skaičiaus augimo taip pat prisidėjo išpopuliarėję privataus kapitalo fondai. Didžiausias susijungimų skaičius yra stebimas BRICS (Brazilijoje, Rusijoje, Indijoje, Kinijoje ir Pietų Afrikoje).

Remiantis atlikta M&A sandorių bangų apžvalga galima teigti, kad M&A sandorius sąlygoja 4 pagrindinės priežastys: ekonominės sąlygos regione, kreditavimo galimybės, pramonės šokai bei globalizacija. Praėjusio šimtmečio M&A sandorių bangų apžvalga padeda suprasti nuolat populiarėjančios valdymo strategijos raidą. Pirmos trys bangos įvyko ekonominio augimo ir klestinčios akcijų rinkos laikotarpiais. Šių M&A bangų pabaiga yra siejama su ekonomikos nuosmikiu ir akcijų rinkos griūtimi. Andriuškevičius (2018) nurodo, kad M&A sandorių kiekis, dydis bei generuojama vertė koreliuoja su ekonominiu augimu. Didžiausios vertės sandoriai yra formuojami ekonominio ciklo piko

metu. Ketvirtąją ir penktąją bangą formavo sugriežinti antimonopoliniai įstatymai ir technologinės naujovės. Remiantis aukščiau išvardintais faktais galima teigti, kad dažnu atveju M&A bangas skatina ir lydi ekonomikos augimas arba atsigavimas po nuosmukio, technologinės naujovės, finansinių instrumentų paklausos augimas. M&A strategijos pasirinkimas priklauso nuo to, kokie išoriniai veiksniai formuoja įmonės rizikas arba galimybes. Buckley (2002) išskiria 4 pagrindinius M&A tipus: vertikalų susijungimą, horizontalų susijungimą, koncentriniai ir konglomeratiniai tipai. *Vertikalus susijungimas* įvyksta tarp bendrovių, kurios priklauso tai pačiai tiekimo grandinei. Svarbu paminėti, kad vertikalų susijungimo dalyviai dirba skirtinguose produkto vystymo etapuose. Įgyvendinus vertikalų susijungimą bendrovės turi galimybę gerinti savo veiklos kompetencijas, diversifikuoti veiklą. Andriuškevičius taip pat nurodo, kad vertikali integracija yra populiari rinkose, kuriose tarpinės produkcijos rinka yra netobula. Vertikalų susijungimo metu taip pat pasireiškia masto ekonomija (Clayman, Fridson, Troughton, 2012) bei kaštų taupymas, atsisakant nereikalingų resursų. *Horizontalus susijungimas* – tai įmonių konkurenčių, veikiančių toje pačioje verslo šakoje, susijungimas. Horizontalus susijungimas kyla iš bendrovių poreikio sustiprinti poziciją rinkoje bei siekio padidinti veiklos efektyvumą. Įvykus horizontaliam susijungimui įmonės turi galimybę optimizuoti kaštus, efektyviau kontroliuoti bei valdyti gamybos procesus (Clayman, Fridson, Troughton, 2012). *Koncentriniai M&A* vyksta tarp įmonių, kurių gamybos procesai ir naudojamos technologijos ir panašios, tačiau parduodama produkcija yra skirtinga. Šio susijungimo tipo metu bendrovės, pasinaudodamos bendrais ištekliais arba technologijomis, siekia kaštų sinergijos. *Konglomeratiniai M&A* – tai veiklą skirtingose verslo šakose vykdančių įmonių susijungimas. Pagrindinis šių sandorių įgyvendinimo tikslas – tai pasitelkiant pajamų šaltinių diversifikavimu pagerinti ir subalansuoti įmonės stabilumą.

Remiantis atlikta M&A tipų apžvalga galima teigti, kad pagrindinis įmonių visų M&A tipų motyvas – tai sinergijos ir pridėtinės vertės siekimas. Nagrinėjant sandorių motyvus ir rezultatus svarbu paminėti kad M&A sandorius bei jų motyvus nagrinėja trys teorijos: neoklasikinė, elgsenos bei agentų teorijos. Toliau aprašomos dvi plačiausiai nagrinėjamos, neoklasikinė bei elgsenos teorijos.

Neoklasikinė teorija teigia, kad įmonės siekia gerinti rezultatus bei didinti veiklos efektyvumą tuomet, kai yra stebimas technologinių, ekonominių arba reguliavimo šokų formavimasis. Remiantis neoklasikine teorija, įmonės ir kitas bendroves susijungti skatina ekonominė nauda ir sinergija. Susijungimo sinergija didina bendrą įmonės vertę, tad sinergiją

galima įvardinti kaip pagrindiniu įmonių susijungimų motyvu. Damodaran (2005) išskiria du sinergijos tipus: veiklos sinergiją ir finansinę sinergiją.

Veiklos sinergija suteikia bendrovėms galimybę generuoti didesnę pelną iš turimų resursų ir disponuojamo turto. Aukščiau paminėtas autorius pateikia keturis veiklos sinergijos tipus: masto ekonomijos, didesnės kainų nustatymo galios, skirtingų funkcinių stiprybių kombinacijos sinergija ir didesnio augimo rinkoje sinergija. Įgyvendinus M&A sandorį galima tikėtis masto ekonomijos, kadangi bendrovė tampa pajėgi optimizuoti gamybos kaštus. Ši sinergija pasireiškia įvykus horizontaliajam susijungimui, tai yra susijungus tos pačios verslo šakos įmonėms. Kitas sinergijos tipas, kainų galios sinergija, atsiranda dėl sumažėjusios konkurencijos rinkoje. Po susijungimo dvi bendrovės veikia kaip vienas subjektas, ko pasėkoje užima didesnę rinkos dalį bei prekių/paslaugų maržos auga. Taip pat susijungus dviem stambioms bendrovėms išauga oligopolijos rinkoje tikimybė. Tokiu atveju atsiranda galimybė kontroliuoti rinkos kainas. Įvairių funkcinių stiprybių kombinacijos sinergija atsiranda susijungus skirtingo pobūdžio bendrovėms. Kaip pavyzdys, prekių arba paslaugų tiekėjui susijungus su rinkodaros bendrove atsiranda galimybė efektyviai išnaudoti du skirtingus resursus bei padidinti veiklos plėtros tempą. Spartesnio augimo sinergija atsiranda įgyvendinus M&A sandorį su gerai vartotojui žinoma bendrove.

Finansinė sinergija yra taip pat įrankis generuoti didesnius pinigų srautus ir/arba mažinti kapitalo kaštus. Vienas iš finansinės sinergijos pavyzdžių – tai įmonės su pertekliniais pinigų srautais bei silpna gamybos linija susijungimas su įmone, turinčia stiprią gamybos liniją. Šis bendrovių susijungimas padeda bendrovėms padidinti pajėgumą išnaudojant turimą likvidacinį turtą ir gamybos liniją. Tokiu būdu susijungusios bendrovės turi daugiau galimybių patenkinti rinkos paklausą ir galimybę generuoti didesnę pelną. Damodaran (2005) literatūroje nurodoma, kad ši sinergija dažnu atveju pasireiškia tuomet, kai stambesnė įmonė ar finansinė institucija susijungia su mažesne bendrove arba kuomet akcinė bendrovė, prekiaujanti savo akcijomis biržoje, įsigyja privačią įmonę, uždara akcinę bendrovę. Autorius taip pat nurodo, kad susijungus dviem įmonėms didėja skolos pajėgumas bei įmonės gali pasiskolinti didesnę pinigų kiekį ir patirti mažesnius skolos kaštus. Susijungus dviem bendrovėms taip pat gali pasireikšti mokesčių lengvatos sinergija. M&A metu yra perimamas sukauptas bendrovės praėjusių laikotarpių nuostolis, kuris mažina bendrą mokesstinę bazę. Taip pat yra perimamos ataskaitinio laikotarpio sąnaudos, kurios taip pat mažina įmonės pelną prieš mokesčius.

Remiantis elgsenos teorija (Roll, 1986), dažnu atveju įmonės per daug optimistiškai nustato susijungimo sinergijos vertę. Pagal šią teoriją, įmonės vadovybė bei įmonės savininkai gali turėti skirtingus tikslus bei priimti neracionalius sprendimus. Šios problemos priežastis – valdymo ir nuosavybės atskyrimas. Dažnu atveju įmonės vadovaujantis personalas yra labiau

linkę elgtis remiantis savo asmeniniais tikslais bei siekiant patenkinti asmeninius poreikius, o ne stengtis padidinti įmonės akcininkų turtą. Remiantis Mueller (1989), atlyginimas, darbuotojų premijos, pareigų paaukštinimai yra tiesiogiai susiję su įmonės dydžiu. Kadangi vadovybės sprendimus gali paveikti asmeninės naudos troškimas, vadovybę gali patenkinti mažesnė potenciali įsigijimo grąža nei yra reikalaujama akcininkų grąža. Dėl bonusų sistemos įmonės vadovybė gali priimti tam tikrus valdymo sprendimus atsižvelgiant į asmeninių tikslų pasiekimus, o ne įmonės vertės didinimą. Remiantis šia teorija, įmonių įsigijimai ir susijungimai labiau didina uždarytųjų akcinių bendrovių vertę, kadangi šiose bendrovėse įmonės savininkai yra įmonės vadovai bei atsakingi už sprendimų priėmimą.

Nepaisant to, kad M&A – tai populiari įmonių taikoma valdymo strategija, M&A sėkmė yra ribota. Evans ir Bishop (2001) nurodo dažniausias M&A sandorių nesėkmių priežastis:

- Per didelė sumokėta kaina. Aukščiau paminėti autoriai pabrėžia, kad net tikslinga investicija gali būti nesėkminga, jeigu pirkimo kaina neatspindi tikėtiną ateities grąžą bei sinergijos vertę.
- Vykdomosios valdžios spaudimas. Dažnu atveju vadovai, neįvertinę sandorio padarinių vertei, priima sprendimą vykdyti integraciją per greitai.
- Pervertinta sinergija. Tikėtinas pajamų augimas ir sąnaudų lygio mažėjimas yra pervertinamas; veiklos efektyvumas įvertinamas per daug optimistiškai.
- Neefektyvus veiklos integravimas. Siekiant pasipelnėti iš susijungimo sinergijos yra svarbu efektyviai integruoti veiklos operacijas.
- Neįvertinta klientų reakcija. Naujai sujungta įmonė gali priversti tam tikrus įmonės klientus ieškoti naujų tiekimo šaltinių siekiant išvengti priklausomybės nuo vieno tiekimo šaltinio.
- Neįvertintos pirmais metais pasireiškusios neigiamos sinergijos. Susijungimai ir įsigijimai dažnai sukelia tam tikrus veiklos sutrikimus bei pokyčius, įskaitant bendrovės pavadinimo pasikeitimą, naujus norminius reikalavimus, įtemptus bendrovių akcininkų santykius, neigiamą klientų požiūrį, bendrovės struktūros pasikeitimo sąnaudas ir t.t. Visi šie veiksniai ir papildomi kaštai, kuriuos generuoja sandoris, turi būti tinkamai įvertinti.
- Nesėkmingas objekto tikrosios vertės nustatymas. Pirkėjai yra linkę koncentruotis į investicijos ir sinergijos vertę. Tokiu būdu atskira objekto tikroji vertė yra ignoruojama.
- Nenuosekli strategija. Nenuoseklios strategijos pasekmė – tai netikslingas strateginės naudos vertinimas.

- Nesuderinta naujos įmonės struktūra. Neefektyvi komunikacija, skirtingi tikslai ir lūkesčiai, prieštaringas valdymas prisideda prie M&A sandorio įvykdymo neefektyvumo.

Apibendrinant šį poskyrį, galima teigti, kad pagrindiniai M&A sandorių motyvai – tai aukštesnių rezultatų, didesnio pelno, spartesnės plėtros, konkurencinio pranašumo siekimas. Susijungimo metu bendrovės tikisi sinergijos, papildomos vertės, kuri nebuvo prieinama iki susijungimo. Dalis vertintojų teigia, kad sinergijos vertės nustatymas yra svarbus žingsnis dviejų įmonių susijungimo metu, kuris parodo didžiausią sinergijos kainą. Oponentai teigia, kad sinergijos vertinimas yra pagrįstas prielaidomis bei nustatyti tikslios vertės yra neįmanoma, tad pirkėjai neturi per daug optimistiškai vertinti sinergiją bei mokėti didelę pinigų sumą. Įvertinus nesėkmingai įgyvendintų M&A sandorių priežastis galima teigti, kad sandorio įgyvendinimo metu bendrovė turi tinkamai įvertinti įsigyjamos bendrovės kainą, įvertinti sandorio sinergijos vertę įtraukiant papildomų susijungimo kaštų įtaką, suformuoti nuoseklią integracijos strategiją ir įmonės struktūrą. Remiantis Dringoli (2011) M&A suteikia galimybę efektyviai išnaudoti ir vystyti turimus bei naujus resursus, kurti naujus įmonės augimo modelius, įveikti rinkos barjerus bei kurti įmonės vertę. Tačiau, siekiant sėkmingai įgyventi M&A strategiją bei maksimizuoti M&A kuriamą vertę, sandorio šalims yra svarbu identifikuoti resursus, kurie kuria įmonės vertę bei tinkamai juos suvaldyti (Evans, Bishop, 2001). Dringoli taip pat nurodo, kad vertės grandinės modelis (angl. value chain model) padeda identifikuoti įmonės strateginį turtą ir strateginius resursus, kurie turi būti tinkamai išnaudojami įgyvendinant M&A strategiją. Taikant šį modelį yra lyginamos sandorio dalyvių vertės grandinės bei nustatomi panašūs ir papildantys vieną kitą resursai. Panašūs resursai literatūroje apibrėžiami kaip resursai kuriuos įmonė naudojo veikloje prieš sandorio įgyvendinimą.

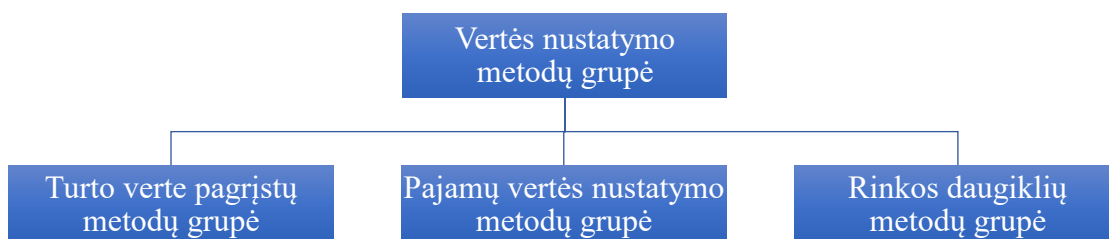
1.2. Įmonių vertės nustatymo metodai ir principai

Įmonės vertės nustatymas yra vienas iš būdų įvertinti vadovybės bei visos įmonės rezultatus, identifikuoti tolimesnės plėtros ir augimo galimybes. Damodaran (2011) nurodo, kad bendrovės pardavėjai ir įmonės pirkėjai skirtingai suvokia įmonės vertės sąvoką bei sutapatina vertės bei kainos reikšmes. Remiantis Palepu, Healy, Bernard ir Peek (2007), įmonės vertinimas - tai ateities prognozių konvertavimo procesas, kuris nustato įmonės ir/arba bendrovės sudedamosios dalies vertę. Šie autoriai išskiria penkis vertinimo proceso žingsnius: verslo ir sektoriaus analizę, prognozių sudarymą, tinkamo vertės nustatymo metodo pasirinkimą, prognozių konvertavimo į įmonės vertę procesą ir išvadų pateikimą vertinimo užsakovui. Hitchner (2006) nurodo, kad įmonės vertės nustatymo metodo pasirinkimas yra

tiesiogiai susijęs su užsakovui (pirkėjui, pardavėjui, investuotojui arba įmonės savininkui) aktualia informacija. Autorius pateikia aštuonis vertės nustatymo tikslus:

1. *Įmonės įsigijimas, pardavimas.* Nustatyta vertė padės įmonės pardavėjui nustatyti žemiausią įmonės pardavimo kainą. Taip pat įmonės pirkėjas, nustatęs įmonės vertę, turės galimybę apsibrėžti aukščiausią pirkimo kainą.
2. *Akcijų biržose akcijomis prekiaujančių įmonių vertinimas.* Vertinimo procesas padeda investuotojams įvertinti akcijų kainas bei priimti sprendimą dėl investavimo.
3. *Viešoji bendrovės akcijų prekyba.* Įmonės vertė gali pagrįsti akcijų kainas bei didinant investuotojų pasitikėjimą kaina skatinti investavimą.
4. *Sudarant testamentą.*
5. *Formuojant kompensacijų schemas.*
6. *Potencialių įmonės galimybių identifikavimas.*
7. *Strateginių valdymo sprendimų priėmimas.*
8. *Strateginis planavimas.* Nustatyta vertė padeda įvertinti naujos strategijos įtaką bendrovei.

Tarptautiniuose Nacionaliniuose Verslo Vertinimo Standartuose išskiriamos trys dažniausiai vertinimo praktikoje naudojamos vertės nustatymo metodų grupės:



1 pav. **Įmonės vertės nustatymo metodų grupės**

(parengta darbo autorės remiantis Tarptautiniais Verslo Vertinimo Standartais, 2017)

Įmonės vertinimas yra grindžiamas vidine ir išorine informacija. Įmonės vidinė informacija - tai vertinimo metu naudojama bendrovės finansinės padėties ataskaita, pelno (nuostolio) ataskaita bei įmonės finansų skyriaus prognozės. Išorinė informacija – tai viešai prieinami duomenys: konkurentų finansinės ataskaitos, kitų rinkos dalyvių akcijų kainos bei kita informacija, kurios reikalauja vertinimo modelis. Kiekvienas vertinimo metodas yra unikalus, kurio metu koncentruojamasi į skirtingus aspektus. Vertinant bendrovę turto vertė pagrįstais metodais yra nagrinėjama įmonės finansinės padėties ataskaita, vertinami bendrovės įsipareigojimai ir turtas. Atliekant vertės nustatymą pajamų metodų grupei priklausančiu metodu remiantis įmonės pelno (nuostolio) ataskaitomis ir išorine informacija yra formuojamos įmonės pinigų srautų prognozės. Vertintojui pasirinkus rinkos daugiklių metodų grupę, bendrovė yra lyginama su kitomis, tos pačios verslo šakos įmonėmis. Teoriškai, visi metodai

turėtų atspindėti vienodą įmonės vertę, tačiau praktikoje taip būna retai. Kadangi vertinimo metu yra naudojama skirtinga informacija ir formuojamos skirtingos prielaidos, skirtingi vertės nustatymo modeliai parodo skirtingą bendrovės vertę. Toliau darbe detaliau analizuojamos pagrindinės vertės nustatymo metodų grupės bei jų tinkamumas pasirinktam darbo tyrimui.

1.2.1. Turto verte pagrįstų metodų grupė

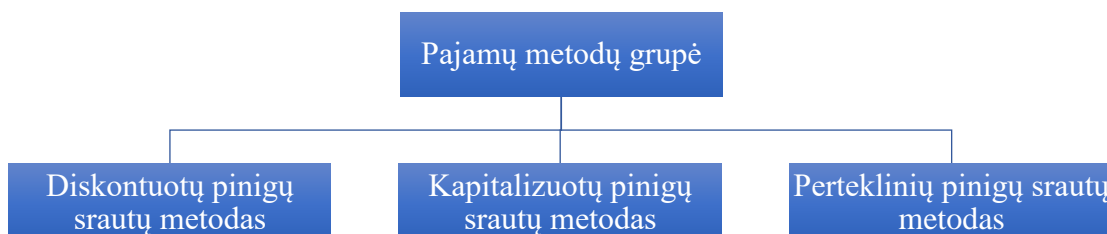
Atliekant vertės nustatymą turto verte pagrįstais metodais, bendrovės vertė yra grindžiama materialaus ir nematerialaus turto verte bei bendrovės įsipareigojimais (Hitchner, 2006). Ratner, Stein ir Weitnauer (2009), literatūroje nurodo, kad naudojant turto verte pagrįstus metodus pagrindinis įmonės vertės šaltinis – tai bendrovės disponuojamas turtas. Dėl šios priežasties ši vertinimo modelį galima pritaikyti tik toms bendrovėms, kurios turi aukštą turto lygį. Pasak Natalwala (2011), turto vertės metodai gali būti pritaikomi bendrovėms, kurių pajamos tiesiogiai yra siejamos su disponuojamu turtu, tad turto verte pagrįsti bendrovės vertinimo metodai yra labiausiai tinkami finansinių institucijų bei investicinių bendrovių vertinimui. Dažniausiai vertinimo praktikoje naudojami 4 turto verte pagrįsti metodai: buhalterinės vertės ir grynujų aktyvų metodas, pakoreguotos balansinės vertės metodas, likvidacinės vertės metodas ir vertės pakeitimo metodas. Buhalterinės vertės ir grynujų aktyvų metodas - tai paprasčiausias metodas nustatyti įmonės vertę, kadangi vertinimo metu yra naudojami finansinėse ataskaitose pateikti duomenys bei modelis nereikalauja papildomų vertintojo koregavimų ir prielaidų. Pagal šį metodą įmonės vertė yra lygi finansinėse ataskaitose pateiktai įmonės nuosavo kapitalo vertei. Pakoreguotos balansinės vertės metodas yra tinkamas, kuomet turto balansinė vertė neatitinka turto rinkos vertės (Fernandez, 2007). Vertinimo metu finansinės padėties ataskaitoje pateiktas turtas bei įmonės įsipareigojimai yra pervirtinami rinkos verte (Natalwala, 2011). Likvidacinės vertės metodas parodo įmonės vertę pardavus visą disponuojamą turtą bei atsiskaičius su visais kreditoriais. Likvidacinė įmonės vertė gali būti apskaičiuojama atimant įmonės likvidacines sąnaudas iš koreguotos grynosios vertės (Fernandez, 2007). Transregio (2006) nurodo, kad dažnu atveju šis metodas yra naudojamas tik tuomet, kai įmonės pirkėjas planuoja perparduoti įmonę bei nustato žemiausią įmonės pardavimo kainą. Nustatant įmonės vertę vertės pakeitimo metodu yra įvertinami įmonės įsigijimo kaštai (Transregio, 2006). Atliekant vertinimą vertės pakeitimo metodu yra remiamasi prielaida, kad įmonės veikla yra nenutraukiama bei atliekamas veikloje nenaudojamo turto eliminavimas.

