

VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS
VADYBOS KATEDRA

Justina PATAŠIŪTĖ
Verslo ekonomikos programa

MAGISTRO DARBAS

**AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ VERSLO VERTINIMO METODŲ
TINKAMUMO ANALIZĖ**

**THE ANALYSIS OF BUSINESS EVALUATION METHODS SUITABILITY
FOR AB PIENO ŽVAIGŽDĖS**

Leidžiama ginti _____
(parašas)

Katedros vedėja prof. **D. Diskienė**

Magistrantas _____
(parašas)

Darbo vadovas _____
(parašas)

prof. dr. **A. Paškevičius**

Darbo įteikimo data: _____

Registracijos Nr. _____

Vilnius, 2020

TURINYS

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS	4
ĮVADAS.....	5
1. VERSLO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI	8
1.1. Verslo vertinimo samprata, tikslas ir principai	8
1.2. Verslo vertinimo tikslai ir atvejai	11
1.3. Verslo vertinimo principai	12
1.4. Verslo vertinimo požiūriai ir metodai.....	15
1.4. Verslo vertinimo procesas.....	17
1.5. Verslo vertės veiksniai ir jų įtaka verslo vertės nustatymui.....	19
2. VERSLO VERTINIMO POŽIŪRIŲ METODOLOGIJA	20
2.1. Tyrimo planas.....	20
Vertės nustatymas naudojant DCF metodą.....	21
2.2. Verslo vertinimo turto požiūriu metodai.....	22
2.2.1. Balansinės vertės metodas	22
2.3. Verslo vertinimo palyginimo (rinkos) požiūriu metodai	23
2.3.1. Santykinių koeficientų metodas	23
2.4. Verslo vertinimo pajamų požiūriu metodai	24
2.4.1. Diskontuotų pinigų srautų metodas.....	25
2.4.2. Kapitalo aktyvų vertinimo modelis (CAPM)	31
2.4.3. Diskonto normos nustatymas pagal WACC	32
2.4.4. Tęstiniosios įmonės vertės nustatymas.....	33
2.4.5. Įmonės vertės nustatymas DCF metodu.....	34
3. VERSLO VERTINIMO METODŲ TAIKYMO ANALIZĖ AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS” PAVYZDŽIU	36
3.1. Įmonės pristatymas ir fundamentalioji analizė.....	36
3.1.1. AB „Pieno žvaigždės“ apžvalga	36
3.1.2. Išorinės aplinkos analizė.....	38
3.1.3. Vidinės aplinkos analizė	46
3.1.4. Finansinė analizė	47
3.2. Verslo vertinimo metodų taikymas vertinant AB „Pieno žvaigždės“	52
3.2.1. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas naudojant balansinės vertės metodą	52

3.2.2. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas naudojant santykinių koeficientų metodą..	53
3.2.3. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas naudojant DCF metodą.....	56
3.3. AB „Pieno žvaigždės“ akcijų vertės jautrumo analizė	62
3.4. COVID – 19 viruso įtaka AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertei	63
3.4.1. Makroekonominės prognozės ir pieno sektoriaus apžvalga prasidėjus pandemijai	64
3.4.2. Įmonės vertės apskaičiavimas įvertinus COVID – 19 viruso įtaką	67
3.4.3. Gautų rezultatų analizė	69
IŠVADOS.....	70
LITERATŪROS SĄRAŠAS.....	73
SUMMARY	78
PRIEDAI	79