Turto verte pagrįsti vertės nustatymo metodai turi savo privalumu ir trūkumu. Metodai yra lengvai pritaikomi, nereikalauja papildomų vertintojų prielaidų. Vertinimo metu yra

naudojama viešai prieinama informacija (įmonės finansinės ataskaitos). Tačiau visi šie metodai neatspindi įmonės potencialo. Šie metodai nevertina ateities pinigų srautų bei jų įtakos įmonės vertei, tad turto vertę pagrįsti metodai yra netinkami M&A sandorio ir sandorio sinergijos vertinimui.

1.2.2. Pajamų metodų grupė

Remiantis Hitchner (2006), pajamų metodas – tai matematinė trupmena, sudaryta iš skaitiklio ir vardiklio, kurioje skaitiklis atspindi investicijų grąžą, daugiklis atspindi susijusios rizikos kiekybinį įvertinimą bei investicijų grąžos neapibrėžtumą. Pajamų metodų grupei priklausantys vertės nustatymo metodai yra plačiausiai naudojami praktikoje bei turi daugiausiai pagrįstumo, kadangi įmonės vertė yra nustatoma remiantis prognozuojamų įmonės pinigų srautų dabartine verte (Ratner, Stein, Weitnauer 2009). Prognozes atliekamos remiantis įmonės pelno (nuostolio) ataskaitomis bei vidine įmonės informacija. Taip pat vertinimo metu yra svarbu atlikti detalią rinkos analizę, išnagrinėti kitų rinkos dalyvių finansinius rodiklius bei konkurentų padėtį rinkoje. Atlikta rinkos analizė padeda įvertinti nagrinėjamos įmonės potencialą ir galimas rizikas. Žemiau pateikiami pajamų metodų grupei priklausantys vertės nustatymo metodai (Hitchner, 2006)



2 pav. Įmonės vertės nustatymo metodų grupės

(parengta darbo autorės remiantis Hitchner, 2006)

Diskontuotų pinigų srautų modelis – dažniausiai vertinimo praktikoje naudojamas įmonės vertės nustatymo metodas. Naudojant diskontuotų pinigų srautų metodą, yra vertinamas bendrovės potencialas bei ateities grąža, kurioje atspindėtos įmonės rizikos. Remiantis Palepu, Bernard ir Peek (2007) vertinant bendrovę diskontuotų pinigų srautų metodu yra išsamiai nagrinėjamos kelių metų pinigų srautų ataskaitos bei sudaromos įmonių pinigų srautų prognozės. Prognozuojami pinigų srautai yra diskontuojami naudojant nustatyta diskonto norma. Bendrovės diskonto norma apima vertinamos įmonės numatomus nuosavo bei skolinto kapitalo kaštus. Galinienė (2015) išskiria kelias situacijas, kuomet remiantis diskontuotų pinigų srautų metodu yra nustatoma tikslesnė įmonės vertė, negu remiantis kitais vertinimo modeliais. Remiantis autore, diskontuotų pinigų srautų metodas atspindės tikslesnę įmonės vertę tuo

atveju, jeigu: manoma, kad įmonės pinigų srautai tam tikrą trumpą laiką bus nepastovūs; turto naudingo tarnavimo laikas yra ribotas; bendrovė sparčiai auga ir ateityje turi pasiekti brandos lygį. Galinienė (2015) taip pat nurodo, kad bendrovės, generuojančios neigiamus pinigų srautus bei bendrovės, kurių verslo ciklas yra ilgas, negali būti vertinamos naudojant diskontuotų pinigų srautų metodą. Taip pat, vertintojas turi pasirinkti kitą vertės nustatymo metodą, jeigu įmonė neturi pakankamai patikimų istorinių duomenų. Žemiau pateikiami metodo privalumai ir trūkumai.

1 lentelė. Diskontuotų pinigų srautų metodo privalumai ir trūkumai

Diskontuotų pinigų srautų metodo privalumai	Diskontuotų pinigų srautų metodo trūkumai
Nustatoma tiksliausia įmonės vertė	Sudėtingas vertės nustatymo metodas
Grindžiamas įmonės fundamentalia informacija, valdybai žinomomis prielaidomis	Grindžiamas prognozėmis, kurios gali būti per daug optimistinės arba pesimistinės
Įvertinamas įmonės potencialas bei rizikos	Gauti rezultatai gali būti šališki, kadangi vertinimas yra grindžiamas vertintojo prielaidomis
Nustatoma absoliuti įmonės vertė ilgo laikotarpio perspektyvoje	

Šaltinis: sudaryta remiantis Damodaran (2005), Ratner (2009), Stein (2009) ir Weitnauer (2009)

Kapitalizuotų pinigų srautų metodas literatūroje apibrėžiamas kaip sutrumpintas diskontuotų pinigų srautų metodas. Vertės nustatymo metu yra remiamasi prielaida, kad augimas yra stabilus bei diskonto norma prognozuojamu laikotarpiu išlieka nepakitusi. Šis metodas taip pat yra vadinamas Gordonio augimo modeliu arba diskontuotų dividendų modeliu (angl. Dividend Discount Model). Pagal šį metodą, įmonės vertė yra tiesiogiai susijusi su ateities pinigų srautais bei dividendu mokumu (Massari, Gianfrante, Zanetti, 2014). Bendrovės vertė yra prilyginama diskontuotų ateities dividendų sumai. Atliekant vertės nustatymą kapitalizuotų pinigų srautų metodu yra rekomenduojama atlikti detalią dividendų mokėjimų prognozę penkiems metams. Po prognozuojamo dividendų mokėjimo laikotarpio yra prognozuojamas amžinas tolydus dividendų lygio augimas.

Remiantis Damodaran (2005) šis vertės nustatymo metodas yra tinkamas įmonėms, kurios atitinka žemiau išvardintus kriterijus:

- Įmonės augimas yra stabilus;
- Įmonė reguliariai moka dividendus, kurie yra apytiksliai lygus laisviems nuosavo kapitalo pinigų srautams;

- Įmonės turi stabilų svertą;

Damodaran (2005) taip pat pateikia bendrovių, kurias galima vertinti diskontuotų dividendų modeliu, pavyzdžius:

- Valstybės reguliuojamos bendrovės (pavyzdžiui komunalines paslaugas teikiančios įmonės). Šių bendrovių augimo tempą riboja geografinė padėtis ir gyventojų skaičius šalyje. Tad įmonių augimo tempas yra gretinamas su ekonomikos augimu. Taip pat šiuos bendrovės reguliariai moka dividendus bei turi stabilų svertą
- Stambios finansinės institucijos. Šių institucijų dydis mažina spartaus augimo tikimybę. Finansinės institucijos moka didelius dividendus. Taip pat yra sunku nustatyti finansinių institucijų nuosavo kapitalo pinigų srautus
- Nekilnojamojo turto investicijų fondai. Išmokama 95% pelno akcininkams. Taip pat dėl investavimo politikos apribojimo nekilnojamo turto investicijų fondai negali augti dideliu tempu.

Trečiasis ir paskutinis nagrinėjamas pajamų metodų grupei priklausantis modelis yra perteklinių pinigų srautų metodas. Hitchner (2006) nurodo, kad perteklinių pinigų srautų vertės nustatymo metodas yra grindžiamas tiek bendrovės turtu, tiek bendrovės verte. Vertinimo modelis taip pat įvertina įmonės prestižą, nematerialųjį turtą bei reputaciją. Remiantis Hitchner (2006), įmonės vertė perteklinių pinigų srautų metodu yra nustatoma žemiau pateiktais žingsniais:

1. Materialus turtas įvertinamas rinkos verte;
2. Nustatomi normalizuoti įmonės pinigų srautai;
3. Apskaičiuojama svartinio kapitalo kaštų norma materialiajam turtui;
4. Apskaičiuojami tinkami nematerialiajam turtui normalizuoti pinigų srautai;
5. Nustatomi nematerialaus turto pinigų srautai;
6. Apskaičiuojama nematerialaus turto grąžos norma;
7. Kapitalizuojant nematerialaus turto pinigų srautus bei naudojant tinkamą grąžos normą yra nustatoma nematerialaus turto tikroji rinkos vertė;
8. Materialaus turto tikroji rinkos vertė yra pridedama prie nematerialaus turto vertės;
9. Iš gauto rezultato atimamos skolos bei palūkanų įsipareigojimai;
10. Įvertinamas kapitalizacijos normos pagrįstumas ir tinkamumas.

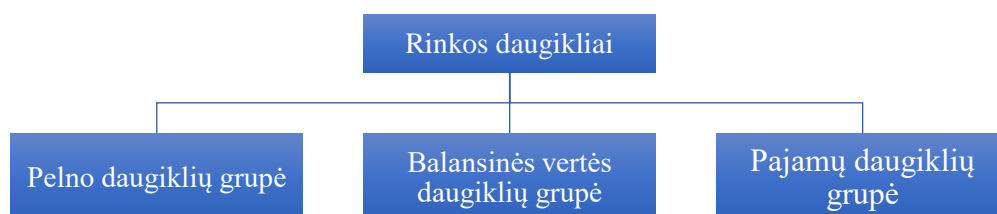
Remiantis Galiniene (2005), atliekant vertės nustatymą pajamų metodu įmonei yra naudinga analizuoti kelis skirtingos plėtros scenarijus: realistinį, optimistinį bei pesimistinį. Skirtingų scenarijų formavimas gali padėti įmonės vadovybei numatyti veiksnius, kurie galėtų paveikti įmonės vertę bei nustatyti tolimesnius problemų sprendimų būdus. Remiantis Koller

(2010), Goedhart (2010) ir Wessels (2010), skirtingi scenarijai turėtų atspindėti skirtingas ateities makroekonominės, pramonės arba verslo plėtros prielaidas bei rinkos dalyvių atsakus į pokyčius industrijoje bei ekonomikoje. Kita svarbi įmonės vertės nustatymo sudedamoji dalis – tai jautrumo analizė. Nustatyta įmonės vertė priklauso nuo vertinimo metu naudojamų duomenų, vertintojo prielaidų bei pasirinkto vertės nustatymo metodo. Jautrumo analizės tikslas – nustatyti, kaip pasikeistų įmonės vertės dėl prielaidų svyravimų. Remiantis Satelli (2004), Ratto (2004) ir Andres (2004), jautrumo analizės funkcija yra iširti, kaip skirtingos prielaidos paveikia pritaikyto modelio rezultata. Remiantis Koller (2005), Goedhart (2005) ir Wessels (2005), jautrumo analizė padeda nustatyti verslo vertės diapazoną.

1.2.3. Rinkos daugiklių metodų grupė

Naudojant rinkos daugiklių metodus vertinama bendrovė yra lyginama su analogiškais arba panašiomis įstaigomis (Galiniene, 2015). Massari (2004), Gianfrante (2004) ir Zanetti (2004) literatūroje nurodo, kad panašaus turto kainos yra panašios bei panašių bendrovių pelningumas ir grąža yra panašaus dydžio. Damodaran (2012) metodologijoje nurodo, kad šie metodai reikalauja mažiau prielaidų bei yra lengvai pritaikomi vertinimo praktikoje. Įmonės vertė yra nustatoma lyginant ją su panašiomis bendrovėmis, remiantis panašių bendrovių akcijų dabartinėmis rinkos kainomis arba istorinėmis pardavimo kainomis (Ratner, Stein, Weitnauer, 2009). Hitchner (2006) nurodo, kad atliekant įmonės vertinimą rinkos daugiklių metodų grupei priklausančiu metodu yra svarbu tinkamai išrinkti panašią įmonę. Panaši įmonė yra laikoma panašaus dydžio ir struktūros įmonė, užsiimanti panašia veikla bei veikianti tame pačiame regione.

Atlikus literatūros apžvalgą nustatyta, kad vertinant įmonę rinkos daugiklių metodais įmonės vertė yra apibrėžiama remiantis dviem modelyje naudojamais kintamaisiais: verslo koeficientu ir finansiniu rodikliu (Galiniene, 2015). Kancerevyčius (2004) nurodo, kad rinkos daugikliai yra skirstomi į tris žemiau nurodytas grupes:



3 pav. **Rinkos daugiklių metodų grupė**

(parengta darbo autorės remiantis Galiniene (2015), Kancerevyčius (2004))

Pelno daugiklių grupei yra priskiriamas kainos ir pelno daugiklis; vertės ir pelno prieš palūkanas ir mokesčius daugiklis; santykinis kainos ir pelno daugiklis; vertės ir pelno prieš

palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją daugiklis; vertės ir pinigų srauto daugiklis (Kancerevyčius, 2004). Buhalterinės (balansinės) vertės daugiklių grupei yra priskiriamas kainos ir nuosavybės balansinės vertės daugiklis; vertės ir turto balansinės vertės daugikli; vertės ir pakeitimo kaštų daugiklis (Kancerevyčius, 2004). Pajamų daugiklių grupei yra priskiriamas kainos ir pardavimų daugiklis; vertės ir pardavimų daugiklis (Kancerevyčius, 2004). Toliau darbe pateikiama išsamesnė dažniausiai praktikoje naudojamų daugiklių analizę.

Kainos ir pelno, tenkančio vienai akcijai daugiklis nurodo, kiek investuotojas sumoka už vieną uždirbtą grynojo pelno eurą (Galiniene, 2015). Šis santykis yra taip tiesiogiai susijęs su investuotojo pasitikėjimu bendrove, kas parodo, kad kuo didesnis P/E rodiklis, tuo didesnis yra investuotojų pasitikėjimas įmonę (Gitman, 2009). P/E santykis yra apskaičiuojamas pagal formulę:

$$P/E = \frac{\text{Rinkos akcijos kaina}}{\text{Pelnas tenkantis vienai akcijai}} \quad (8)$$

Remiantis Ratner, Stein ir Weitnauer (2009) vertės ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją daugiklis atspindi įmonės rezultatus bei yra įrankis leidžiantis eliminuoti įmonės apskaitos sprendimus susijusius su atidėtojo pelno mokesčio skaičiavimais iš vertės nustatymo proceso. Tokiu būdu EBITDA leidžia patikimiau palyginti įmonių pelningumą (Ratner, Stein, ir Weitnauer, 2009). Santykinis rodiklis apskaičiuojamas pagal žemiau pateiktą formulę:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Nuosavybės rinkos vertė} + \text{Skolos rinkos vertė} - \text{Pinigai ir pinigų ekvivalentai}}{EBITDA} \quad (9)$$

Remiantis Natalwala (2011), kainos ir balansinės vertės daugiklis tai rodiklis, kuris yra naudojamas norint palyginti nuosavybės ir įmonės vertę. Remiantis Damodaran (2002) žemas kainos ir balansinės vertės rodiklis gali identifikuoti, kad akcijų kainos rinkoje yra per žemos. Kainos ir balansinės vertės multiplikatorius yra apskaičiuojamas pagal žemiau pateiktą formulę:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Akcijos kaina}}{\text{Balansinė vertė}} \quad (10)$$

Natalwala (2011) nurodo, kad kainos ir pardavimų daugiklis yra mažiau paveikiamas įmonės apskaitos politika. Remiantis Ratner (2009) kainos ir pardavimų daugiklio metodas yra tinkamas įmonėms, kurių pinigų srautai yra neigiami. P/R multiplikatorius apskaičiuojamas pagal žemiau pateiktą formulę:

$$P/R = \frac{\text{Nuosavo kapitalo rinkos vertė}}{\text{Pajamos}}$$

Santykinis bendrovės vertinimas, kaip ir anksčiau apžvelgti vertės nustatymo metodai turi savo privalumų ir trūkumų (3 lentelė).

2 lentelė. Rinkos daugiklių privalumai ir trūkumai

Daugiklis	Daugiklio privalumai	Daugiklio trūkumai
Kainos ir pelno, tenkančio vienai akcijai daugiklis	Daugiklis lengvai apskaičiuojamas	Gauti rezultatai gali būti sunkiai interpretuojami
Vertės ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją daugiklis.	Atskleidžia geriausią palyginamąją informaciją	Didelė dalis įmonių negali būti naudojamos kaip panašios bendrovės, kuomet turi daug nudėvėto, bet nenurašyto turto
Kainos ir balansinės vertės daugiklis	Padedą nustatyti, kuomet bendrovė yra pervertinta ar nepakankamai įvertinta	Sunkiai pritaikomi praktikoje, kuomet panašios bendrovės taiko skirtingus apskaitos politikos principus
Kainos ir pardavimų daugiklis	Įmonių apskaitos politikos skirtumai yra eliminuojami	Ignoruojamas palyginamųjų įmonių pelningumas

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis Damodaran (2002) ir Natalwala (2011)

Atlikus įmonės vertės nustatymo metodų analizę nustatyta, kad pagrindiniai ir plačiausiai naudojami vertės nustatymo metodai yra pajamų, turto ir rinkos daugiklių metodai. Atliktos teorinės analizės tikslas yra identifikuoti metodą, kuris parodytų teisingą M&A sandorio bei sinergijos vertę. Kaip jau buvo minėta, pajamų grupei priklausantys vertės nustatymo metodai yra paremti įmonės pinigų srautais bei atspindi įmonės potencialą. Remiantis faktu, kad kaštų bei pajamų sinergija pasireiškia įmonės pinigų srautuose bei bendrovės skolos ir nuosavo kapitalo kaštuose, galima teigti, kad diskontuotų pinigų srautų metodas yra tinkamas M&A sandorio vertinimui. Remiantis Villalonga (2004), metodai, kurie grindžiami įmonės diskontuotais pinigų srautais yra tinkamiausi sinergijos vertės nustatymui.

2. AB TEO LT, OMNITEL AB IR TELIA LIETUVA AB VERTĖS NUSTATYMO METODOLOGIJA

M&A sandoriai yra taip pat plačiai naudojami Lietuvos rinkoje. Lietuvos finansų analitikų asociacija nurodo, kad M&A sandorių įgyvendinimą Lietuvoje skatina tarptautinių užsienio įmonių augimas ir plėtra. 2018 metais Lietuvoje registruoti 89 M&A sandoriai (Finansų analitikų asociacija, 2019). Remiantis pateikta ataskaita, 2018 metais didžiąją dalį Lietuvos bendrovių įsigijo tarptautinės įmonės. Tarptautinės bendrovės siekia įsitvirtinti besivystančioje rinkoje ir išnaudoti rinkos potencialą. Lietuvos bendrovės taip pat siekia sukonsoliduoti rinką bei tokiu būdu išplėsti siūlomų prekių/paslaugų profilį. Vienu stambiausiu M&A sandoriu Lietuvos telekomunikacijų sektoriuje yra laikomas AB TEO LT ir AB OMNITEL sandoris. Bendrovių pasirinkimas tyrime grindžiamas tuo, kad abi bendrovės priklausė Švedijos telekomunikacijos rinkos lyderiui TELIA SONERA bei pagrindinis šių bendrovių sujungimo motyvas yra sinergijos lūkestis. Sandoris įgyvendintas 2016 metais. Remiantis teiginiu, kad sinergija pasireiškia 2 metų laikotarpyje, galima numanyti, kad dabartinė Telia Lietuva AB vertė atspindi sandorio sinergijos vertę bei sandoris yra tinkamas tyrimui atlikti. Žemiau pateikiamas detalus toliau darbe atliekamo tyrimo planas.

3 lentelė. M&A vertės nustatymo problemų tyrimo planas

Telekomunikacijų sektoriaus analizė
Pasaulio, Europos ir Lietuvos telekomunikacijų sektoriaus apžvalga
Makroekonominė analizė
Telekomunikacijų sektoriaus PEST analizė
Telia AB analizė
Bendrovės finansinių ataskaitų apžvalga
Pelningumo rodiklių analizė
Bendrovės augimo analizė
TEO LT AB, Omnitel AB ir Telia AB vertės nustatymas
AB TEO LT vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu
AB Omnitel vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu
AB Telia Lietuva vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu
Bendrovių sinergijos vertės nustatymas bei M&A sandorių vertinimo problemų analizė
AB Telia Lietuva kaštų sinergijos vertinimas
AB Telia Lietuva pajamų sinergijos vertinimas
M&A vertinimo problemų identifikavimas

Šaltinis: parengta darbo autorės

Atliekant pasirinktų įmonių ir sandorio sinergijos vertinimą bei analizuojant M&A sandorio vertės nustatymo problemas bus analizuojamas pasaulio, Europos ir Lietuvos telekomunikacijų sektorius bei apžvelgiamos sektoriaus prognozės. Siekiant identifikuoti išorines rizikas, kurios gali daryti įtaką bendrovės tvarumui, remiantis PEST modeliu atliekama makroekonominė analizė. Vėliau bus nuodugniai tiriamos nagrinėjamų įmonių finansinės ataskaitos, analizuojami pelningumo rodikliai bei analizuojamas bendrovės augimas. Galiausiai pasirinktu vertės nustatymo metodu bus vykdomas atskirų bendrovių TEO LT AB, Omnitel AB ir Telia Lietuva AB vertės nustatymas. Atlikus vertinimą bus vertinama sandorio sinergija. Sinergijos vertinimas bus atliekamas išskiriant kaštų bei pajamų sinergiją. Po atlikto tyrimo bus pateikiamos išvados dėl M&A sandorio sukurtos sinergijos bei pateikiamos įžvalgos dėl vertės nustatymo problemų.

Kaip jau buvo minėta, bendrovių vertės nustatymas bus grindžiamas diskontuotų pinigų srautų metodu. Evan ir Bishop (2001) nurodo, kad pajamų vertės nustatymo metodai turi daugiausiai pagrįstumo M&A vertinimui. Priimant sprendimą dėl M&A sandorio įgyvendinimo didžiausias valdybos dėmesys yra skiriamas sandorio įtakai įmonės ateities pinigų srautams. Aukščiau paminėti autoriai nurodo, kad tiksliausią naujai įkurtos bendrovės vertę parodo kelių laikotarpių pajamų diskontavimo metodas, kadangi bendrovės generuojami pinigų srautai ilguoju laikotarpiu gali kisti. Toliau darbe pateikiama detali diskontuotų pinigų srautų metodo analizė, remiantis kuria bus atliekamas tolimesnis pasirinktų bendrovių vertės nustatymas.

Damodaran (2013) metodologijoje pateikiami trys pagrindiniai diskontuotų pinigų srautų metodo komponentai:

1. Įmonės laisvieji pinigų srautai;
2. Diskontuoti pinigų srautai;
3. Tęstinė pinigų srautų vertė.

Įmonės vertė naudojant diskontuotų pinigų srautų metodą turi būti nustatoma remiantis žemiau pateikta matematine išraiška:

$$\text{Įmonės vertė} = \frac{FCFF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+r)^3} + \frac{(FCFF_n+TV)}{(1+r)^n}, \text{ kur} \quad (1)$$

FCFF - laisvieji pinigų srautai įmonei

TV – piniginių srautų tęstinė vertė

r – diskonto norma

n – laikotarpių skaičius

Įmonės laisvieji pinigų srautai (angl. Free Cash Flow to Firm, toliau darbe FCFF) yra įmonės pagrindinės veiklos atskaitinio laikotarpio pajamos po įvertintų mokesčių,

ataskaitinio laikotarpio nusidėvėjimo ir amortizacijos bei kapitalo išlaidų. FCFF apskaičiuojami nustatomi remiantis žemiau pateikta matematine išraiška:

$$FCFF = EBIT \times (1 - t) + \text{nusidėvėjimas ir atidėti mokesčiai} - \text{kapitalo sąnaudos} - \Delta \text{ apyvartinis kapitalas} \quad (2)$$

FCFF – laisvieji pinigų srautai

EBIT – pelnas prieš apmokestinimą ir palūkanas

t – pelno mokesčio tarifas

Vertinimo modelyje naudojamas prognozuojamų laikotarpių skaičius yra svarbus siekiant nustatyti atitinkančią tikrovę įmonės vertę. Rosenbaum ir Pearl (2013) nurodo, kad vertinant subrendusias ir tvirtas bendroves modelis turėtų būti pagrįstas bent penkių metų laisvų pinigų srautų prognozėmis.

Kita sudedamoji dalis, reikalinga įmonės vertei apskaičiuoti, yra diskonto norma. Galinienė (2015) nurodo, kad diskonto norma atspindi bendrovės riziką, kuri apima akcininkų (investuotojų) reikalaujamą pelningumą bei skolinto kapitalo kaštus. Diskonto norma apibendrina bendrovės rizikas, istorinį nepastovumą ir akcijų kainos svyravimą (Fernandes, 2007). Remiantis Damodaran (2002), diskonto norma priklauso nuo to, ar yra vertinama visa įmonė, tai yra ar vertinimo metu yra naudojami FCFF, ar yra vertinama tik įmonės nuosavybė modelyje naudojant nuosavybės laisvuosius pinigų srautus (angl. Free Cash Flow to Equity, toliau darbe FCFE). Atliekant visos įmonės vertės nustatymą įmonės FCFF turi būti diskontuojami naudojant vidutinės svertinės kapitalo kainos rodiklį (angl. Weighted average cost of capital, toliau WACC), atliekant nuosavybės vertės nustatymą FCFE diskontuojami naudojant nuosavo kapitalo kapitalo kaštų (angl. Capital Asset Pricing Model, toliau CAPM) rodiklį.

Rosenbaum ir Pearl (2013) pateikia WACC rodiklio matematinę išraišką:

$$WACC = K_d \times \frac{D}{EV} + K_e \times \frac{E}{EV}, \text{ kur} \quad (3)$$

K_e – nuosavo kapitalo kaina

$\frac{E}{EV}$ – nuosavo kapitalo rinkos vertės ir įmonės vertės santykis

K_d – skolinto kapitalo kaina

$\frac{D}{EV}$ – skolinto kapitalo rinkos vertės ir įmonės vertės santykis

Skolintas kapitalas apibrėžia įmonės skolos kaštų dydį (Ratner, Stein ir Weitnauer, 2009). Damodaran (2008) nurodo, kad skolinto kapitalo kaštai parodo skolos kainą atsižvelgiant į rinkos palūkanų normą. Skolinto kapitalo kaštai apskaičiuojami pagal žemiau pateiktą formulę:

$$K_d = i + (1 - t), \text{ kur} \quad (4)$$

i - palūkanų norma

t - pelno mokesčio tarifas

Kaip jau buvo minėta, nuosavo kapitalo kaštai apibrėžia akcininkų reikalaujamą pelningumą arba alternatyvių panašios rizikos investicijų grąžą. Nuosavo kapitalo kaštų nustatymui yra pritaikomas CAPM modelis, kuriame yra įvertinami skirtingi rizikos komponentai, tokie kaip nerizikingų investicijų grąža ir sisteminės rizikos premija. Nuosavo kapitalo kaštai apskaičiuojami pagal žemiau pateiktą matematinę išraišką:

$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f), \text{ kur} \quad (5)$$

r_f – nerizikinga palūkanų norma

β – svertinis Beta koeficientas

$(r_m - r_f)$ – rinkos rizikos premija

Nerizingos palūkanų normos dydis parodo laukiamą nerizikingų investicijų, grąžą. Damodaran (2010) nurodo, kad nerizikingomis investicijomis yra laikomos investicijos į vyriausybės skolos vertybinius popierius. Aukščiau paminėtas autorius taip pat nurodo, kad rinkos rizikos premija parodo papildomą investicijų į rizikingą turtą (ar akcijas) grąžą. Istorinis premijų metodas yra labiausias paplitęs nustatant rinkos rizikos premijos dydį. Svertinis Beta koeficientas nurodo kovariaciją, tarp bendrovės reikalaujamos investicijų grąžos ir rinkos grąžos. Palepy, Healy, Bernard ir Peek (2007) teigia, kad Beta parodo įmonės vertės jautrumą visos ekonomikos rinkai. Beta koeficiento dydis apskaičiuojamas pagal žemiau pateiktą formulę:

$$\beta = \beta_u \times \left(1 + \frac{D}{E} \times (1 - T)\right), \text{ kur} \quad (6)$$

β – svertinis Beta koeficientas

β_u – nesvertinis Beta koeficientas

$\frac{D}{E}$ – įmonės skolos ir nuosavybės santykis

T – ribinė mokesčių norma

Nustatant bendrovės vertę yra svarbu nustatyti augimo lygį, kuris yra naudojamas prognozuojant ateities pajamas. Augimo lygį nulemia industrija, kurioje yra vykdoma veikla, įmonės dydis, geografinė padėtis. Damodaran (2002) metodologijoje nurodoma, kad egzistuoja trys įmonės augimo lygio nustatymo galimybės. Autorius siūlo nustatyti augimo lygį remiantis įmonės istorinėmis pajamomis bei istoriniu augimu. Nustatant augimo lygį remiantis istoriniais

bendrovės rezultatais analitikai siūlo sudaryti regresijos modelį. Tačiau šis būdas yra netinkamas, jeigu įmonės ataskaitinio laikotarpio pajamos yra neigiamos. Pagal antrąjį būdą yra siūloma kreiptis į analitikus, kurie tinkamai nustatytų bendrovės augimo tempą. Trečiasis – įvertinti pagrindinį augimo tempą pasitelkiant reinvesticijų į naują turtą ir jų kokybės analize bei įvertinti plečiamos rinkodaros poveikį įmonės pajamų lygiui. Damodaran (2013) literatūroje pateikti tris įmonės augimo modelius:

Stabilus augimo modelis. Šis modelis yra tinkamas įmonėms, kurios auga stabiliai bei jų augimo norma neviršija ekonomikos augimo normos. Augimas dažniausiai neviršija 1-2%

Dviejų etapų augimo modelis. Šis modelis yra tinkamas didesnio augimo bendrovėms, kuriose iš pradžių augimo tempas buvo nestabilus, tačiau vėliau augimas stabilizavosi. Dažnu atveju pradinis augimo tempas yra didesnis už stabilų augimo tempą. Augimo lygis yra 8%.

Trijų etapų augimo modelis. Šis modelis yra tinkamas greitai augančioms įmonėms, kurių augimo lygis viršija 8%.

Tęstinė įmonės vertė. Kadangi įmonės, kuriuos vykdo akcijų prekybą užtikrina veiklos tęstinumą, pinigų srautai turėtų būti prognozuojami begaliniam laikotarpiui. Nustatyti šiuos pinigų srautus yra neįmanoma, todėl vertinimo metu yra apskaičiuojama tęstinių pinigų srautų vertė. Remiantis Damodaran (2010) įmonės vertę sudaro laisvieji pinigų srautai ir tęstinė įmonės vertė. Įmonės tęstinė vertė apskaičiuojama pagal formulę:

$$Tęstinė\ vertė = \frac{FCF_n \times (1+g)}{(r-g)}, \text{ kur} \tag{7}$$

FCF_n – paskutinio laikotarpio prognozuojami FCF;

g – įmonės pastovaus augimo norma

r – diskonto norma

Apžvelgus darbo tyrimo planą bei atlikus detalią DCF vertės nustatymo metodo analizę toliau darbe atliekamas pasirinktų bendrovių vertės nustatymas. Prieš atliekant vertės nustatymą atliekama telekomunikacijų sektoriaus apžvalga, kuri padės suformuoti pagrįstas DCF metode naudojamas prielaidas.

3. TEO LT AB IR OMNITEL AB M&A SANDORIO VERTINIMAS

Siekiant nustatyti TEO LT AB ir Omnitel AB M&A sandorio ir sukurtus sinergijos vertę šioje dalyje atliekama telekomunikacijų sektoriaus analizė, makroekonominės aplinkos analizė bei naujai įkurtos bendrovės veiklos analizė. Toliau šiame skyriuje atliekamas atskirų bendrovių, TEO LT AB ir Omnitel AB vertės nustatymas. Vertinimas atliekamas remiantis prielaida, kad bendrovės veiklą vykdys kaip atskiros bendrovės. Laisvųjų pinigų srautų prognozės grindžiamos penkių metų finansinėmis ataskaitomis (nuo 2011 iki 2015 metų). Atlikus atskirų bendrovių vertinimą šiame skyriuje atliekamas Telia Lietuva AB vertės nustatymas. Kadangi sandoris įgyvendintas 2016 metais bei vertinimo tikslas yra nustatyti sinergijos vertę, FCFF prognozavimas grindžiamas 2016, 2017 bei 2018 metų audituotomis finansinėmis ataskaitomis. Nustačius visų trijų bendrovių vertę atliekama sandorio sukurtos sinergijos analizė bei vertinimas. Sinergijos vertinimas atliekamas remiantis faktiniais Telia Lietuva AB 2018 metų rezultatais bei bendrovės finansinėmis ataskaitomis.

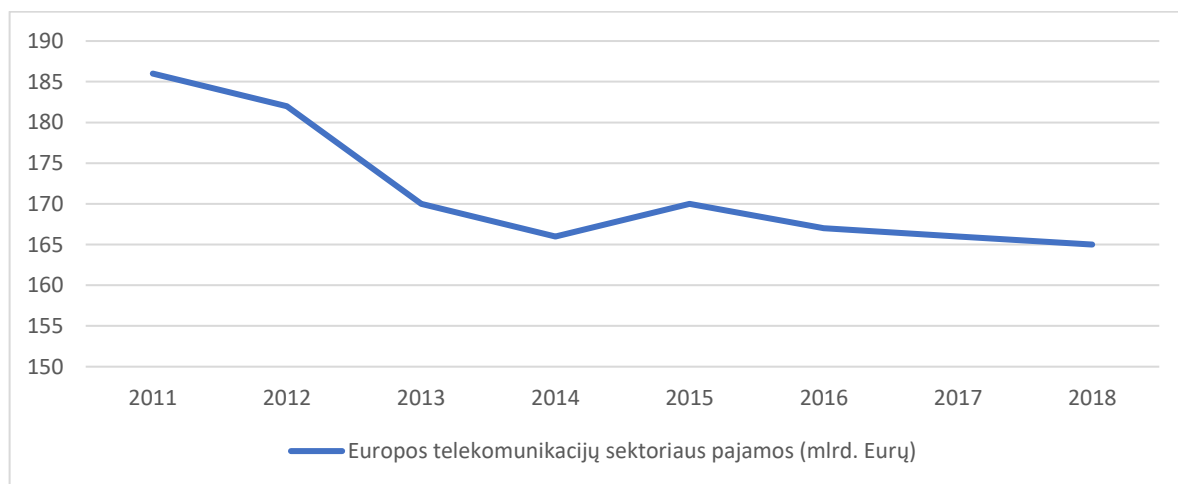
3.1. Telekomunikacijų sektoriaus analizė

Atliekant M&A sandorio vertinimą yra svarbu identifikuoti telekomunikacijų sektoriaus judėjimo tendencijas, galimybes, rizikas. Šioje dalyje pateikiama atlikta pasaulinio, Europos ir Lietuvos telekomunikacijų sektoriaus apžvalga bei pateikiamos išvagos apie sektoriaus judėjimo tendencijas ir prognozes.

Pasaulinio telekomunikacijų sektoriaus apžvalga. Remiantis GSMA Intelligence (2018) statistiniu tyrimu, 2018 metų pabaigoje mobilus ryšio paslaugomis naudojo 5,1 mlrd. vartotojų, kas sudaro 61% pasaulio gyventojų (The Mobile Economy, 2019). Nuo 2013 m. mobilus ryšio vartotojų skaičius išaugo apie 1 mlrd., penkių metų vidutinis metinis augimo tempas sudaro 5%. Atlikus pasaulinio telekomunikacijų sektoriaus augimo analizę galima teigti, kad telekomunikacijų sektorius jau pasiekė brandos etapą. Naujausi statistiniai tyrimai parodo, kad augimo tempas lėtėja bei prognozuojamas metinis sektoriaus augimas naujų produktų dėka laikotarpiu nuo 2019 iki 2025 sudarys 1.9% (The Mobile Economy, 2019). Remiantis šiomis prognozėmis galima apskaičiuoti, kad mobiliojo ryšio vartotojų skaičius išaugs iki 5,8 mlrd. Taip pat prognozuojama, kad naujosios 5G technologijos ir padės palaikyti sektoriaus augimą. Tikimasi, kad naujų technologijų įnašas į pasaulio ekonomiką per ateinančius 15 metų sudarys 2,2 mlrd. dolerių. Remiantis šiomis prognozėmis galima teigti, kad mobilusis ryšys ir toliau turės reikšmingą indėlį į socialinį ir

ekonominį gyvenimą visame pasaulyje. Pasaulinis internetinio ryšio atotrūkis taip pat toliau sėkmingai mažėja. Prognozuojama, kad per ateinančius septynerius metus 1,4 mlrd. pasaulio gyventojų pradės naudotis mobilaus interneto paslaugomis. Šis spartus augimas yra prognozuojamas besivystančiose šalyse, kadangi išsivysčiusių šalių rinka jau “prisotinta” telekomunikacijų sektoriaus paslaugomis. Remiantis Economist Intelligence (2018), didžiausias pajamas iš telekomunikacijų paslaugų generuoja Azijoje ir Australijoje veiklą vykdančios bendrovės. Išsivysčiusiose rinkose yra mažiau naujų potencialių paslaugų pirkėjų, tad didėjant konkurencijai sulėtėjęs augimas išsivysčiusiose šalyse gali sukelti pardavimų kritimą. Kadangi telekomunikacijų paslaugos, kaip produktas, nesiskiria nuo kitų sektoriaus tiekėjų siūlomų produktų, bendrovės yra pajėgios konkuruoti su kitomis įmonėmis mažindamos siūlomų paslaugų kainas. Tuo tarpu fiksuotos sąnaudos telekomunikacijų sektoriuje yra didelės, tad didėja bendrovių maržos kritimo grėsmė.

Europos telekomunikacijų rinkos apžvalga. Remiantis GSMA Intelligence (2018), 2018 metais Europos telekomunikacijų sektoriaus skvarbos lygis (angl. Penetration Rate) sudarė 67%. Straipsnyje nurodyta, kad 85% visos Europos gyventojų naudojami telekomunikacijų paslaugomis bei prognozuojama, kad 2025 metais skvarbos rodiklis sieks 88%. Remiantis telekomunikacijų tinklų operatorių asociacijos duomenimis (angl. European Telecommunications Network Operators’ Association, toliau ETNO), Europos telekomunikacijų sektoriaus investicijos atrodo ne taip patraukliai, kaip kitose pasaulio šalyse. Europos telekomunikacijos sektoriaus kapitalo išlaidos, tenkančios vienam gyventojui sudaro 83,2 eurų. Mažesnes išlaidas Europos šalyse galima iš dalies pagrįsti žemesniu BVP tenkančiu vienam gyventojui lygiu. Remiantis paskelbta naujausia ETNO telekomunikacijų sektoriaus analize, bendras sektoriaus pajamų lygis nuo 2011 metų sumažėjo. Tačiau kadangi nuo 2013 metų pajamų lygis išlieka stabilus pagrindo prognozuoti sektoriaus pajamų kritimą nėra. Žemiau pateikiama Europos šalių telekomunikacijų sektoriaus pajamų judėjimo tendencija

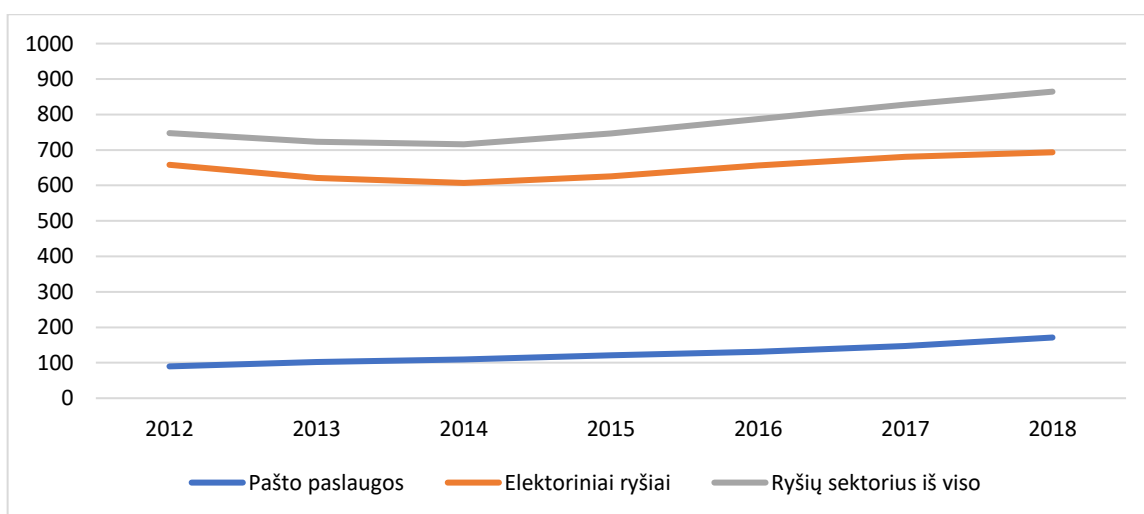


4 pav. Europos šalių telekomunikacijų paslaugų pajamos mlrd. Eurų

(parengta darbo autorės remiantis ETNO metine ekonomine ataskaita, 2019)

Lietuvos telekomunikacijų rinkos analizė. 2018 metais Lietuvos elektroninių ryšių sektoriuje veiklą vykdė 116 tiekėjų. Remiantis 2018 metų Lietuvos Respublikos ryšių reguliavimo Tarnybos (toliau darbe RRT) ataskaita, Lietuvos elektroninių ryšių sektoriaus augimo potencialas yra didelis bei dinamiškas. Šį potencialą nulemia sparti informacinių technologijų bei ryšių technologijų plėtra ir vystymas (Lietuvos Respublikos susisiekimo ministras Rokas Masiulis, 2018). Lietuvos Respublikos susisiekimo ministras taip pat nurodo, kad telekomunikacijų rinka daro didelę įtaką kiekvienam šalies gyventojui, Lietuvos ekonomikai bei viso pasaulio telekomunikacijų rinkoms. Šiuo metu spartus 4G interneto ryšis jau dengia 97% šalies teritorijos, tuo tarpu 2016 metais šis rodiklis siekė 87% (Lietuvos Respublikos ryšių reguliavimo tarnybos ataskaita, 2019). 2018 metų telekomunikacijų rinkos augimas sudarė 1,3%, kas sudaro 2,24 mln. Eurų. Remiantis 2018 m. duomenimis, šiuo metu interneto paslaugomis miestuose naudojasi apie 86% gyventojų, mažesniuose regionuose šis skaičius siekia 67%. Lietuvoje yra taip pat sukurta ir išvystyta kokybiška infrastruktūra, kuri suteikia galimybę ryšio tiekėjams toliau plėsti veiklą bei teikti kokybiškas ryšių paslaugas patraukliomis kainomis. Europos Komisija nurodo, kad telekomunikacijų paslaugų kainos Lietuvoje yra mažesnės nei daugelyje kitų Europos Sąjungos valstybėse.

Rinkos pajamų analizė. Nuo 2014 metų Lietuvoje yra stebimas ryšių sektoriaus pajamų augimas. Augimas yra stebimas tiek pašto paslaugų rinkoje, tiek elektroninių ryšių rinkoje. Augant elektroninės prekybos paklausai, elektroninių ryšių rinka yra neatsiejama pašto paslaugų rinkos dalis. Tačiau remiantis aukščiau pateiktais skaičiais galima teigti, kad ryšių sektoriuje dominuoja elektroninių paslaugų rinka. Žemiau pateiktame paveiksle atspindėta ryšių sektoriaus pajamų judėjimo tendencija.



5 pav. Lietuvos ryšių sektoriaus pajamų judėjimo tendencija

(parengta darbo autorės remiantis Lietuvos Respublikos RRT ataskaita, 2019)

Remiantis 2019 metais paskelbta RRT ataskaita galima teigti, kad didžiąją sektoriaus dalį užima judriojo ryšio telefono ryšio paslaugos, didmeninės viešųjų ryšio tinklų teikimo ir viešosios telefono ryšio paslaugos bei fiksuotojo ryšio interneto paslaugos. Lyginant 2018 metų ir 2017 metų sektoriaus pajamų pasiskirstymą galima teigti, kad didžiausias kritimas yra stebimas mažmeninės fiksuotojo ryšio telefono ryšio paslaugų rinkoje. Tuo tarpu, interneto prieigos, naudojant judriojo ryšio technologijas paslaugų rinkoje bei prieigos prie fizinės infrastruktūros paslaugų rinkoje yra pastebimas didelis pajamų augimas. Bendras telekomunikacijų rinkos augimas lyginant su 2017 metais siekia 1.9%. Žemiau pateikta elektroninių ryšių rinkos pajamų struktūra 2017 bei 2018 metais.