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

AB – akcinė bendrovė
LR – Lietuvos Respublika
DCF – diskontuotų pinigų srautų metodas
TVS – tarptautiniai vertinimo standartai
EVS – Europiniai turto vertinimo standartai
NVS – Lietuvos nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai
CAPM – kapitalo aktyvų vertinimas
WACC – vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai
 k – diskonto norma (priimtinas pelningumas)
 CF – pinigų srautas
 t – metų skaičius (turto gyvavimo vertė)
 GV_0 – grynoji vertė pradžioje
 Z – pirmi papildomų piniginių srautų mokėjimai
 g – pastovi, planuojama arba vidutinė augimo norma
 r – pastovi diskonto norma
DDM – dividendų diskonto metodas
FCFE – grynujų pinigų srautų į savininkų nuosavybę diskonto metodas
FCFF – grynujų pinigų srautų į įmonę diskonto metodas
APV – pakoreguotos dabartinės vertės modelis
 D_t – pinigų srautai iš dividendų laikotarpiu t
 $FCFE_t$ – pinigų srautai savininkų nuosavybei laikotarpiu t
 $FCFF_t$ – pinigų srautai įmonei laikotarpiu t
 V – tikroji akcijos vertė
 D – metiniai dividendai
 K – reikalaujama grąžos norma arba kapitalo, akcijų kaina
EBIT – veikos pajamos prieš palūkanas ir mokesčius
 NI – grynosios pajamos
 NCC – akcijų mokesčiai
 Int – palūkanų sąnaudos
 TR – mokesčių tarifas
 FC_{Inv} – investicijos į kapitalą
 WC_{Inv} – investicijos į apyvartinį kapitalą
 k_e – kapitalo kaštai
 R_e – reikalaujama grąža
 R_f – nerizikinga grąžos norma
 β – beta koeficientas
 R_m – laukiama nuosavybės grąžos norma
 W – kapitalo, akcijų dalis
 T – pelno mokesčio norma
 TV – tęstinė pinigų srautų vertė
 FCF_n – n -ojo laikotarpio grynieji būsimieji pinigų srautai
 n – paskutinio prognozuojamo laikotarpio pajamos
NASDAQ – elektroninė vertybinių popierių birža
ISO – Tarptautinė standartizavimo organizacija
BVP – bendrasis vidaus produktas

ĮVADAS

Temos aktualumas. Randama daug priežasčių, dėl kurių pravartu atlikti verslo vertinimą. Verslo vertinimo svarba atsiskleidžia ne tik įmonių pirkimo, pardavimo, susijungimo, privatizacijos procesų analizėje, kai verslas apmokestinamas, užstatomas, siekiant nustatyti ekonominės vertės didinimo ar mažinimo šaltinius, planuojant būsimus dividendus, pritraukiant naujus akcininkus, bet ir priimant efektyvius valdymo sprendimus ar renkantis verslo plėtros strategiją. Įmonės vertės nustatymas turi itin svarbią ekonominę reikšmę, bei dažnai vykdomas sertifikuotų verslo vertintojų įvairiose rinkos ekonomikos situacijose.

Verslo vertinimo tema yra nagrinėjama daugelio įvairių šalių mokslininkų. Vieni žymiausių, verslo vertinimo teoriją ir praktiką tyrinėjančių ir tobulinančių, autorių buvo M. Milleris ir F. Modiglianis (1958), T. Copelandas, K. Kolleris ir J. Murrinis (1990, 2000), P. Fernandez (2004), Myeris (1974), Mileris (1977), bei žinoma A. Damodaran (2005, 2011) ir kt. Lietuvoje teorinius ir praktinius verslo vertinimo aspektus nagrinėjo D. Brukštaitienė (1998, 2001), P. Chmieliauskas (2001, 2002), B. Galinienė (1999, 2001, 2002, 2005), A. V. Rutkauskas (1994) ir kt. Žymių mokslininkų ir autorių atlikti tyrimai, bei verslo vertinimo problemų analizė padeda atrasti tinkamiausią verslo vertės skaičiavimo metodiką. Tinkamai pasirinktas verslo vertinimo metodas padės nustatyti labiausiai tikėtiną verslo vertę. Svarbu žinoti ne tik verslo vertę, bet ir kas tą vertę kuria. Šiam tikslui pasiekti, ypač svarbu išanalizuoti šalies ekonominę aplinką, rinką, kurioje įmonė veikia, išanalizuoti finansinius ir nefinansinius verslo vertės komponentus, išorines verslo rizikas ir galimybes, vidinę įmonės aplinką, jos stiprybes ir silpnybes ir tik tada galima numatyti įmonės ateities perspektyvas, būsimus pinigų srautus, bei atlikti detalų verslo vertinimą. Nors literatūroje didelis dėmesys skiriamas diskontuotų pinigų srautų metodui, siekiant didesnio tikslumo, mokslininkai rekomenduoja naudoti kelis vertinimo metodus, bei formuoti ir tikrinti prielaidas, kuriomis remiantis atliekamas verslo vertinimas.