4 Lentelė. Elektroninių ryšių rinkos pajamų struktūra

Rinka	2017	2018	Pokytis (%)
Mažmeninės judriojo ryšio telefono ryšys	173.65	168.83	-2.8%
Mažmeninės fiksuotojo ryšio telefono ryšys	39.91	34.5	-13.6%
Didmeninės viešųjų ryšio tinklų teikimo ir viešosios telefono ryšio paslaugos	142.75	130.65	-8.5%
Interneto prieigos, naudojant judriojo ryšio technologijas paslaugos	121.48	160.08	31.8%
Interneto prieigos, naudojant fiksuotojo ryšio technologijas	99.93	95.82	-4.1%
Duomenų perdavimo (išskyrus interneto prieigos) paslaugos	22.9	23.69	3.4%
Mokama televizija	67.37	65.71	-2.5%
Radio ir televizijos transliacijų perdavimo paslaugos	4.41	4.28	-2.9%
Prieigos prie fizinės infrastruktūros paslaugos	8.3	9.83	18.4%
Visos elektroninių ryšių pajamos	680.7	693.39	1.9%

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis 2018 m. IV ketvirtį vykdytos elektroninių ryšių veiklos ataskaita

Rinkos klientų analizė. Kaip jau buvo minėta, telekomunikacijų sektoriuje didžiąją dalį pajamų generuoja judriojo ir fiksuotojo telefono ryšio paslaugos, duomenų perdavimo paslaugos (internetu prieigos naudojant fiksuoto ir judriojo ryšio technologijas), televizijos ir radijo paslaugos. Dėl šių priežasčių toliau atliekama šių paslaugų gavėjų analizė.

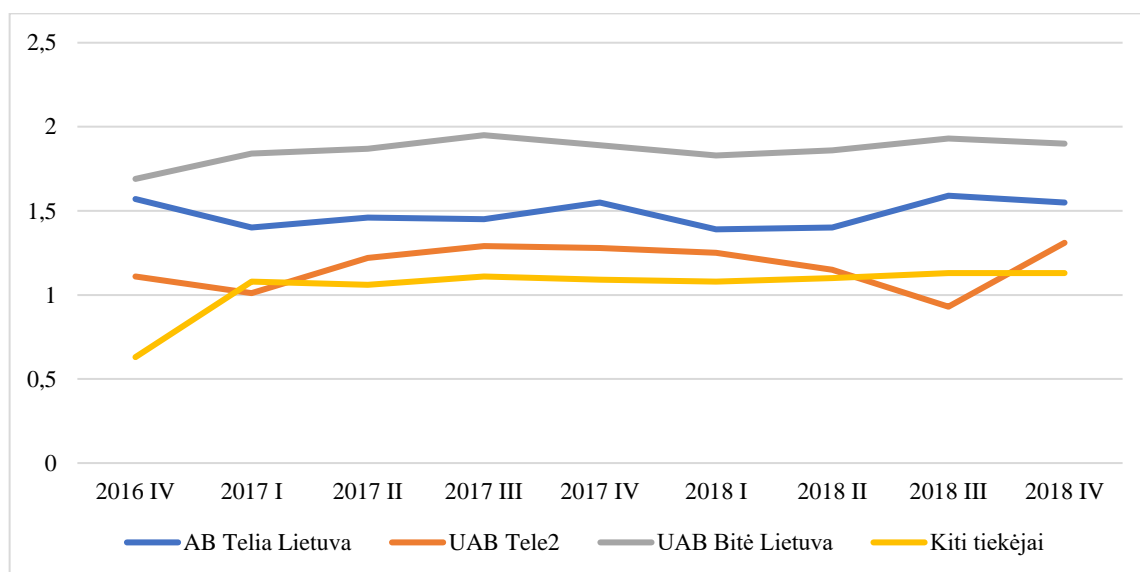
Telefono ryšio paslaugų klientų analizė. Remiantis RRT ataskaita, aktyvių SIM kortelių skaičius per 2018 metus sumažėjo 0,6%. Žemiau pateikti pagrindiniai Lietuvos rinkos dalyviai bei rinkos struktūra pagal aktyvių SIM kortelių skaičių (5 lentelė).

5 lentelė. Paslaugų tiekėjų struktūra pagal aktyvių SIM kortelių skaičių

Tiekėjas	2017	2018	Pokytis (%)
UAB Tele2	46.1 %	45.4 %	-0.6 %
AB Telia Lietuva	27.9 %	29.3 %	1.4 %
UAB Bitė Lietuva	23.8 %	23.0 %	-0.7 %
Kiti tiekėjai	2.2 %	2.2 %	0.0%

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis RRT ataskaita, 2019

Remiantis aukščiau pateikta informacija (5 lentelė) galima teigti, kad didžioji dalis telefono ryšio klientų pasirenka UAB Tele2. Tačiau per 2018 metus yra stebimas nedidelis AB Telia Lietuva klientų prieaugis. Išnagrinėjus numerių perkėlimą tarp viešųjų judriojo ryšio tinklų statistinę informaciją galima teigti, kad AB Telia Lietuva per 2018 metus prarado 3623 vartotojų, tuo tarpu UAB Tele2 pritraukė 2742 judriojo telefono ryšio klientų. Galime numanyti, kad dalis AB Telia Lietuva vartotojų pasirinko kitą paslaugų tiekėją, didžioji dalis šių vartotojų pasirinko tiekėją UAB Tele2. Šį pasirinkimą galima pagrįsti žemesnėmis tiekėjo paslaugų kainomis.



6 pav. Vidutinės pajamos už balso skambučius, eur. ct. už 1 minutę

(parengta darbo autorės remiantis RRT ataskaita, 2018)

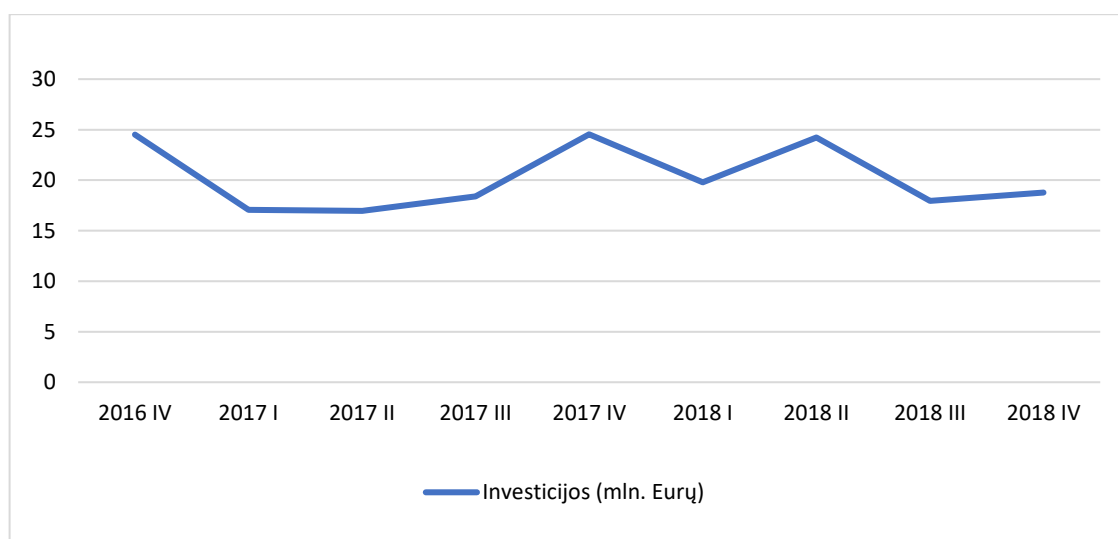
Remiantis atlikta telefono ryšio klientų analize galima teigti, kad UAB Tele2 pirmauja judriojo telefono ryšio rinkoje siūlydama klientams geros kokybės paslaugas patraukliomis paslaugų kainomis (6 paveikslas). Fiksuoto telefono ryšio paslaugų rinkoje pirmauja bendrovė Telia Lietuva AB. RRT (2019) skelbia, kad Telia Lietuva AB 2018 metų pabaigoje užėmė 89.8% Lietuvos rinkos.

Duomenų perdavimo paslaugų klientai. Remiantis naujausia RRT ataskaita, didžioji dalis klientų renkasi judriojo interneto ryšio paslaugas, tuo tarpu fiksuoto ryšio

paslaugų pajamos mažėja. Didžioji dalis Lietuvos klientų pasirenka AB Telia Lietuva interneto paslaugas.

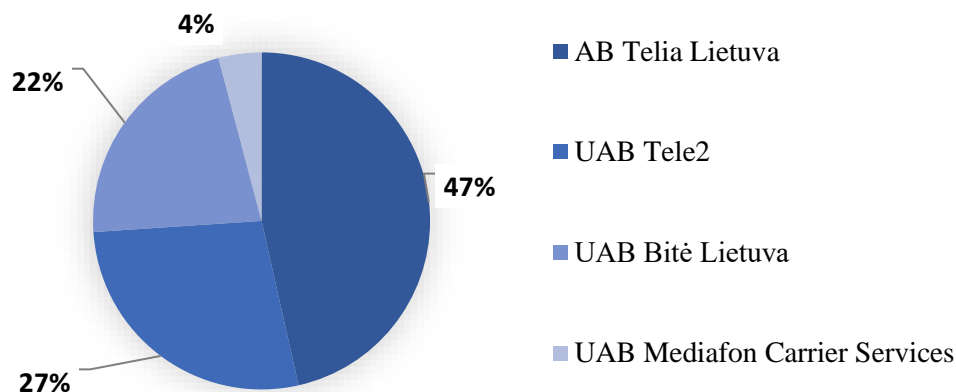
Televizijos ir radijo paslaugų klientai. Didžioji dalis klientų taip pat televizijos tiekėju pasirenka AB Telia Lietuva. Šiai bendrovei priklauso daugiau nei 34% Lietuvos rinkos.

Rinkos investicijų analizė. 2019 metų RRT ataskaitoje nurodoma, kad telekomunikacijų rinkoje yra stebimas investicijų kritimas. Žemiau pateiktas grafikas atspindi investicijų judėjimo tendenciją per laikotarpį nuo 2016 metų ketvirto ketvirčio iki 2018 metų pabaigos. Remiantis statistiniais RRT duomenimis, 2018 metais investicijos į viešojo ryšių tinklo infrastruktūrą sumažėjo 23.43%. 2018 metais investicijos sudarė 79.96 mln. Eurų.



7 pav. **Investicijos į viešojo ryšio tinklo infrastruktūrą ir investicijų pokyčiai** (sudaryta darbo autorės remiantis 2018 M. IV ketvirtį vykdytos elektroninių ryšių veiklos ataskaita)

Pagrindinių rinkos dalyvių apžvalga. Pagrindiniai Lietuvos telekomunikacijų rinkos dalyviai, tai AB Telia Lietuva, UAB Bitė Lietuva ir UAB Tele2. Pasak RRT ataskaita, AB Telia Lietuva 2018 metų pabaigoje priklausė 38.7% rinkos.



8 pav. **Telekomunikacijų rinkos pajamų pasiskirstymas pagal operatorius** (parengta darbo autorės remiantis ryšių reguliavimo tarnybos ataskaita)

Remiantis atlikta analizę galima teigti, kad telekomunikacijos rinkos augimas lėtėja bei rinka pasiekė brandos etapą. Remiantis žemiau pateikta lentele (Lentelė 7) galima teigti, kad rinka pradėjo stipriai augti po krizės, tačiau nuo 2017 metų yra stebimas rinkos augimo sulėtėjimas.

7 lentelė. Telekomunikacijų rinkos pokytis

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Balso telefonijos paslaugos	-4%	-8%	-10%	-1%	5%	-26%	-5%
Interneto paslaugos	-2%	1%	0%	7%	4%	67%	16%
Duomenų perdavimo ir su tinklu susijusios paslaugos	3%	-5%	-5%	-25%	0%	-15%	4%
TV paslaugos	7%	2%	0%	2%	6%	4%	-3%
IT paslaugos	-19%	-8%	19%	19%	7%	7%	-7%
Bendras rinkos pokytis	-5%	-5%	-2%	3%	5%	4%	2%

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis RRT ataskaita, 2019

Apibendrinant šį poskyrį išskiriamos pagrindinės atliktos telekomunikacijų sektoriaus analizės išvalgos (Lentelė 8).

8 lentelė. Darbo tyrimui aktualios telekomunikacijų sektoriaus išvalgos

Vidutinis pasaulio telekomunikacijų sektoriaus augimas nuo 2013 metų iki 2018 metų	5 %
Prognozuojamas telekomunikacijų sektoriaus augimas	1,9 %
Stambiausias Lietuvos telekomunikacijų rinkos dalyvis	AB Telia Lietuva
Investicijų į ryšių infrastruktūrą Lietuvoje pokytis	-23,43%
Pigiausių telekomunikacijų paslaugų tiekėjas	UAB Tele2

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis atlikta sektoriaus apžvalga

Remiantis aukščiau pateikta informacija galima teigti, kad laikotarpiu nuo 2013 iki 2018 metų pasireiškė telekomunikacijų sektoriaus augimas. Vidutinis šio laikotarpio augimas sudaro 5%. Išnagrinėjus sektoriaus prognozes nustatyta, kad prognozuojamas sektoriaus augimas sudaro 1,9%. Atlikta Lietuvos telekomunikacijos sektoriaus analizė padėjo nustatyti 3 pagrindinius rinkos dalyvius: Telia Lietuva AB, UAB Bitė Lietuva bei Tele2 Lietuva. Nustatyta, kad stambiausias rinkos dalyvis – tai AB Telia Lietuva. RRT ataskaitoje nurodoma, kad investicijos į ryšių infrastruktūrą Lietuvoje mažėja bei per 2018 metus

investicijos sumažėjo 23,43%. Kadangi telekomunikacijų sektoriuje bendrovių generuojamos pajamos koreliuoja su investicijomis į infrastruktūrą numatoma, kad rinkos pajamos mažėja bei augimas sulėtės.

3.2. Makroekonominės aplinkos analizė

Atlikus pasaulinės, Europos bei Lietuvos telekomunikacijų rinkos tendencijų analizę yra svarbu išnagrinėti išorinius veiksnius, kurie gali paveikti rinkos dalyvių bei vertinamos bendrovės pelningumą. Išorinės aplinkos bei išorinių veiksnių vertinimui bus naudojamas PEST modelis, kuris įvertina politinius, ekonominius, socialinius ir technologinius faktorius, kurie galėtų turėti tam tikrą įtaką bendrovės veiklai.

Nagrinėjant politinius faktorius svarbu paminėti, kad kiekvienoje šalyje yra įkurta nepriklausoma telekomunikacinių ryšių priežiūros institucija, kuri teikia ketvirtines bei metines rinkos ataskaitas, įvertina bendrus rinkos rezultatus. Remiantis šiuo faktu galima teigti, kad telekomunikacijų rinka yra stipriai reguliuojama bei prižiūrima. Valstybinės organizacijos kontroliuoja telekomunikacijų bendroves tam, kad išvengtų monopolinės rinkos formavimosi. Institucijos prižiūri konkurenciją rinkoje, kad kiekvienas šalies gyventojas turėtų galimybę gauti kokybiškas paslaugas už prieinamą kainą. Taip pat kitos valstybinės organizacijos užtikrina pagrindinių vartotojų teisių laikymąsi. Šią funkciją Lietuvoje atlieka Lietuvos Respublikos ryšių reguliavimo tarnyba. RRT teikia rinkos tendencijų apžvalgą ir ketvirtines bei metines ataskaitas. Nepaisant to, kad rinka yra stipriai reguliuojama ir prižiūrima, rizikos AB Telia Lietuva bei kitų rinkos dalyvių pelningumui neįžvelgta.

Vertinant ekonominę aplinką svarbu išnagrinėti Lietuvos ekonomikos augimą. Remiantis Lietuvos Banko ekonomine apžvalga Lietuvos ekonomika augs lėčiau. 2017 metais BVP augimas sudarė 4,1%, 2018 metų – 3,4%. Prognozuojamas 2019 metų BVP augimas yra 2,7% , o 2020 metų – 2,6%. Ekonomikos augimą sulėtins gyventojų perkamosios galios augimas bei kainų augimas, demografiniai iššūkiai, investicijų kritimas dėl didėjančio neapibrėžtumo bei eksporto sumažėjimas (Lietuvos Bankas, 2019). Sulėtėjęs ekonomikos augimas gali neigiamai paveikti AB Telia Lietuva pajamas. Sulėtėjus ekonomikos augimui mažėja šalies gyventojų perkamoji galia. Atsiranda rizika, kad įmonės klientai pasirinks pigesnę paslaugų tiekėją arba atsisakys tam tikrų prekių/paslaugų.

Socialiniai faktoriai turi reikšmingą įtaką klientų elgesiui. Vartotojų elgesys yra vienas svarbiausių veiksnių telekomunikacijų sektoriuje, kadangi bendrovė, siekdama išlaikyti konkurencinį pranašumą, turi gebėti greitai prisitaikyti prie paklausos pokyčių. Remiantis RRT ataskaitomis, fiksuotojo telefono ryšio bei interneto paslaugų paklausa mažėja bei vis daugiau vartotojų pereina prie judriojo telefono ryšio ir interneto ryšio paslaugų. Taip pat yra stebimas

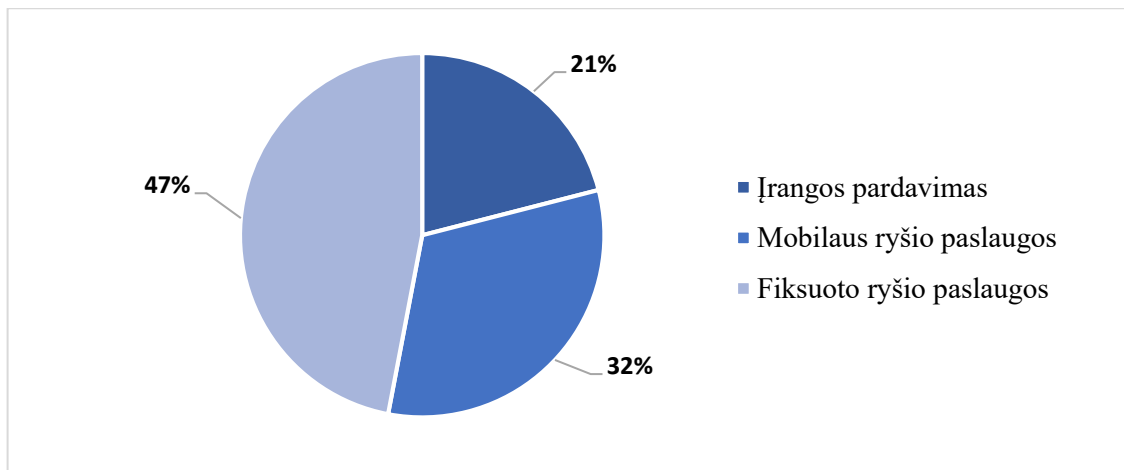
vis didesnis interneto duomenų sunaudojimas. Gyventojų skaičius turi didelę įtaką ryšių sektoriui. Lietuvos Bankas skelbia, kad 2018 metais migracijos lygis yra žemiausias nuo 1990 metų (Lietuvos Bankas, 2019). Tikėtina, kad šią tendenciją stipriai paveikė “Brexit”. Nepaisant dalinai suvaldyto emigracijos lygio, Lietuvos darbingo amžiaus gyventojų skaičius toliau mažėja bei populiacija sensta. Šie veiksniai gali tiek teigiamai, tiek neigiamai paveikti telekomunikacijų sektoriaus bendroves bei jų generuojamus pinigų srautus. Trumpuoju laikotarpiu telekomunikacijų paklausą gali sulėtinti vyresnio amžiaus šalies gyventojai. Tačiau mažėjant darbingo amžiaus gyventojų skaičiui vidutinis darbo užmokestis didėja bei gyventojai gali skirti didesnę dalį pajamų įvairioms paslaugoms. Remiantis šiais faktais numatoma, kad socialiniai faktoriai neturėtų neigiamai paveikti nagrinėjamos bendrovės pelningumo.

Moksliniai tyrimai ir technologinių inovacijų plėtra yra svarbiausias veiksnys informacinių technologijų plėtrai ir vystymui. Telekomunikacijų bendrovės, siekdamos išlaikyti konkurencinį pranašumą bei pritraukti naujus klientus, turėtų siūlyti klientams pažangias technologijas. Kadangi prognozuojama, kad 5G ryšio paslaugos greitu metu pasieks šalies gyventojus, technologinių faktorių rizika AB Telia Lietuva pelningumui yra minimali.

3.3. AB Telia Lietuva Veiklos analizė

2016 metais, TEO LT AB įsigijus 100% Omnitel AB akcijų inicijuotas naujos telekomunikacijų bendrovės Telia Lietuva AB kūrimas. AB Telia pranešime spaudai paskelbta, kad jau 2017 metų eigoje pasireiškė sėkmingai įgyvendinto M&A sandorio sukurta paslaugų ir veiklos sinergija, kuri toliau sėkmingai kuria teigiamą efektą bendrovės pelningumui (Telia AB pranešimas spaudai, 2018).

Bendra informacija apie AB Telia Lietuva įmonių grupę. AB Telia Lietuva – viena moderniausių informacinių technologijų bendrovių Rytų Europoje bei Lietuvos telekomunikacijų rinkos lyderė. Bendrovė teikia tokias paslaugas, kaip interneto ir televizijos tiekimas, duomenų perdavimas, vaizdo stebėjimo paslaugos, įrangos pardavimas ir nuoma, informacinių technologijų priežiūros paslaugos, fiksuoto bei mobilaus ryšio paslaugos. Didžiąją dalį įmonės klientų sudaro fiziniai asmenys bei verslo klientai, tačiau įmonė taip pat paslaugas teikia telekomunikacijų operatoriams (AB Telia Lietuva Tvarios veiklos ataskaita, 2018).



9 pav. AB Telia Lietuva pajamų struktūra

(parengta darbo autorės remiantis Telia Lietuva AB 2018 m. tvarios veiklos) ataskaita.

Bendrovė paslaugas teikia 70 salonuose visoje Lietuvoje. 2019 metų duomenimis 2018 metais bendrovėje dirbo daugiau negu 2700 darbuotojų. Telia Lietuva įmonių grupę sudaro trys grupės įmonės. Telia Lietuva AB valdo 100% UAB Telia Customer Service LT akcijų, 50% VšĮ “Numerio perkėlimas” akcijų bei 33,3% UAB “Mobilieji mokėjimai” akcijų. Nagrinėjamos bendrovės dukterinė įmonė “Telia Customer Service” yra atsakinga už įmonės klientų aptarnavimą ir informacijos klientams teikimą. Viešoji įstaiga “Numerio perkėlimas” įkurta kartu su bendrovės konkurentėmis UAB Bitė Lietuva ir UAB Tele2. Įstaiga su UAB “Mediafon” pagalba yra atsakinga už centrinės duomenų bazės administravimą. Ši duomenų bazė skirta Lietuvos klientų mobilaus telefono numerio perkėlimui. Uždaroji akcinė bendrovė Mobilieji Mokėjimai buvo taip pat įkurta kartu su kitomis telekomunikacijos bendrovėmis, UAB Bitė ir UAB Tele2. Ši įmonė 2018 metais sukūrė mobiliųjų mokėjimų platformą MOQ.

Bendrovės veiklos istorija prasidėjo 1992 metais. Valstybinė įmonė pradėjo vykdyti veiklą kaip “Lietuvos telekomas”. Lietuvos telekomas šešis metus veiką vykdė monopolinės rinkos sąlygose. 1998 metais bendrovę privatizavo Švedijos ir Suomijos kompanija “Telia Company” ir įmonės pavadinimas buvo pakeistas į TEO Lietuva AB. Šiuo metu Telia Company valdo daugiau kaip 88% Telia Lietuva AB akcijų. TEO Lietuva AB ilga laika buvo pirmaujanti kompanija Lietuvos telekomunikacijų rinkoje. 2016 metų sausio 4 dieną TEO Lietuva įsigijo 100% Omnitel AB akcijų iš savo dabartinio akcininko “Telia Company”. Pilna bendrovių integracija įvyko 2017 metų vasario mėnesį, kuomet Omnitel AB bei “Baltic Data Center” buvo prijungtos prie TEO Lietuva AB bei tapo Telia Lietuva AB (vz.lt, 2017).

AB Telia Lietuva akcijomis prekiauja vertybinių popierių biržoje Nasdaq Vilnius. Žemiau pateikta informacija apie įmonės akcininkus, turinčius daugiau negu 5 proc. įmonės akcijų.

9 Lentelė. Telia Lietuva AB akcininkai.

Akcininkas	akcijų skaičius (vnt.)	Įstatinio kapitalo dalis %	Balsų dalis %
Telia Company AB	513 594 774	88.15	88.15
Kiti akcininkai	69 018 364	11.85	11.85

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis Telia Lietuva AB 2018 m. Vadovybės pranešimu.

Remiantis Telia Lietuva AB įstatais bendrovės valdymo organai yra Visuotinis akcininkų susirinkimas, valdyba ir vadovas (Telia Lietuva AB, 2018). Visuotinio akcininkų susirinkimų sprendimų privalo laikytis įmonės akcininkai, valdybos nariai, vadovai bei kiti įmonės darbuotojai. Įmonės valdyba, kuri yra renkam dvejimems metams, sudaryta iš šešių narių – kolegialus bendrovės valdymo organas. Šis valdymo organas taip pat formuoja audito bei atlygio komitetus, atsakinga už vadovo išrinkimą, organizuoja ūkinę įmonės veiklą bei nustato darbuotojų pareigas, suteikia įgaliojimus.

Atlikus Lietuvos telekomunikacijų sektoriaus analizę bei identifikavus pagrindinius vertinamos bendrovės konkurentus yra svarbu atlikti konkurencinės padėties analizę ir jos pagalba identifikuoti bendrovės padėtį rinkoje. Ši analizė padės identifikuoti pagrindines rizikas ir iššūkius. Konkurencinės padėties analizė paremta Porterio 5 jėgų modeliu, kuris padeda įvertinti rinkos patrauklumą investuotojams bei įvertinti rinkos pelningumą. Porterio penkių jėgų modelis įvertina naujų rinkos dalyvių grėsmę, prekių/paslaugų pakaitalų grėsmę, pirkėjų galios grėsmę, tiekėjų galios grėsmę bei rinkoje įsitvirtinusių bendrovių konkurencijos grėsmę nagrinėjamos įmonės pelningumui.

10 lentelė. Telia Lietuva AB grėsmės ir galimybės

Grėsmė	Rizikos lygis	Apibūdinimas
Naujų rinkos dalyvių grėsmė	Žemas	Aukšti rinkos barjerai
Pakaitalų grėsme	Mažas	Pakaitalai gali kilti rinkos viduje
Pirkėjų galios grėsmė	Aukštas	Pirkėjai turi platų paslaugų ir kainų pasirinkimą, išlieka rizika prarasti dalį rinkos dėl mažėjančių kitų tiekėjų paslaugų kainų
Tiekėjų galios grėsmė	Vidutinis	Stebimas didelis priklausomumas nuo tiekėjų specifinių produktų.
Įsitvirtinusių bendrovių konkurencija	Aukštas	Aukštas konkurencijos lygis rinkoje. Konkurenciją didina mažėjančios UAB Tele2 kainos

Šaltinis: parengta darbo autorės

Remiantis aukščiau pateikta lentelė galima teigti, kad didžiausią grėsmę telekomunikacijų bendrovėms kelia didelė konkurencija rinkoje. Pagrindinė konkurencinės grėsmės priežastis yra ta, kad didžioji dalis šalies gyventojų jau naudojami telekomunikacijų paslaugomis ir turi ilgalaikį telekomunikacijų tiekėją. Vienintelė galimybė rinkoje veikiančioms įmonėms užimti didesnę rinkos dalį – tai pritraukti klientus iš kitų tiekėjų siūlant patrauklesnes kainas, aukštesnę paslaugų arba prekių kokybę arba teikiant specialius pasiūlymus. Galima pabrėžti, kad klientai tikėdamasi specialių pasiūlymų iš tiekėjų išlieka lojalūs, tad kito tiekėjo pasirinkimas turi būti pagrįstas didelę pridėtine verte. Aukštas konkurencijos lygis rinkoje mažina paslaugų pelningumą. Pelningumo kritimas yra siejamas su paslaugų maržos mažinimu ir fiksuotų išlaidų pastovumu. Tuo tarpu, išėjimo iš rinkos barjerai yra dideli. Telekomunikacijų bendrovės naudoja specifinius įrenginius, reikalaujančius daug investicijų. Pirkėjai taip gali sukelti didelę grėsmę paslaugų tiekėjams. Kadangi pagrindinių rinkos dalyvių siūlomų paslaugų kokybė yra panaši arba vienoda, kliento pasirinkimas paremtas kainomis bei papildoma pridėtine verte, kurią gali pasiūlyti tam tikras paslaugų tiekėjas. Pagrindinis telekomunikacijų dalyvių tikslas siekiant likviduoti šią grėsmę – tai patenkinti klientų poreikius bei išlaikyti konkurencinį pranašumą kainų ir kokybės santykiu. Pakaitalų grėsmė yra maža, kadangi telekomunikacijų rinkos skvarbos lygis toliau sėkmingai auga. Telekomunikacijų sektoriuje taip pat išlieka tiekėjų galios grėsmė. Balso ir duomenų perdavimo paslaugų tiekimui yra naudojama brangi ir speciali įranga. Ši rizika yra vertinama kaip vidutinė, kadangi įranga tik gėdimo atveju reikalauja papildomu investicijų.

AB Telia Lietuva finansinė analizė atliekama remiantis horizontaliaja analize. Šios analizės metu vertinamas įmonės disponuojamas turtas, kapitalas bei analizuojami bendrovės pinigų srautai, srautų šaltinis ir judėjimo tendencijos. Šioje dalyje atliekama bendrovės AB Telia Lietuva analizė laikotarpiu nuo 2016 metų iki 2018 metų. Tikimasi, kad atlikta horizontalioji analizė padės įvertinti kada pasireiškė M&A sandorio sinergija. Taip pat atlikta horizontalioji analizė padės identifikuoti fiksuotas išlaidas bei kintamų išlaidų kilmę ir koreliaciją su generuojamomis pajamomis.

Remiantis bendrovės AB Telia Lietuva pelno (nuostolio) ataskaitų duomenimis (Lentelė 11) nustatyta, kad bendrovės 2018 metų pajamos išaugo 2%, tuo tarpu bendrovės pelno augimas sudaro 18 proc. Analizuojant bendrovės sąnaudas identifikuota, kad 2018 metais parduotų prekių ir paslaugų savikainos augimas koreliuoja su pajamų augimu. Remiantis šiomis įžvalgomis galima teigti, kad bendrovė nemažino siūlomų prekių/paslaugų kainų bei pajamų augimas yra siejamas su padidėjusia prekių paklausa. Padidėjęs bendrovės veiklos pelnas siejamas su sumažėjusiomis įmonės veiklos sąnaudomis: su darbuotojais susijusios sąnaudų sumažėjimas sudaro 6%, ilgalaikio turto nusidėvėjimo, amortizacijos ir vertės sumažėjimo

sąnaudos sumažėjo 4%. 2018 metais bendrovė patyrė mažesnes rinkodaros sąnaudas bei eksploataavimo ir kitų paslaugų sąnaudas. Lyginant su 2017 metais, 2018 metų nusidėvėjimo sąnaudos yra mažesnės, kadangi 2017 metais buvo patirtos investicinio turto vertės sumažėjimo sąnaudos. 2017 metais nebaigta statyba finansinėse ataskaitose buvo klasifikuojama kaip investicinis turtas, tačiau 2018 metais šis investicinis turtas buvo parduotas. Kitų reikšmingų pokyčių įmonės pelno (nuostolio) ataskaitoje neižvelgta.

11 lentelė. AB Telia Lietuva pelno (nuostolio) ataskaitos duomenys (tūkst. Eurų)

	2016	2017	2018	Δ 2016 -2017 m. %	Δ 2017 -2018 m. %
Pajamos	345 906	368 636	376 494	7%	2%
Savikaina	(128 878)	(148 187)	(151 682)	15%	2%
Veiklos sąnaudos	(168 881)	(167 307)	(161 897)	-1%	-3%

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis AB Telia Lietuva pelno (nuostolio) ataskaitomis

Atlikus paskutinių trijų metų pelno (nuostolio) ataskaitos apžvalga bei identifikavus pajamų, savikainos ir veiklos sąnaudų lygio pasikeitimo tendencijas galima numanyti, kad pasireiškė pajamų ir sąnaudų sinergija bei M&A sandoris kuria bendrovei pridėtinę vertę. EBITDA marža rodiklis per 2017 finansinius metus padidėjo 0,8 %, per 2018 finansinius metus padidėjo 1,2%. Bendra laikotarpio pelno marža per 2017 metus padidėjo 2,8% o per 2018 metus padidėjo 0,9%. Teorinėje dalyje išnagrinėtas teiginys, kad kuo lėčiau pasireiškia sinergija, tuo mažesnė sinergijos vertė. Remiantis aukščiau pateiktais rodikliais galima teigti, kad TEO LT AB ir Omnitel AB M&A sandorio vertė daro reikšmingą įtaką naujai įkurtos bendrovės rezultatams.

Bendrovės finansinės padėties ataskaita bendrovės ilgalaikis turtas sumažėjo 4,8%, nematerialus turtas padidėjo 9,5%, prekybos ir kitos gautinos sumos sumažėjo 8%. Taip pat ataskaitoje yra matomas investicinio turto pardavimas. Bendras turto lygis sumažėjo 0,8 proc. Žemiau pateiktoje lentelėje atspindėti bendrovės turto, įsipareigojimų bei nuosavo kapitalo duomenys.

12 lentelė. AB Telia Lietuva finansinės padėties ataskaitos duomenys (tūkst. Eurų)

	2016	2017	2018	Δ 2016 -2017 m. %	Δ 2017 -2018 m. %
Turtas	590 791	568 514	561 947	-3,8%	-1,2%
Įsipareigojimai	320 393	262 655	242 171	-18,0%	-7,8%
Nuosavas kapitalas	270 326	305 859	319 776	13,1%	4,6%

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis Telia Lietuva AB finansinės padėties ataskaita

Remiantis bendrovės finansinės padėties ataskaitose pateikta informacija įmonės turto lygis per 2018 metus sumažėjo 1,2%. Šį pokytį nulėmė ilgalaikio materialaus turto sumažėjimas, investicinio turto pardavimas bei trumpalaikio turto sumažėjimas. Bendrovės nuosavo kapitalo išaugimą nulėmė nepaskirstyto pelno prieaugis. Remiantis bendrovės nuosavo kapitalo pokyčių ataskaita, 2017 metų rezultatas iš tiesinio susijungimo yra lygus 13 863 tūkst. eurų. AB Telia Lietuva įsipareigojimų lygis sumažėjo 7,8%. Šį pokytį nulėmė ilgalaikių įmonės paskolų sumažėjimas. Taip pat 2018 metais įmonė nesudarė naujų nuomos sutarčių.

Remiantis įmonės finansinėmis ataskaitomis apskaičiuoti pagrindiniai įmonės santykiniai rodikliai 2016, 2017 ir 2018 metais. Santykiniai rodikliai pateikti žemiau (13 lentelė)

13 lentelė. AB Telia Lietuva santykiniai rodikliai laikotarpiu nuo 2016 metų iki 2018 metų

Santykiniis rodiklis	2016	2017	2018
Vidutinė turto grąža	8,7%	9,7%	11,3%
Nuosavybės pelno norma	16,2%	17,3%	17,7%
Turto apyvartumas	61,7%	67%	67,7%

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis Telia Lietuva AB finansinėmis ataskaitomis

Atsižvelgiant į AB Telia Lietuva finansinius rodiklius galima teigti, kad bendrovės rezultatai po įgyvendinto M&A sandorio auga. Vidutinė turto grąža išaugo 2,6%, nuosavybės pelno norma padidėjo 1,5% bei turto apyvartumas išaugo 6%. Jau šiame etape įžvelgiama M&A sandorio sinergija. Tačiau svarbu nustatyti sinergijos tipą bei pagrindinius vertės kūrimo šaltinius.

3.4. TEO LT AB ir Omnitel AB M&A sandorio vertinimas

Šioje dalyje atliekamas atskirų bendrovių vertinimas naudojant DCF metodą. Atliekant bendrovių vertinimą pirmiausia bus atliekamas laisvųjų pinigų srautų komponentų prognozavimas: pelno prieš mokesčius ir palūkanas (toliau darbe EBIT) prognozavimas, prognozuojamo pelno mokesčio apskaičiavimas, prognozuojamo nusidėvėjimo įvertinimas bei kapitalo išlaidų ir apyvartinio kapitalo pokyčio prognozavimas. Atlikus prognozes bus atliekamas diskonto normos nustatymas bei apskaičiuojami diskontuoti trijų nagrinėjamų bendrovių laisvieji pinigų srautai. Atliekamo tyrimo tikslas – įvertinti TEO LT AB ir Omnitel AB sėkmingai įgyvendinto M&A sandorio sinergiją ir nustatyti sinergijos tipą bei identifikuoti įmonių susijungimų ir įsigijimų vertės nustatymo problemas.

Nepaisant to, kad TEO LT AB įsigijo bendrovę Omnitel AB 2016 metais, diskonto normos kintamieji, tokie kaip rizikos premija ir nerizikinga palūkanų norma pagrįsti

2018 metų duomenimis. Tokiu būdu eliminuojami galimi sinergijos vertės iškraipymai dėl palūkanų normos, nerizikingos palūkanų normos, rizikos premijos pasikeitimo. Žemiau pateikiami diskonto normos kintamieji, kurie pritaikomi visų trijų bendrovių, TEO LT AB, Omnitel AB ir Telia Lietuva AB vertinimui.

14 lentelė. Diskonto normos kintamieji

Kintamasis	Rodiklis
Nerizikinga palūkanų norma	2.32%
Rizikos premija	7,63%
Palūkanų norma	2.65%
Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų rinkos Beta	0,50
Mobilaus ryšio rinkos Beta	0,58
Įrenginių rinkos Beta	1,17

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis Damodaran duomenų baze, 2019

Remiantis Lietuvos Banko duomenimis, paskolų įmonėms vidutinė palūkanų norma laikotarpiu nuo 2017 iki 2019 metų yra lygi 3.12% (1 priedas). Skolinto kapitalo kaštai po mokesčių sudaro 2,65%. Rizikos premija apskaičiuota sudėjus subrendusios rinkos rizikos premiją (5.96%) bei šalies rizikos premiją (1.67%). Šalies rizikos premija pakoreguota šalies įsipareigojimų neįvykdymo dėl papildomo akcijų rinkos kintamumo rizika (1.35%). Rizikos premija yra lygi 7.63%.

3.4.1. TEO LT ir Omnitel AB vertės nustatymas

Šioje dalyje atliekamas bendrovių TEO LT AB ir Omnitel AB laisvųjų pinigų srautų įmonei prognozavimas bei aukščiau paminėtų bendrovių vertės nustatymas. Vertės nustatymo metu remiamasi prielaida, kad TEO LT AB ir Omnitel AB veiklą vykdo kaip atskiros bendrovės. Pajamų, savikainos, veiklos sąnaudų, nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudų, finansinės veiklos rezultatų prognozės grindžiamos bendrovių istoriniais rezultatais bei atlikta telekomunikacijų sektoriaus analize. Atlikus laisvųjų pinigų srautų prognozes nustatoma TEO LT AB ir Omnitel AB diskonto norma bei apskaičiuojamos šių bendrovių tęstinės vertės.

Pajamų prognozės. Atliekant TEO LT AB bei Omnitel AB pajamų prognozę remiamasi prielaida, kad bendrovių M&A sandoris yra neplanuojamas, bendrovės toliau vykdys veiklą kaip atskiri juridiniai asmenys. Kadangi jau 2016 metais TEO LT AB ir Omnitel AB pateikė konsoliduotas finansines ataskaitas, pasirinkta kaip atspirties tašką naudoti 2015 metų finansines ataskaitas bei bendrovių pajamų prognozes sudaryti laikotarpiui nuo 2016 iki 2020 metų. Šios prognozės grindžiamos atlikta telekomunikacijų sektoriaus analize. Kaip jau

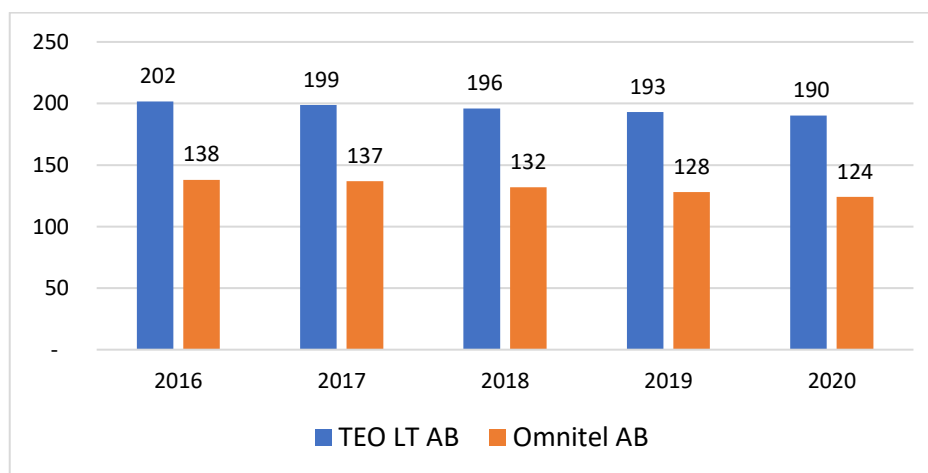
buvo minėta, bendras telekomunikacijų sektoriaus augimas 2016 metais sudarė 4,77%; 2017 metais 3,8%; 2018 metais 1,9%. Taip pat remiantis GSMA Intelligence tyrimais galima teigti, kad kadangi nagrinėjamas sektorius jau pasiekė brandos etapą, prognozuojamas telekomunikacijų sektoriaus augimas laikotarpiu nuo 2019 metų iki 2025 sudarys nuo 1,8% iki 1,9%. Tačiau verta paminėti, kad šios prielaidos nėra tinkamos tiek TEO LT AB pajamų prognozėms, tiek Omnitel AB pajamų prognozėms. Laikotarpiu nuo 2011 iki 2015 metų yra stebimas TEO LT AB pajamų kritimas, kuris vidutiniškai sudaro 1,4%. Tad atliekant TEO LT AB pajamų prognozes pasirinkta remtis istoriniu pajamų pokyčiu. Tuo tarpu Omnitel AB didžiąją dalį pajamų generuoja iš mobilus ryšio paslaugų, o šioje rinkoje yra stebimas kritimas: 2016 metais rinka paaugo vos 0,4%, 2017 metais stebimas 2,1% kritimas bei 2017 metais 6,3% kritimas. Tačiau kadangi Omnitel AB taip pat generuoja pajamas iš įrangos pardavimo teigti, kad bendrovės pelningumas reikšmingai mažesnis yra netikslinga. Atlikus 5 metų Omnitel AB finansinių ataskaitų analizę nustatyta, kad pajamos iš įrangos pardavimo laikotarpiu nuo 2011 iki 2016 metų vidutiniškai augo 5%. Šis augimas dalinai sumažina prognozuojamą pajamų kritimą. Tad nagrinėjamų bendrovių pajamų prognozės paremtos 14 lentelėje pateiktomis prielaidomis.

15 lentelė. TEO LT AB ir Omnitel AB prognozuojamas pajamų pokytis (%)

	2016	2017	2018	2019	2020
TEO LT AB	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
Omnitel AB	1%	-1%	-3%	-3%	-3%

Šaltinis: parengta darbo autorės

Žemiau atspindėtos TEO LT AB ir Omnitel AB prognozuojamos pajamos laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų.



10 pav. Teo LT AB ir Omnitel AB prognozuojamos pajamos laikotarpiu nuo 2016 metų iki 2020 metų (mln. eurų)

(parengta autorės remiantis įmonių 2015 metų finansinėmis ataskaitomis ir atlikta sektoriaus analize)

Parduotų prekių ir suteiktų paslaugų savikaina. Telekomunikacijų sektoriuje įmonių parduotų prekių ir suteiktų paslaugų savikaina tiesiogiai koreliuoja su įmonės pajamomis. Ši koreliacija yra išvelgiama vertinamų bendrovių finansinėse ataskaitose. Nagrinėjamų bendrovių prekių ir paslaugų savikainą sudaro tinklų sujungimo sąnaudos, prekių ir paslaugų įsigijimo sąnaudos, darbo užmokestis bei tinklo pajėgumo sąnaudos. Laikotarpiu nuo 2011 iki 2015 metų Omnitel AB parduotų prekių savikaina vidutiniškai sudarė 64% nuo parduotų prekių ir suteiktų paslaugų pajamų. TEO LT AB parduotų prekių ir suteiktų paslaugų savikaina vidutiniškai sudaro 27% nuo bendrovės pajamų. Ši proporcija skiriasi dėl skirtingų klientams siūlomų prekių ir paslaugų portfelio bei dėl skirtingos bendrovių struktūros. Taip pat proporcija gali skirtis dėl skirtingos darbo užmokesčio sąnaudų klasifikacijos tarp savikainos ir veiklos sąnaudų. Kadangi TEO LT AB ir Omnitel AB pajamų pripažinimas vyksta kaupimo principu, prognozuojant įmonės parduotų prekių ir suteiktų paslaugų savikainą galima remtis prielaida, kad ši proporcija atskirose bendrovėse išliks nepakitusi. Žemiau pateiktoje lentelėje (16 lentelė) pateikta informacija apie prognozuojama TEO LT AB ir Omnitel AB parduotų prekių ir suteiktų paslaugų savikainą laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų.

16 lentelė. TEO LT AB ir Omnitel AB parduotų prekių ir suteiktų paslaugų savikainos prognozės laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų (tūkst. Eurų)

	2016	2017	2018	2019	2020
TEO LT AB	54 344	53 563	52 793	52 034	51 286
Omnitel AB	88 523	87 862	85 166	82 552	80 019

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis ir telekomunikacijų sektoriaus duomenimis

Veiklos sąnaudų prognozės. Remiantis vertinamų bendrovių finansinėmis ataskaitomis, didžiąją dalį veiklos sąnaudų sudaro su darbuotojais susijusios sąnaudos ir nusidėvėjimo sąnaudos. Laikotarpiu nuo 2011 iki 2015 metų TEO LT AB veiklos sąnaudos vidutiniškai sudarė 51% nuo grupės įmonių pajamų. Omnitel AB veiklos sąnaudos vidutiniškai sudarė 32% nuo įmonės pajamų. Abiejose bendrovėse ši proporcija pasižymi pastovumu, tad prognozės bus atliekamos remiantis istoriniu veiklos sąnaudų ir pajamų santykiniu rodikliu. Žemiau pateikiamos bendrovių prognozuojamos veiklos sąnaudos (17 lentelė).

17 lentelė. AB TEO LT ir Omnitel AB veiklos sąnaudų prognozė laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų (tūkst. eurų)

	2016	2017	2018	2019	2020
TEO LT AB	103 665	102 175	100 706	99 258	97 831

Omnitel AB	43 784	43 457	42 123	40 831	39 577
------------	--------	--------	--------	--------	--------

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis

Nusidėvėjimo ir amortizacijos prognozės. Išnagrinėjus TEO LT AB finansinės padėties ataskaitą galima teigti, kad didžiąją dalį bendrovės materialaus ir nematerialaus ilgalaikio turto sudaro programinė įranga, pastatai ir įrengimai. Didžiąją dalį Omnitel AB ilgalaikio materialaus ir nematerialaus turto taip pat sudaro programinė įranga bei mašinos ir įrengimai. Kadangi šis turtas yra naudojamos paslaugų klientams tiekimui galima remtis prielaida, kad šio pobūdžio turto lygis išliks pastovus. Remiantis bendrovių finansinėmis ataskaitomis, turto nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos laikotarpiu nuo 2011 iki 2015 metų vidutiniškai sudarė 17% nuo parduotų prekių ir suteiktų paslaugų pajamų. Prognozuojant ateities nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudas remiamasi prielaida, kad šis santykis tiek TEO LT AB tiek Omnitel AB išliks nepakitęs bei bendrovė nekeis ilgalaikio materialiojo turto naudingo tarnavimo laikotarpius.

18 lentelė. TEO LT AB ir Omnitel AB nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudų prognozės (tūkst. Eur)

	2016	2017	2018	2019	2020
TEO LT AB	103 665	102 175	100 706	99 258	97 831
Omnitel AB	24 773	24 588	23 833	23 102	22 393

Šaltinis: prognozės parengtos darbo autorės remiantis bendrovių finansinėmis ataskaitomis

Kita veikla. Vertinamos bendrovės taip pat generuoja pajamas iš patalpų, automobilių ir kito turto nuomos bei siūlydamos klientams reklamos paslaugas. Remiantis Omnitel AB finansinėmis ataskaitomis bendrovė iš kitos veiklos per metus vidutiniškai uždirba 1542 tūkst. eurų. Tuo tarpu TEO LT AB kitos veiklos pajamos vidutiniškai siekia vos 146 tūkst. eurų per metus. Kadangi kitos veiklos rezultatai turi daug neapibrėžtumo bei reikalauja vadovybės įžvalgų, atliekant bendrovių laisvų pinigų srautų prognozes pasirinkta vadovautis istoriniais rezultatais.

Finansinė veikla. TEO LT AB pelno (nuostolio) ataskaitose matoma, kad finansinė veikla pasižymi nepastovumu. Vidutiniškai bendrovė iš finansinės veiklos patiria po 162 tūkst. eurų pajamų per metus. Tuo tarpu Omnitel AB iš finansinės veiklos vidutiniškai patiria 260 tūkst. eurų nuostolio per metus. Kadangi finansinės veiklos rezultatų prognozė reikalauja bendrovės vadovybės įžvalgų, nuspręsta sudarinėjant įmonės laisvųjų pinigų srautų prognozes laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų naudoti aukščiau paminėtus istorinius finansinės veiklos rezultatus.

EBIT. Atlikus visų EBIT sudedamųjų analizę apskaičiuojamas prognozuojamas TEO LT AB ir Omnitel AB pelnas prieš palūkanas ir mokesčius. Gauti rezultatai pateikti 19 lentelėje.

19 lentelė. TEO LT AB ir Omnitel AB prognozuojamas EBIT laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų (tūkst. eurų)

	2016	2017	2018	2019	2020
TEO LT AB	43 955	43 328	42 709	42 100	41 499
Omnitel AB	6 603	6 456	6 308	6 201	6 038

Šaltinis: parengta darbo autorės

Kapitalo išlaidos. Kapitalo išlaidos – tai suma, kuri yra investuojama į įmonės veiklą siekiant išnaudoti įmonės potencialą. Investicijos apima mokslinių tyrimų ir technologinės plėtros išlaidas, investicijas į pastatus įrangą ir t.t. Pagrindinės telekomunikacijų bendrovių investicijos – tai investicijos į naujos kartos technologijas ir investicijos į informacinių technologijų plėtrą. Remiantis TEO LT AB finansinėmis ataskaitomis kapitalo išlaidos vidutiniškai sudaro 20% nuo bendrovės pajamų. Tuo tarpu Omnitel AB kapitalo išlaidos vidutiniškai sudaro 15% įmonės metinių pajamų. Kadangi investicijos yra svarbus aspektas siekiant generuoti teigiamus pinigų srautus, prognozuojant įmonės ateities investicijas pasirinkta remtis istoriniu pajamų ir kapitalo išlaidų santykiu.

20 lentelė. TEO LT AB ir Omnitel AB kapitalo išlaidų prognozės (tūkst. Eurų).

	2016	2017	2018	2019	2020
TEO LT AB	40 331	39 751	39 180	38 617	38 062
Omnitel AB	20 644	20 490	19 861	19 252	18 661

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis TEO LT AB ir Omnitel AB finansinėmis ataskaitomis.

Pelno mokestis. Bendrovėms yra taikomas pelno mokesčio tarifas 15%.

Apyvartinio kapitalo pokytis. Atlikta Omnitel AB trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų analizė (2 priedas) parodė, kad didžiąją dalį bendrovės trumpalaikio turto sudaro pirkėjų įsiskolinimai (78%), atsargos (10%) ir pinigai ir pinigų ekvivalentai (7%). Omnitel AB aukšto pirkėjų įsiskolinimo lygio priežastys yra klientų kreditavimas. Klientų skolų įsiskolinimą atspindi atidėjiniai, tad visi bendrovės trumpalaikio turto komponentai koreliuoja su bendrovės pajamomis, todėl prognozuojamas trumpalaikio turto lygis siejamas su pajamų prognozėmis. Laikotarpiu nuo 2011 iki 2015 metų bendrovės trumpalaikis turtas sudarė 44% nuo ataskaitinio laikotarpio pajamų. Didžiąją dalį Omnitel AB trumpalaikių įsipareigojimų sudaro finansinės skolos (80%) bei skolos tiekėjams (13%). Omnitel AB finansinės skolos – tai suteikta TeliaSonera AB paskola. Bendrovė taip pat turėjo

SEB banko suteiktą kredito limitą, tačiau sutartis 2014 metais buvo nutraukta. Nagrinėjant finansinės skolos pokytį laikotarpiu nuo 2011 iki 2015 metų matoma, kad per finansinius metus vidutiniškai skola mažėja 3%. Atsižvelgiant į faktą, kad kredito limito sutartis nutraukta prognozuojama, kad bendrovė išlaikys fiksuotą trumpalaikės skolos lygį. Kita sudedamoji trumpalaikių įsipareigojimų dalis, skolos tiekėjams, prognozuojama remiantis prognozuojamu pajamų lygiu (21 lentelėje pateikta kaip kiti įsipareigojimai). Istorinis gautų išankstinių apmokėjimų, su darbo santykiais susijusių įsipareigojimų lygis bei kitų mokėtinų sumų ir įsipareigojimų lygis pastovus. Žemiau pateikiamos Omnitel AB apyvartinio kapitalo prognozės (21 lentelė).

21 lentelė. Prognozuojamas Omnitel AB apyvartinis kapitalas laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų (tūkst. Eurų)

	2016	2017	2018	2019	2020
Trumpalaikis turtas/pajamos (%)	44%	44%	44%	44%	44%
Trumpalaikis turtas	60 487	60 036	58 193	56 407	54 676
Skolos tiekėjams/pajamos (%)	10%	10%	10%	10%	10%
Skolos tiekėjams	13 209	13 110	12 708	12 318	11 940
Finansinės skolos	77 023	77 023	77 023	77 023	77 023
Kiti įsipareigojimai	6 996	6 996	6 996	6 996	6 996
Trumpalaikiai įsipareigojimai	94 945	92 630	90 077	87 601	85 198
Apyvartinis kapitalas	-36 741	-37 094	-38 534	-39 930	-41 283
Pokytis (Eur)	-11 726	-353	-1 440	-1 396	-1 353

Šaltinis: parengta darbo autorės

Atlikta TEO LT AB trumpalaikio turto analizė (3 priedas) parodė, kad didžiąją dalį bendrovės trumpalaikio turto sudaro pirkėjų įsiskolinimai (45%) bei pinigai ir pinigų ekvivalentai (43%). Kadangi šios trumpalaikio turto sudedamosios dalys priklauso nuo įmonės generuojamų pajamų, trumpalaikio turto prognozės laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų taip pat grindžiamos istoriniu trumpalaikio turto ir pajamų santykiu. Svarbu pabrėžti, kad nuo 2013 metų bendrovė nebeturi trumpalaikių investicijų, tad šis turtas eliminuojamas iš apyvartinio kapitalo prognozių. Didžiausias svoris bendrovės trumpalaikiuose įsipareigojimuose atitenka skolos tiekėjams ir rangovams (63%) ir ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis (35%). Prognozuojama, kad išlaikys pastovų trumpalaikės paskolos 15061 tūkst. eurų likutį. Prognozuojamos skolos tiekėjams paremtos istoriniu skolų ir pajamų santykiu bei vidutiniškai sudaro 12% bendrovės pajamų. Kitų trumpalaikių skolų sudedamųjų dalių, tokių kaip pelno mokesčio įsipareigojimai, atidėjiniai prognozės paremtos istoriniu penkių metų lygiu. Žemiau pateikiamos TEO LT AB apyvartinio kapitalo prognozės (22 lentelė).

22 lentelė. Prognozuojamas TEO LT AB apyvartinis kapitalas laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų (tūkst. Eurų)

	2016	2017	2018	2019	2020
Trumpalaikis turtas/pajamos (%)	44%	44%	44%	44%	44%
Trumpalaikis turtas	47 324	46 643	45 973	45 312	44 661
Skolos tiekėjams/pajamos (%)	12%	12%	12%	12%	12%
Skolos tiekėjams	24 275	23 926	23 582	23 243	22 909
Finansinės skolos	15 061	15 061	15 061	15 061	15 061
Kiti įsipareigojimai	234	234	234	234	234
Trumpalaikiai įsipareigojimai	40 171	40 419	40 671	40 924	41 181
Apyvartinis kapitalas	7 754	7 422	7 096	6 774	6 456
Pokytis (Eur)	1 896	-331	-327	-322	-317

Šaltinis: parengta darbo autorės

Laisvieji pinigų srautai. Remiantis aukščiau atliktomis prognozėmis, žemiau pateiktoje lentelėje apskaičiuoti AB TEO LT ir Omnitel AB laisvieji pinigų srautai

23 lentelė. AB TEO LT ir Omnitel AB laisvieji pinigų srautai laikotarpiu nuo 2016 iki 2020 metų (tūkst. Eurų)

	2016	2017	2018	2019	2020
TEO LT AB					
EBIT	43 955	43 328	42 709	42 100	41 499
Pelno mokesčio norma	15%	15%	15%	15%	15%
Kapitalo išlaidos	40 331	39 751	39 180	38 617	38 062
Nusidėvėjimas ir amortizacija	34 282	33 789	33 303	32 824	32 352
Apyvartinio kapitalo pokytis	1 896	-331	-327	-322	-317
FCFF	29 417	31 197	30 752	30 314	29 882
Omnitel AB					
EBIT	6 603	6 456	6 308	6 201	6 038
Pelno mokesčio norma	15%	15%	15%	15%	15%
Kapitalo išlaidos	20 644	20 490	19 861	19 252	18 661
Nusidėvėjimas ir amortizacija	24 773	24 588	23 833	23 102	22 393
Apyvartinio kapitalo pokytis	-11 726	-353	-1 440	-1 396	-1 353
FCFF	21 467	9 938	10 774	10 517	10 217

Šaltinis: parengta darbo autorės

Diskonto norma. TEO LT AB ir Omnitel AB diskonto norma apskaičiuojama naudojant teorinėje darbo dalyje išnagrinėtą svertinį nuosavo ir skolinto kapitalo kaštų vidurkio modelį. Vertinamų bendrovių nuosavo kapitalo kaštai apskaičiuojami pagal CAPM modelį. CAPM modelis reikalauja trijų kintamųjų: nerizikingos palūkanų normos, Beta rodiklio ir rizikos premijos rodiklio. Kaip jau buvo minėta, vertinant bendrovės remiamasi prielaida, kad TEO LT AB bei Omnitel AB skolinto kapitalo kaštai po mokesčių sudaro 2,65%. Kadangi TEO LT ir Omnitel AB paslaugas teikė ne vienoje telekomunikacijų sektoriaus rinkoje, skaičiuojant nesvertinį Beta koeficientą bendrovių pajamos pagal pajamų rūšį skirstomos į skirtingas grupes. Nesvertinis Beta rodiklis apskaičiuotas remiantis Damodoran (2019) duomenų bazėje pateiktais duomenimis bei įmonės pajamomis (4, 5 priedas). Atlikus skaičiavimus nustatyta, kad TEO LT AB svertinė unlevered Beta yra lygi 0,53 (3 priedas) bei Omnitel AB svertinė unlevered Beta lygi 0,75 (4 priedas). Įvertinus nagrinėjamų bendrovių skolos ir nuosavybės santykį nustatoma Levered Beta:

$$TEO LT AB \beta_L = \beta_u \left(1 + \left(\frac{(1-t)D}{E} \right) \right) = 0,53 \left(1 + \left(\frac{(1-0,15)52227}{234658} \right) \right) = 0,63$$

$$Omnitel AB \beta_L = \beta_u \left(1 + \left(\frac{(1-t)D}{E} \right) \right) = 0,75 \left(1 + \left(\frac{(1-0,15)104715}{61792} \right) \right) = 1,83$$

Nustačius bendrovių Levered Beta reikšmes apskaičiuojami vertinamų bendrovių nuosavo kapitalo kaštai:

$$TEO LT AB Nuosavo kapitalo kaštai = 2,32\% + 0,63(7,63\% - 2,32\%) = 5,66\%$$

$$Omnitel AB Nuosavo kapitalo kaštai = 2,32\% + 1,83(7,63\% - 2,32\%) = 12,04\%$$

Remiantis Nasdaq Baltic (2016), AB TEO LT kapitalizacija 2015 metų pabaigoje siekė 588440 tūkst. Eurų. Įmonės skola rinkos verte yra sudėtingai įvertinama, todėl toliau skaičiavimuose bus naudojama skolos balansinė vertė, kuri yra lygi 52227 tūkst. Eurų. Remiantis Damodaran, telekomunikacijų sektoriaus skolos ir nuosavybės rinkos vertė santykis vidutiniškai sudaro 24.64%. Kadangi Omnitel AB kapitalizacija yra sunkiai įvertinama, WACC skaičiavime naudojama Damodaran duomenų bazėje pateikta informacija. Remiantis aukščiau atliktais skaičiavimais ir prielaidomis, nustatoma vertinamų bendrovių WACC :

$$TEO LT AB WACC = 2.65\% \left(\frac{52227}{588440 + 52227} \right) + 5.66\% \left(\frac{588440}{588440 + 52227} \right) = 5,41\%$$

$$Omnitel AB WACC = 2.65\% \times 24,64\% + 12,04\% \times 75,36\% = 9,73\%$$

Tęstinės vertės nustatymas. Nustatant įmonės tęstinę vertę yra svarbu kuo įmanoma tiksliau ir pagrįstai nustatyti įmonės stabilaus augimo normą. Dažnu atveju įmonės augimo norma ilguoju laikotarpiu yra prilyginama ekonomikos stabilaus augimo normai. Remiantis OECD ataskaita, ekonomikos stabilaus augimo norma sudaro 2 proc. (OECD, 2019), remiantis atlikta rinkos analize, prognozuojamas telekomunikacijų sektoriaus augimas sudaro 1.9 proc. Darbo autorės manymu, augimas ilguoju laikotarpiu negali viršyti įmonės augimo trumpuoju laikotarpiu. Kadangi Omnitel AB ir TEO LT AB veikloje yra stebimas pajamų lygio mažėjimas prognozuojama, kad po prognozuojamo laikotarpio bendrovės pajamos nebekis ir išliks stabilios. Žemiau pateikiamas TEO LT AB ir Omnitel AB tęstinės vertės apskaičiavimas:

$$TEO\ LT\ AB\ Tęstinė\ vertė = \frac{29.882}{5.41\%} = 553.793 \text{ tūkst. eurų}$$

$$Omnitel\ AB\ Tęstinė\ vertė = \frac{10.217}{9.73\%} = 105.055 \text{ tūkst. eurų}$$

Atlikus TEO LT AB bei Omnitel AB laisvųjų pinigų srautų prognozes, įvertinus nuosavo ir skolinto kapitalo kaštų riziką bei įvertinus bendrovių tęstinę vertę nustatoma, kokia būtų nagrinėjamų bendrovių vertė 2015 metų pabaigoje.

24 lentelė. Teo LT AB ir Omnitel AB vertės nustatymas (tūkst. Eurų)

	2016	2017	2018	2019	2020*
TEO LT AB vertė					
Diskontuoti FCFF	27 906	28 075	26 254	24 550	
Tęstinė vertė					447 009
TEO LT AB vertė					553 793
Omnitel AB vertė					
Diskontuoti FCFF	19 564	8 255	8 155	7 255	
Tęstinė vertė					72 474
Omnitel AB vertė					115 704

2020* - įmonės tęstinė vertė įvertinus 2020 metų laisvuosius pinigų srautus

Šaltinis: parengta darbo autorės

Nustatyta TEO LT AB vertė yra 6% mažesnė už bendrovės kapitalizaciją. Remiantis šiuo faktu galima teigti, kad sudarytos prognozės yra per daug pesimistinės bei reikalauja papildomų įžvalgų arba 2015 metų pabaigoje akcijos rinkos kaina buvo pervertinta. Nustatyta, kad Omnitel AB vertė 2015 metų pabaigoje sudarė 115 704 tūkst. eurų. TEO LT AB 2015 metų finansinėse ataskaitose nurodyta, kad pirkimo sandoris įgyvendintas už 220 mln.

eurų. Remiantis nustatyta Omnitel AB verte bei sandorio verte galima teigti, kad TEO LT AB už tikėtiną sinergiją sumokėjo 104 mln. eurų.

3.4.2. Telia Lietuva AB vertės nustatymas

Siekiant įvertinti M&A sandorio vertę šioje dalyje atliekamas naujai įkurtos bendrovės, Telia Lietuva AB, vertės nustatymas. Atlikus vertės nustatymą Telia Lietuva AB vertė bus lyginama su konsoliduota TEO LT AB ir Omnitel AB verte bei skirtumas tarp nustatytų verčių bus traktuojamas kaip M&A sandorio sukurta sinergija. Vertės nustatymas taip pat atliekamas diskontuotų pinigų srautų metodu. Kaip jau buvo minėta, pirkimo sandoris įgyvendintas 2016 metais bei pilna bendrovių integracija įvyko 2017 metais. Teorinėje darbo dalyje išnagrinėta, kad dažniausiu atveju M&A sandorio sinergija pasireiškia 2 metų laikotarpyje. Prielaidų formavimui pasirinkta remtis 2016, 2017 bei 2018 metų finansinėmis ataskaitos. Prognozės formuojamos laikotarpiui nuo 2019 iki 2023 metų.

Pajamų prognozė. Išnagrinėjus bendrovės finansines ataskaitas nustatyta, kad Telia Lietuva AB pajamos laikotarpį nuo 2017 iki 2018 metų išaugo 1.9%. Augimas prilygsta prognozuojam telekomunikacijų rinkos augimui, tad tolimesnės prognozės bus pagrįstos GSMA Intelligence prognozuojamų augimu, kuris taip pat sudaro 1.9%.

Parduotų prekių ir paslaugų savikainos prognozė. Kaip jau buvo minėta, parduotų prekių ir suteiktų paslaugų savikaina tiesiogiai koreliuoja su įmonės generuojamomis pajamomis. Prognozuojant bendrovės suteiktų paslaugų ir parduotų prekių savikainą nuspręsta remtis istoriniu savikainos ir pajamų santykiu, kuris sudaro 39% nuo generuojamų pajamų. 25 lentelėje pateikiamos vertinamos bendrovės pajamų ir savikainos prognozės.

25 lentelė. Telia Lietuva AB savikainos prognozės nuo 2019 iki 2023 metų (tūkst. Eurų)

Metai	Istoriniai duomenys			Prognozuojami duomenys				
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Pajamos	345 906	368 636	376 494	383647	390937	398364	405933	413646
Savikaina	128 878	148 187	151 682	150575	153436	156351	159322	162349
Santykis	39%							

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis įmonės istoriniais duomenimis ir telekomunikacijų rinkos duomenimis

Veiklos sąnaudų prognozės. Įmonės veiklos sąnaudas sudaro su darbuotojais susijusios sąnaudos bei kitos veiklos sąnaudos. Su darbuotojais susijusios sąnaudos per 2018 metus sumažėjo 6%. Šis pokytis yra susijęs su bendrovės struktūriniais pokyčiais. Nasdaq OMX Vilnius paskelbė, kad Telia AB mažina darbuotojų skaičių (Nasdaq OMX Vilnius, 2019).

Remiantis šia informacija galima teigti, kad įmonės su darbuotojais susijusios sąnaudos laikotarpiu nuo 2019 iki 2020 mažės. Šiuo metu įmonėje dirba 1833 darbuotai (Creditinfo, 2019). Nasdaq OMX Vilnius skelbia, kad per 2019 metus darbuotojų skaičius sumažės 285 etatais. Kadangi vienos darbo vietos vidutinės metinės sąnaudos sudaro apie 28 tūkst. Eurų, etatų panaikinimas sumažins įmonės veiklos sąnaudas apytiksliai 8 mln. Eurų. Analizuojant įmonės finansines ataskaitas identifikuota, kad kitos veiklos sąnaudos yra panašaus lygio bei vidutiniškai sudaro 12% įmonės pajamų. Kitų veiklos sąnaudų prognozės paremtos istoriniais įmonės rezultatais (26 lentelė).

26 lentelė. Telia Lietuva AB veiklos sąnaudų prognozės laikotarpiu nuo 2019 iki 2023 metų (tūkst. Eur)

Metai	Istoriniai duomenys			Prognozuojami duomenys				
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Veiklos sąnaudos	168881	167307	161897	167467	170801	174198	177660	181187

Šaltinis: parengta darbo autorės

Nusidėvėjimo ir amortizacijos prognozės. Remiantis Telia AB finansinėmis ataskaitomis įmonės nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos yra pastovaus lygio bei vidutiniškai sudaro 18% įmonės pajamų. Prognozuojamos sąnaudos paremtos istorinių nusidėvėjimo ir pajamų santykiu (27 lentelė).

27 lentelė. Telia Lietuva AB nusidėvėjimo ir amortizacijos prognozės (tūkst. Eur)

Metai	Istoriniai duomenys			Prognozuojami duomenys				
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nusidėvėjimas ir amortizacija	63233	67044	64552	65220	66459	67722	69009	70320

Šaltinis: prognozės parengtos darbo autorės remiantis įmonės pelno (nuostolio) ataskaitomis

Finansinė veikla. Remiantis bendrovės paskutinių 3 metų finansinėmis ataskaitomis, finansinės ir investicinės veiklos rezultatas grynąja verte vidutiniškai sudaro 402 tūkst. Eurų per metus. Formuojant įmonės laisvuosius pinigų srautus remiamasi prielaida, kad šis lygis prognozuojamu laikotarpiu išliks pastovus

EBIT. Atlikus visų veiklos pelno prieš palūkanas ir mokesčius komponentų vertinimą nustatomas prognozuojamas bendrovės EBIT laikotarpiu nuo 2019 iki 2023 metų (28 lentelė).

28 lentelė. Įmonės Telia Lietuva AB prognozuojamas pelnas prieš palūkanas ir mokesčius (tūkst. Eur)

	2019	2020	2021	2022	2023

EBIT	65203	66298	67413	68550	69708
------	-------	-------	-------	-------	-------

Šaltinis: parengta darbo autorės

Kapitalo išlaidos. Remiantis RRT ataskaitomis, Telia AB investicijos į telekomunikacijų struktūrą yra didžiausios rinkoje. Telia AB neskelbia duomenų apie planuojamas investicijas, tad prognozuojamos bendrovės investicijos paremtos istoriniu investicijų ir pajamų santykiu. Prognozuojamos kapitalo išlaidos pateikiamos 28 lentelėje

Pelno mokestis. Pelno mokesčio skaičiavimams naudojamas standartinis 15% pelno mokestis

Apyvartinio kapitalo pokytis. Išnagrinėjus bendrovės trumpalaikį turtą (6 priedas) nustatyta, kad didžiąją dalį trumpalaikio turto sudaro pirkėjų įsiskolinimai (67%), pinigai ir pinigų ekvivalentai (24%), bei atsargos (7%). Šis turtas yra glaudžiai susijęs su įmonės pajamomis bei vidutiniškai sudaro 41% nuo bendrovės generuojamų pajamų. Trumpalaikio turto prognozės paremtos istoriniu trumpalaikio turto ir pajamų santykiu. Išnagrinėjus bendrovės trumpalaikius įsipareigojimus nustatyta, kad didžiąją dalį įsipareigojimų sudaro finansinės (55%) skolos bei skolos tiekėjams ir rangovams (44%). Kadangi finansinių skolų lygis laikotarpiu nuo 2016 metų iki 2018 metų stipriai varijuoja, į trumpalaikių įsipareigojimų prognozes įtraukiamas vidutinis dviejų metų skolos lygis. 2016 metų skola eliminuojama, kadangi skolos išaugimas yra susijęs su bendrovės Omnitel AB įsigijimų. Skolos tiekėjams ir rangovams prognozuojamos atsižvelgiant į prognozuojamų pajamų lygį. Žemiau (29 lentelė) pateikiamos Telia Lietuva AB apyvartinio kapitalo prognozės.

29 lentelė. AB Telia Lietuva apyvartinio kapitalo prognozės

	2019	2020	2021	2022	2023
Trumpalaikis turtas/pajamos (%)	41%	41%	41%	41%	41%
Trumpalaikis turtas	155981	158 944	161964	16 041	168177
Skolos tiekėjams/pajamos (%)	14%	14%	14%	14%	14%
Skolos tiekėjams	53 612	54 631	55 669	56 726	57 804
Finansinės skolos	46 589	46 589	46 589	46 589	46 589
Kiti įsipareigojimai	2 233	2 233	2 233	2 233	2 233
Trumpalaikiai įsipareigojimai	102434	103452	104490	105548	106626
Apyvartinis kapitalas	53 547	55 492	57 474	59 493	61 551
Pokytis (tūkst. Eur)	16 483	1 945	1 982	2 020	2 058

Šaltinis: parengta darbo autorės

Įmonės laisvieji pinigų srautai. Atlikus FCFF komponentų analizę ir prognozes nustatomi Telia Lietuva AB laisvieji pinigų srautai laikotarpiu nuo 2019 iki 2023 metų (30 lentelė).

30 lentelė. Telia Lietuva AB laisvieji pinigų srautai (tūkst. eurų)

	2019	2020	2021	2022	2023
Telia Lietuva AB					
EBIT	65 606	66 700	67 815	68 952	70 110
Pelno mokesčio norma	15%	15%	15%	15%	15%
Kapitalo išlaidos	69 057	70 369	71 706	73 068	74 456
Nusidėvėjimas ir amortizacija	65 220	66 459	67 722	69 009	70 320
Apyvartinio kapitalo pokytis	16 483	1 945	1 982	2 020	2 058
FCFF	35 445	50 841	51 677	52 530	53 399

Šaltinis: parengta darbo autorės

Sekantis žingsnis Telia Lietuva vertės nustatyme yra diskonto norma apskaičiavimas. Kaip jau buvo minėta, skolinto kapitalo kaštai po mokesčių sudaro 2,65%, svertinis Beta koeficientas lygus 0,68 (7 priedas). Įvertinus nagrinėjamų bendrovių skolos ir nuosavybės santykį nustatomas Levered Beta rodiklis:

$$Telia Lietuva AB \beta_L = \beta_u \left(1 + \left(\frac{(1-t)D}{E} \right) \right) = 0,68 \left(1 + \left(\frac{(1-0,15)242171}{319776} \right) \right) = 1,12$$

Nustačius bendrovių Levered Beta reikšmes apskaičiuojami vertinamų bendrovių nuosavo kapitalo kaštai:

$$Telia Lietuva AB Nuosavo kapitalo kaštai = 2,32\% + 1,12(7,63\% - 2,32\%) = 8,27\%$$

Remiantis Nasdaq Baltic (2019), šiuo metu Telia Lietuva AB kapitalizacija siekia 739920 tūkst. Eurų. Atliekant WACC nustatymą naudojama skolos balansinė vertė, kuri yra lygi 242171 tūkst. Eurų bei bendrovės kapitalizacija.

$$Telia Lietuva AB WACC = 2,65\% \left(\frac{242171}{739920 + 242171} \right) + 8,27\% \left(\frac{739920}{739920 + 242171} \right) = 6,88\%$$

Atlikus Telia Lietuva AB FCFF prognozes bei nustačius diskonto norma apskaičiuojami įmonės diskontuoti pinigų srautai laikotarpiu nuo 2019 iki 2023 metų bei nustatoma įmonės tęstinė vertė. Kadangi rinka jau pasiekė brandos etapą bei rinkoje stebimas konkurencijos augimas, prognozuojama, kad bendrovės augimas ilguoju laikotarpiu bus lygus 1%. Žemiau pateikiami gauti tyrimo rezultatai.

31 lentelė. Telia Lietuva AB vertė

	2019	2020	2021	2022	2023*
Diskontuoti FCF	33 162	44 503	42 321	40 249	
Diskontuota tęstinė vertė					695 334
Telia Lietuva AB vertė					855 569

2023* - įmonės tęstinė vertė įvertinus 2023 metų laisvuosius pinigų srautus

Šaltinis: parengta darbo autorės

Remiantis atliktu tyrimu galima teigti, kad Telia Lietuva AB vertė po TEO LT AB ir Omnitel AB susijungimo sudaro 855 569 tūkst. eurų. Literatūroje nurodoma, kad susijungimo sinergija pasireiškia 2 metų laikotarpyje. Remiantis šiuo teiginiu galima teigti, kad nustatyta bendrovės vertė atspindi M&A sandorio sukurtą sinergiją.

3.4.3. Sinergijos vertinimas

Įvertinus atskiras bendroves TEO LT AB, Omnitel AB bei Telia Lietuva AB atliekamas M&A sandorio sukurtos sinergijos vertės įvertinimas. Žemiau pateiktos tyrimo metu nustatytos bendrovių vertės.

32 lentelė. Tyrimo rezultatai (tūkst. Eurų)

	Vertė
TEO LT AB	553 793
Omnitel AB	115 704
Konsoliduota TEO LT AB ir Omnitel AB vertė	669 497
Telia Lietuva AB	855 569
Vertės prieaugis	186 072

Šaltinis: parengta darbo autorės

Vertės nustatymo tyrimas parodė, kad yra matomas žymus vertės prieaugis, kuris sudaro 186 mln. eurų. Remiantis gautais rezultatais galima daryti prielaidą, kad TEO LT AB ir Omnitel AB M&A sandorio sinergijos vertė yra lygi 70,3 mln. Eurų. Verta paminėti, kad TEO LT AB įgyvendino M&A sandorį už 220 mln. Eurų. Remiantis šiuo faktu galima teigti, kad TEO LT tinkamai įvertino Omnitel AB bei sandorio sukurtos sinergijos vertę bei tinkamai nustatė įmonės pirkimo kainą.

Siekiant įvertinti kaštų sinergiją yra svarbu įvertinti, kokie kaštai įmonėms susijungus sumažėjo. Kadangi telekomunikacijų sektoriuje veiklos sąnaudos tiesiogiai koreliuoja su veiklos sąnaudomis, siekiant įvertinti veiklos sąnaudų sinergiją lyginamas 2015 metų Omnitel AB ir TEO LT AB konsoliduotų veiklos sąnaudų ir pajamų santykis bei faktinis naujai įkurtos bendrovės Telia Lietuva AB sąnaudų ir pajamų santykis. TEO LT AB veiklos sąnaudos 2015 metais sudarė 104 427 tūkst. Eurų bei Omnitel AB veiklos sąnaudos 2015 metais sudarė 40675

tūkst. Eurų. Konsoliduotos 2015 atskirų bendrovių veiklos sąnaudos sudarytų 145 102 tūkst. eurų. Tuo tarpu 2015 TEO LT AB pajamos siekė 202 285 tūkst. eurų bei Omnitel AB pajamos buvo lygios 136 677 tūkst. eurų. Atitinkamai, konsoliduotos bendrovių pajamos lygios 338 962 tūkst. eurų. Remiantis šiais duomenimis, veiklos sąnaudų ir pajamų santykis lygus 42,8%. Įvertinus Telia Lietuva AB 2018 metų veiklos sąnaudas ir pajamas nustatyta, kad šis rodiklis siekia 43%. Remiantis šiais skaičiavimais galima teigti, kad veiklos sąnaudų taupymo sinergiją M&A nepasireiškė.

Prie masto ekonomijos taip pat galima priskirti parduotų prekių ir suteiktų paslaugų savikainos mažinimą. Toliau bus iširta, ar M&A padėjo įmonėms padidinti parduotų prekių ir suteiktų paslaugų maržą. Savikainos sąnaudų sinergija apskaičiuojama tokių pačių principų, kaip buvo įvertinta veiklos sąnaudų sinergija. Nustatyta, kad konsoliduotas TEO LT AB ir Omnitel AB 2015 metų savikainos ir pajamų santykis sudaro 30%. Tuo tarpu Telia AB 2018 metų savikainos ir pajamų santykis sudaro 40%. Remiantis atliktais skaičiavimais galima teigti, kad masto ekonomija taip pat nepasireiškė bei paslaugų ir prekių marža sumažėjo.

Atliekant pajamų sinergijos vertinimą nagrinėjamos konsoliduotos TEO LT AB ir Omnitel AB 2015 metų pajamos, kurios sudaro 338 962 tūkst. Eurų. Tuo tarpu faktinės 2018 metų Telia Lietuva AB pajamos lygios 376 494 tūkst. eurų. Remiantis šiais duomenimis apskaičiuota, kad per 3 metus naujos bendrovės pajamos išaugo 11%. Žemiau pateikiamas pajamų sinergijos įvertinimas (33 lentelė).

33 lentelė. Pajamų augimo sinergijos vertinimas (tūkst. Eurų)

	Telia Lietuva AB (pajamų sinergijai nepasireiškus)	Telia Lietuva AB (pasireiškus pajamų sinergijai)	Sinergijos vertė
2018 metų pajamos	338 962	376 494	
Diskontuoti FCFF	188 594	198 151	
Vertė	782 576	855 569	72 993

Šaltinis: parengta darbo autorės.

Remiantis atlikta analize galima teigti, kad bendrovės vertės prieaugis siejamas su pasireiškusia pajamų sinergija, kurios vertė sudaro beveik 73 mln. Eurų. Tačiau šioje vietoje svarbu pabrėžti, kad yra tikėtina, jog kaštų sinergija dar nespėjo pasireikšti bei nustatyta sinergijos vertė yra pesimistinė. Darbo autorės nuomone nustatyti, kada M&A sandorio sinergija pilnai pasireiškia naujai įkurtos bendrovės veikloje yra neįmanoma. Šioje vietoje išvelgiama pagrindinė vertės nustatymo problema bei galima pagrįsti elgsenos teorijoje nagrinėjamą teiginį, kad nustatyti sinergijos vertę yra sunkiai įmanoma.

IŠVADOS

1. Atlikus įmonių M&A sandorių sampratų apžvalgą galima teigti, kad įmonių susijungimas – tai sandoris, kurio metu viena bendrovė nustoja veikti kaip atskiras juridinis asmuo ir yra sujungiamama su kita bendrove. Įmonių įsigijimo sąvoką galima apibrėžti kaip kitos įmonės kontrolinio akcijų paketo įsigijimas bei valdymo perdavimas kitai įmonei. Nustatyta, kad M&A sandoriai pasižymi cikliškumu bei sandorių skaičius koreliuoja su ekonominėmis sąlygomis regione, kreditavimo galimybėmis, pramonės šokais bei globalizacija. Remiantis atlikta M&A sandorių sampratos analizę galima teigti, kad augančiam M&A sandorių skaičiui didelę įtaką daro nuolat auganti konkurencija. Įmonių M&A – tai viena iš priemonių verslo plėtrai ir konkurencinio pranašumo užtikrinimui, įrankis sparčiai vystyti įmonės augimą. Pagrindiniai šių sandorių motyvai – tai aukštesnių rezultatų ir didesnio pelno siekimas, spartesnės plėtros poreikis bei konkurencinio pranašumo siekimas. Literatūroje išskiriami 4 pagrindiniai M&A sandorių tipai: vertikalus susijungimas, horizontalus susijungimas, koncentriniai M&A bei konglomeratiniai M&A. Visais aukščiau paminėti M&A sandoriai orientuoti į vieną bendrą neoklasikinėje teorijoje nagrinėjamą motyvą – susijungimo sinergiją. Remiantis neoklasikine teorija galima teigti, kad M&A sandoriai yra neorganinio augimo strategija kuri dažnu atveju sukuria kaštų ir/arba pajamų sinergiją bei didina įmonės vertę. Tačiau oponentai, elgsenos teorijos atstovai teigia, kad nustatyti sinergijos vertę yra neįmanoma, kadangi vertinimas yra grindžiamas prielaidomis. Neoklasikinė ir elgsenos teorijos pabrėžia nesutarimą dėl sinergijos vertės nustatymo tikslumo bei būdu.
2. Atlikus įmonės vertės nustatymo metodų analizę nustatyta, kad pagrindiniai ir plačiausiai naudojami vertės nustatymo metodai yra pajamų, turto ir rinkos daugiklių metodai. Nustatyta, kad pajamų grupei priklausantys vertės nustatymo metodai yra paremti įmonės pinigų srautais bei atspindi įmonės potencialą. Nustatyta kad diskontuotų pinigų srautų metodas yra tinkamiausias M&A sandorio vertinimui. Tačiau reikia nepamiršti, kad diskontuotų pinigų srautų metodas yra grindžiamas vertintojo prognozėmis bei prielaidomis, kurios gali būti per daug optimistinės arba pesimistinės, tad gautas rezultatas gali būti šališkas.
3. Atlikta telekomunikacijų sektoriaus analizė parodė, kad laikotarpiu nuo 2013 iki 2018 metų pasireiškė telekomunikacijų sektoriaus augimas. Vidutinis šio laikotarpio augimas sudaro 5%. Išnagrinėjus sektoriaus prognozes nustatyta, kad prognozuojamas sektoriaus augimas laikotarpiu nuo 2019 iki 2023 metų sudaro 1,9%. Atlikta Lietuvos

telekomunikacijos sektoriaus analizė padėjo nustatyti 3 pagrindinius rinkos dalyvius: Telia Lietuva AB, UAB Bitė Lietuva bei Tele2 Lietuva. Nustatyta, kad stambiausias rinkos dalyvis – tai AB Telia Lietuva. RRT ataskaitoje nurodoma, kad investicijos į ryšių infrastruktūrą Lietuvoje mažėja bei per 2018 metus investicijos sumažėjo 23,43%. Kadangi telekomunikacijų sektoriuje bendrovių generuojamos pajamos koreliuoja su investicijomis į infrastruktūrą numatoma, kad rinkos pajamos mažėja bei augimas sulėtės. Išnagrinėjus makroekonominę aplinką pritaikant PEST modelį nustatyta, kad telekomunikacijų rinka yra stipriai reguliuojama bei prižiūrima, tačiau politinių rizikų AB Telia Lietuva pelningumui neįžvelgta. Išnagrinėjus Lietuvos ekonomikos augimą nustatyta, kad ekonomikos augimą sulėtins gyventojų perkamosios galios augimas bei kainų augimas, demografiniai iššūkiai, investicijų kritimas dėl didėjančio neapibrėžtumo bei eksporto sumažėjimas. Sulėtėjęs ekonomikos augimas gali neigiamai paveikti AB Telia Lietuva pajamas bei atsiranda rizika, kad įmonės klientai pasirinktų pigesnę paslaugų tiekėją arba atsisakys tam tikrų prekių/paslaugų. Išnagrinėjus socialinius faktorius nustatyta, kad Lietuvos darbingo amžiaus gyventojų skaičius toliau mažėja bei populiacija sensta. Šie veiksniai gali tiek teigiamai, tiek neigiamai paveikti telekomunikacijų sektoriaus bendroves bei jų generuojamus pinigų srautus. Trumpuoju laikotarpiu telekomunikacijų paklausą gali sulėtinti vyresnio amžiaus šalies gyventojai. Tačiau mažėjant darbingo amžiaus gyventojų skaičiui vidutinis darbo užmokestis didėja bei gyventojai gali skirti didesnę dalį pajamų įvairioms paslaugoms. Remiantis šiais faktais numatoma, kad socialiniai faktoriai neturėtų neigiamai paveikti nagrinėjamos bendrovės pelningumo. Išnagrinėjus technologinius faktorius nustatyta, kad 5G ryšio paslaugos greitu metu pasieks šalies gyventojus bei sumažins technologinių faktorių riziką AB Telia Lietuva pelningumui.

4. Atlikus Telia Lietuva AB veiklos ir finansinę analizę nustatyta, kad bendrovė teikia tokias paslaugas, kaip interneto ir televizijos tiekimas, duomenų perdavimas, vaizdo stebėjimo paslaugos, įrangos pardavimas ir nuoma, IT priežiūros paslaugos, fiksuoto bei mobilaus ryšio paslaugos. Atlikta konkurencinės padėties analizė parodė, kad didžiausią grėsmę nagrinėjamos bendrovės veiklai kelia didelė konkurencija rinkoje. Pagrindinė konkurencinės grėsmės priežastis yra ta, kad didžioji dalis šalies gyventojų jau naudojami telekomunikacijų paslaugomis ir turi ilgalaikį telekomunikacijų tiekėją. Vienintelė galimybė rinkoje veikiančioms įmonėms užimti didesnę rinkos dalį – tai pritraukti klientus iš kitų tiekėjų siūlant patrauklesnes kainas, aukštesnę paslaugų arba prekių kokybę arba teikiant specialius pasiūlymus. Pirkėjai taip gali sukelti didelę grėsmę paslaugų tiekėjams. Kadangi pagrindinių rinkos dalyvių siūlomų paslaugų

kokybė yra panaši arba vienoda, kliento pasirinkimas paremtas kainomis bei papildoma pridėtinė verte, kurią gali pasiūlyti tam tikras paslaugų tiekėjas. Pakaitalų grėsmė yra maža, kadangi vis telekomunikacijų rinkos skvarbos lygis toliau sėkmingai auga. Telekomunikacijų sektoriuje taip pat išlieka tiekėjų galios grėsmė. Balso ir duomenų perdavimo paslaugų tiekimui yra naudojama brangi ir speciali įranga. Ši rizika yra vertinama kaip vidutinė, kadangi įranga tik gėdimo atveju reikalauja papildomu investicijų. Atlikus AB Telia Lietuva finansinių rodiklių analizę nustatyta, kad naujai įkurtos bendrovės rezultatai po įgyvendinto M&A sandorio išaugo. Vidutinė turto gražos rodiklis išaugo 2,6%, nuosavybės pelno norma padidėjo 1,5% bei turto apyvartumas išaugo 6%. Remiantis šiais rodikliais galima numanyti, kad 2018 finansinių metų AB Telia Lietuva rezultatai atspindi pasireiškusią M&A sandorio sinergiją.

5. Diskontuotų pinigų srautų vertės nustatymo metodas parodė, kad TEO LT AB vertė prieš M&A sandorį sudarė 553 793 tūkst. eurų, Omnitel AB vertė prieš sandorį sudarė 115 704 tūkst. eurų bei Telia Lietuva AB vertė 2018 metų pabaigoje sudarė 855 569 tūkst. eurų. Literatūroje nurodoma, kad susijungimo sinergija pasireiškia 2 metų laikotarpyje. Remiantis šiuo teiginiu galima teigti, kad nustatyta bendrovės vertė atspindi M&A sandorio sukurtą sinergiją. Vertės nustatymo tyrimas parodė, kad yra matomas žymus vertės prieaugis, kuris sudaro 186 mln. eurų. Remiantis gautais rezultatais galima daryti prielaidą, kad TEO LT AB ir Omnitel AB M&A sandorio sinergijos vertė yra lygi 70,3 mln. Eurų. Verta paminėti, kad TEO LT AB įgyvendino M&A sandorį už 220 mln. Eurų. Remiantis šiuo faktu galima teigti, kad TEO LT tinkamai įvertino Omnitel AB bei sandorio sukurtos sinergijos vertę bei tinkamai nustatė įmonės pirkimo kainą.
6. Telekomunikacijų sektoriuje veiklos sąnaudos tiesiogiai koreliuoja su veiklos sąnaudomis, siekiant įvertinti veiklos sąnaudų sinergiją darbe palygintas 2015 metų Omnitel AB ir TEO LT AB konsoliduotų veiklos sąnaudų ir pajamų santykis bei faktinis naujai įkurtos bendrovės Telia Lietuva AB sąnaudų ir pajamų santykis. Nustatyta, kad veiklos sąnaudų ir pajamų santykis lygus 42,8%. Įvertinus Telia Lietuva AB 2018 metų veiklos sąnaudas ir pajamas nustatyta, kad šis rodiklis siekia 43%. Remiantis šiais skaičiavimais galima teigti, kad veiklos sąnaudų taupymo sinergiją M&A nepasireiškė. Nagrinėjant masto ekonomijos poveikį bendrovės rezultatams nustatyta, kad konsoliduotas TEO LT AB ir Omnitel AB 2015 metų savikainos ir pajamų santykis sudaro 30%. Tuo tarpu Telia AB 2018 metų savikainos ir pajamų santykis sudaro 40%. Remiantis atliktais skaičiavimais galima teigti, kad masto ekonomija taip pat

nepasireiškė. Nustatyta, kad pasireiškusi M&A sandorio sinergija siejama su pajamų augimu. Remiantis atliktais skaičiavimais teigiama, kad pajamų sinergija sudaro 72 993 tūkst. eurų.

7. Atlikus M&A sandorio vertės nustatymą identifikuota, kad pagrindinė vertės nustatymo problema – tai nustatyti, kada M&A sandorio sinergija pilnai pasireiškė naujai įkurtos bendrovės veikloje. Remiantis atliktu tyrimu TEO LT AB ir Omnitel AB M&A sandoris nesukūrė kaštų sinergijos. Tačiau toks reiškinys yra labai retas telekomunikacijų sektoriaus bendrovių susijungime. Taip pat formuojant prielaidas naujai įkurtos bendrovės vertinimui yra jaučiama istorinių duomenų stoka. Dėl šios priežasties prognozuojamas augimas trumpuoju laikotarpiu yra grindžiamos sektoriaus prognozėmis bei įžvalgomis. Dėl informacijos trūkumo nustatyta bendrovės vertė gali būti tiek optimistinė, tiek pesimistinė.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. Audruškevičius, K., (2018). Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka: vertės kūrimas susijungiančioms įmonėms. Vilniaus Universitetas
2. Bernard, A., M, Clinton, A., Thwala (2016). Conceptualizing growth of small and medium-size construction firms in Ghana. Prieiga per internetą: <http://socioeconomica.info/jspui/bitstream/11171/235/1/15.pdf>
3. Clayman, M., R., Fridson, M., S., Troughton, G., H. (2012). Corporate Finance. A practical approach. . John Wiley & Sons.Inc.
4. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies (4th edition)*. McKinsey & Company. John Wiley & Sons.Inc.
5. Corporate Finance Institute (2015). *Types of Mergers*. 2015 to 2019 CFI Education Inc. Prieiga per internetą: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/types-of-mergers/>
6. Corporate Finance Institute (2015). *What is Synergy valuation*. 2015 to 2019 CFI Education Inc. Prieiga per internetą: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/templates/excel-modeling/financial-synergy-valuation/>
7. CreditInfo biuras. Prieiga per internetą: <https://lt.creditinfo.com/>
8. Damodaran A, 2015. The value of synergy. Prieiga per internetą: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>
9. Damodaran A., 2019. *Damodaran Online*. Prieiga per internetą: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
10. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Toronto, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
11. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. University Edition* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
12. Damodaran, A. (2005). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Prieiga per internetą: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>
13. Damodaran, A. (2009). *Valuing Financial Service Firms*. Prieiga per internetą: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>
14. Damodaran, A. (2010). *The Dark Side of Valuation* (2nd edition). New Jersey: Pearson Education Limited.

15. Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
16. Dolenc, P., Stubelj, I., Laporšek, S. (). What is the Objective of a Firm? Overview of Theoretical Perspectives. Prieiga per internetą: <http://www.hippocampus.si/ISBN/978-961-6832-32-8/papers/dolenc.pdf>
17. Dringoli, A. (2016). *Mergers and Acquisitions Strategy. How to create value*. Hoboken: Edward Elgar P
18. Ebner, S. (2012). *The Economics of mergers & acquisitions*. The University of Passau.
19. European Telecommunications Network Operators' Association, 2019. *The state of digital communications 2019. Ideas, facts and figures on the sector*. Prieiga per internetą: <https://etno.eu/datas/publications/annual-reports/ETNO%20Annual%20Economic%20Report%202019%20final%20web.pdf>
20. Europos Komisija, 2019. Prieiga per internetą: https://ec.europa.eu/info/departments/communication_lt
21. Evans, F. C. and Bishop D. M. (2001). *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*. New York: John Wiley & Sons.Inc.
22. Fernandez, P. (2002, January). *Company Valuation Methods. The Most Common Errors In Valuation*. IESE Business School – University of Navara.
23. Finansų analitikų asociacija (2019). 2018 M. LIETUVOS ĮSIGIJIMO SANDORIAI. Prieiga per internetą: http://www.finansai.lt/images/m_a_sandoriai/MA%20sandoriai%20Lietuvoje%202018.pdf
24. Fiorentino, R., Garzella, S. (2014). *The Synergy Valuation Models: Towards the Real Value of Mergers and Acquisitions*. ISSN 1450-2887
25. Foss, N., J. (2003). *Resources, firms, and strategies*. Hoboken: Oxford University Press Inc., New York.
26. Galinienė, B. (2015). *Turto ir verslo vertinimo sistemos transformacijos*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
27. Gaughan P., A. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc. Prieiga per internetą: http://www.r-5.org/files/books/ethology/enterprise/Patrick_Gaughan-Mergers_and_Acquisitions-EN.pdf
28. Gitman, L. J. (2009). *Principles of Managerial Finance* (12th ed., Vol. 976). Pearson Addison Wesley.

29. GSM Association (2019). *The Mobile Economy 2019*. Prieiga per internetą: <https://www.gsmainelligence.com/research/?file=b9a6e6202ee1d5f787cfebb95d3639c5&download>
30. Hitchner R. J. (2006) *Financial valuation: Applications and Models* (2nd ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
31. Kancerevyčius, G. (2004). *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smelteja.
32. Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies* (5th edition). McKinsey & Company
33. Larrabee, D.T., Voss, J.A. (2012). *Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options*.
34. Lietuvos Bankas, 2019. Lietuvos ekonomikos apžvalga (2019 metų kovas). Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/lt/leidiniai/lietuvos-ekonomikos-apzvalga-2019-m-kovas>
35. Lietuvos Bankas, 2019. *Paskolų palūkanų normos*. Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/lt/paskolu-palukanu-normos>
36. Lietuvos Respublikos ryšių reguliavimo tarnybos strategijos departamento ekonominės analizės skyrius, 2019. *2018 m. IV ketvirtį vykdytos elektroninių ryšių veiklos ataskaita pagal elektroninių ryšių tinklų ir (arba) paslaugų teikėjų pateiktą informaciją*. Prieiga per internetą: https://www.rrt.lt/wp-content/uploads/2019/03/Ataskaita_2018_IV_ketvirtis-03.28.pdf
37. Lietuvos Respublikos susisiekimo ministerija, 2019. Prieiga per internetą: <https://sumin.lrv.lt/>
38. Massari, M., Gianfrante, G., & Zanetti, L. (2014). *The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial institutions*. New York: John Willey & Sons, Ltd
39. McCarrhy, K., Dolfsma, W. (2013). *Understanding Mergers and Acquisitions in the 21st Century*. Palgrave Macmillan UK.
40. Natalwala, H. CA. (2011). *Business Valuation. Needs & Techniques*. Prieiga per internetą: <http://www.icaiaf.org/BusinessValuation.pdf>
41. Palepu, K. G., Healy, P. M., Peek, E. (2007). *Business analysis and valuation*. IFRS edition (1st edition). Thomson Learning.
42. Pearl, J., Rosenbaum, J. (2013). *Investment Banking. Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. John Wiley & Sons, Inc.

43. Ratner, I., Stein G. T., Weitnauer J. C. (2009). *Business Valuation and Bankruptcy*. John Wiley&Sons, Inc.
44. Saltelli, A., Ratto, M., Andres, T., Campolongo, F., Cariboni, J., Gatelli, D., Saisana, M., Tarantola, S. (2008). *Global Sensitivity Analysis. The Primer*. John Wiley & Sons.Inc.
45. Sarrazin, H. (2011). *Understanding the strategic value of IT in M&A*. McKinsey & Company.
46. Tarptautinė vertinimo standartų tarnyba. (2013). *Tarptautiniai vertinimo standartai*. Prieiga per internetą: <http://www.avnt.lt/assets/Teisine-informacija/Vertinimas/TVS-2013-aktuali-5.pdf>
47. Telia Lietuva AB, 2019. 2018 m. tvarios veiklos ataskaita. Prieiga per internetą: https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/tel1/2018_esg_lt.pdf
48. Telia Lietuva AB, 2019. 2018 m. veiklos rezultatai. Prieiga per internetą: https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/tel1/2018_ar_lt_eur_00.pdf
49. Widuri, R., Sutanto, J. E. (2018). *Differentiation Strategy and Market Competition as Determinants of Earnings Management*. ISSN 2352-5428. Prieiga per internetą: <https://www.atlantis-pess.com/proceedings/teams-18/55911637>

MERGERS AND ACQUISITIONS: VALUE ESTIMATION ISSUES

Alina ŠINKAUSKAITĖ

Paper for the Master's degree

Finance and Banking Master's Program

Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration

Supervisor – prof. Dr. A. Paškevičius

Vilnius, 2020

SUMMARY

58 pages, 33 tables, 10 pictures, 49 references

The main purpose of this paper is to perform literature review and evaluate TEO LT AB and Omnitel AB M&A transaction and to estimate its synergy.

The thesis consists of four parts: introduction, concepts of mergers and acquisitions and business valuation literature review, methodology, research and conclusions.

In the first section of the thesis the concepts, motives and causes of the mergers and acquisitions failures introduced and the waves of mergers and acquisitions presented. Based on literature review three main groups of business valuation methods in thesis presented: asset based approach, income based approach and market multiplier approach.

In the methodology detailed plan for further research and a detailed analysis of the discounted cash flow valuation method presented.

After the literature and methodology review, in order to determine the value of the selected company and to determine the value of the M&A transaction synergy, thesis author provided an overview of the global, European and Lithuanian telecommunications sector and analysed sector forecasts. Secondly, author analysed the macroeconomic environment and assesses the impact of external factors on the company being evaluated. Thirdly, author deals with the company's performance and financial analysis. In order to determine the synergies value of the M&A deal, the fourth part is an assessment of the synergy of Telia Lietuva AB. The valuation of the individual companies TEO LT AB and Omnitel AB and the newly established company Telia Lietuva AB is carried out by applying the discounted cash flow method. Based on the calculations made, the synergy of the transaction is assessed.

In conclusion the results of the research presented and main concepts of the research summarized.

PRIEDAI

1 priedas. Paskolų įmonėms vidutinė palūkanų norma laikotarpiu nuo 2017 iki 2019 metų

Laikotarpis	Palūkanų norma (%)
2017 - 01	3,25
2017 - 02	2,79
2017 - 03	2,59
2017 - 04	2,83
2017 - 05	2,68
2017 - 06	2,6
2017 - 07	3,02
2017 - 08	2,7
2017 - 09	2,75
2017 - 10	2,78
2017 - 11	2,77
2017 - 12	2,79
2018 - 01	2,88
2018 - 02	3,35
2018 - 03	3,15
2018 - 04	3,11
2018 - 05	3,25
2018 - 06	3,47
2018 - 07	3,29
2018 - 08	3,42
2018 - 09	3,54
2018 - 10	3,17
2018 - 11	3,38
2018 - 12	3,52
2019 - 01	3,21
2019 - 02	3,22
2019 - 03	3,18
2019 - 04	3,45
2019 - 05	3,28
2019 - 06	3,35
2019 - 07	3,29
2019 - 08	3,35
2019 - 09	3,31
2019 - 10	3,37
Vidutinė palūkanų norma	3,12

Šaltinis: parengta autorės remiantis Lietuvos Banko skelbiama informacija

2 priedas. Omnitel AB trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų skaidymas

	2011	2012	2013	2014	2015	Istorinis lygis
TRUMPALAIKIS TURTAS	61 691	57 556	58 940	57 700	72 355	61 648
Atsargos	13%	15%	9%	9%	6%	10%
Išankstiniai apmokėjimai	2%	2%	3%	3%	4%	3%
Pirkėjų įsiskolinimas	81%	80%	81%	82%	69%	78%
Kitos gautinos sumos	0%	0%	0%	1%	1%	0%
Kitas trumpalaikis turtas	0%	1%	2%	0%	0%	1%
PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI	3%	2%	6%	5%	20%	7%
TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	112 733	99 797	103 329	95 197	97 370	101 685
Finansinės skolos	77%	83%	78%	81%	79%	80%
Skolos tiekėjams	17%	11%	15%	13%	10%	13%
Gauti išankstiniai apmokėjimai	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Pelno mokesčio įsipareigojimai	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Su darbo santykiais susiję įsipareigojimai	2%	2%	2%	2%	3%	2%
Atidėjiniai	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Kitos mokėtinos sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai	2%	2%	2%	2%	6%	3%
Trumpalaikiai įsipareigojimai	77%	83%	78%	81%	79%	80%
Finansinės skolos	17%	11%	15%	13%	10%	13%
Skolos tiekėjams	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Apyvartinis kapitalas	-51 042	-42 241	-44 389	-37 497	-25 015	40 037

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis Omnitel AB finansinėmis ataskaitomis

3 Priedas. TEO LT AB trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų skaidymas

	2011	2012	2013	2014	2015	Istorinis lygis
TRUMPALAIKIS TURTAS	99 067	101 057	93 585	46 746	48 739	77 839
Atsargos	1%	1%	1%	2%	3%	1%
Pirkėjų įsiskolinimas	33%	31%	30%	60%	69%	45%
Trumpalaikės investicijos	9%	17%	25%	0%	0%	10%
Iš anksto sumokėtas pelno mokestis	2%	0%	0%	2%	2%	1%
PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI	55%	50%	45%	36%	26%	43%
TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	21 928	26 128	26 873	36 332	42 881	30 829
Ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis	1%	1%	1%	28%	35%	13%
Skolos tiekėjams ir rangovams	99%	98%	99%	72%	63%	86%
Gauti išankstiniai mokėjimai	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Pelno mokesčio įsipareigojimai	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Atidėjiniai	0%	0%	0%	0%	2%	0%
Apyvartinis kapitalas	77 139	74 928	66 712	10 414	5 858	47 010

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis TEO LT AB finansinėmis ataskaitomis

4 priedas. TEO LT AB nesvertinis Beta rodiklis

Pajamų grupė	Pajamos (tūkst. Eur)		Rinka	β_u	Svertinė β_u
Balso telefonijos paslaugos	73 871	36%	Mobilaus ryšio	0,58	0,21
Interneto paslaugos	54 641	27%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų	0,50	0,13
IT paslaigos	29 658	14%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų	0,50	0,07
Duomenų perdavimo paslaugos	21 753	11%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų	0,50	0,05
TV paslaugos	20 648	10%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų	0,50	0,05
Kitos paslaugos	4 927	2%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų	0,50	0,01
Viso	205 498				0,53

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis TEO LT AB finansinėmis ataskaitomis (2015) bei Damodaran duomenų baze (2019)

5 priedas. Omnitel AB nesvertinis Beta koeficientas

Pajamų grupė	Pajamos (tūkst. Eur)		Rinka	β_u	Svertinė β_u
Mobilaus ryšio	78225	57%	Mobilaus ryšio	0,58	0,33
Įrangos pardavimas	40284	29%	Įrenginių rinka	1,17	0,35
Sujungimo, tarptinklinio ryšio ir kitos paslaugos	18168	13%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų rinkos	0,50	0,07
Viso	136677				0,75

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis Omnitel AB finansinėmis ataskaitomis (2015) bei Damodaran duomenų baze (2019)

6 priedas. Telia Lietuva AB trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų skaidymas

	2016	2017	2018	Istorinis lygis
TRUMPALAIKIS TURTAS	162 168	140 278	139 440	147 295
Atsargos	6%	9%	7%	7%
Pirkėjų įsiskolinimas	58%	72%	71%	67%
Pirktos prekės, skirtos perparduoti	0%	2%	1%	1%
Iš anksto sumokėtas pelno mokestis	0%	0%	0%	0%
PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI	35%	17%	21%	24%
TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	186 085	93 020	102 376	127 160
Ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis	70%	34%	60%	55%
Skolos tiekėjams ir rangovams	30%	63%	37%	44%
Gauti išankstiniai mokėjimai	0%	0%	0%	0%
Pelno mokesčio įsipareigojimai	1%	2%	2%	2%
Kiti sutartiniai įsipareigojimai	0%	1%	0%	0%
Apyvartinis kapitalas	-23 917	47 258	37 064	20 135

Šaltinis: parengta autorės remiantis Telia Lietuva AB finansinėmis ataskaitomis

7 priedas. Telia Lietuva AB nesvertinis Beta koeficientas

Pajamų grupė	Pajamos (tūkst. Eur)		Rinka	β_u	Svertinė β_u
Balso telefonijos paslaugos	59 076	16%	Mobilaus ryšio rinkos Beta	0,58	0,09
Interneto paslaugos	57 839	15%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų rinkos Beta	0,5	0,08
Duomenų perdavimo ir su tinklu susijusios paslaugos	19 125	5%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų rinkos Beta	0,5	0,03
TV paslaugos	26 076	7%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų rinkos Beta	0,5	0,03
IT paslaugos	10 204	3%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų rinkos Beta	0,5	0,01
Kitos paslaugos	5 322	1%	Fiksuoto ryšio ir kitų paslaugų rinkos Beta	0,5	0,01
Mažmeninės mobiliojo ryšio paslaugos	99 206	26%	Mobilaus ryšio rinkos Beta	0,58	0,15
Kitos mobiliojo ryšio paslaugos	21 914	6%	Mobilaus ryšio rinkos Beta	0,58	0,03
Įrangos pardavimas	77 732	21%	Įrenginių rinkos Beta	1,17	0,24
Iš viso	376 494				0,68

Šaltinis: parengta darbo autorės remiantis Telia Lietuva AB finansinėmis ataskaitomis (2015) bei Damodaran duomenų baze (2019)