Temos naujumas. Nors verslo vertinimo tema nagrinėjama plačiai ir sukurta nemažai vertinimo metodų, kurie skiriasi savo teoriniu pagrindu, vertės apibrėžimu bei skaičiavimams naudojamomis prielaidomis, vis dar nelengva atrasti patikimos susistemintos informacijos apie šių metodų praktinį taikymą vertinant Lietuvos verslą. Verslo vertinimo tema ypač aktuali ir tokių kaip COVID – 19 viruso sukeltų ekonominių krizių metu, kuomet pasitelkus verslo vertinimo metodus galima nustatyti pandemijos įtaką verslui ir numatyti ateities rezultatus.

Objektas. NASDAQ Baltic biržoje kotiruojama, Lietuvoje lyderiaujanti pieno perdirbimo kompanija AB „Pieno žvaigždės“.

Darbo tikslas. Išanalizuoti ir palyginti verslo vertinimo požiūrius, jų privalumus, trūkumus, bei pritaikymo galimybes. Remiantis teorine analize, apskaičiuoti AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę, taikant pajamų, turto ir rinkos požiūrio metodus, bei nustatyti galimą COVID – 19 viruso įtaką įmonės vertei.

Tyrimo tikslui pasiekti nustatyti uždaviniai:

1. Išanalizuoti Lietuvos ir užsienio autorių mokslinę literatūrą, siekiant apibrėžti pagrindines su verslo vertinimu susijusias sąvokas.
2. Aptarti verslo vertinimo atvejus, tikslus, bei principus.
3. Išnagrinėti vertinimo procesą, verslo vertės veiksnius ir jų įtaka verslo vertės nustatymui.
4. Išanalizuoti mokslinę literatūrą ir išsiaiškinti kokie yra optimaliausi įmonės vertės nustatymo metodai.
5. Išnagrinėti balansinės vertės, santykinių koeficientų ir diskontuotų pinigų srautų metodus, jų taikymo principus ir eigą, išskiriant svarbiausius elementus, užtikrinančius objektyvų ir kokybišką vertinimo procesą.
6. Išanalizuoti šalies pagrindinius makroekonominius rodiklius, išnagrinėti pramonės šakos, kuriai priklauso pasirinkta įmonė, esmines tendencijas, bei atlikti parinktos įmonės finansinę analizę.
7. Apskaičiuoti įmonės vertes, pagal anksčiau sudarytą planą ir aptarti skirtingais metodais gautus rezultatus.
8. Atlikti įmonės tikrosios akcijos kainos jautrumo analizę.
9. Naudojant DCF metodą, nustatyti COVID – 19 viruso įtaką įmonės vertei, aptarti ir palyginti gautus rezultatus.
10. Nustatyti verslo vertinimo metodų patikimumą lemiančius veiksnius.

Tyrimo metodai. Tyrimui atlikti buvo pasitelkti šie metodai: Lietuvos ir užsienio mokslinės literatūros šaltinių, teisės aktų ir norminių dokumentų lyginamoji, sisteminė, bei loginė analizė; duomenų rinkimas, apdorojimas, grupavimas; horizontalioji ir vertikalioji duomenų

analizė; santykinų rodiklių vertinimas; prognozių skaičiavimas; fundamentalioji analizė, vertybinių popierių biržos analizė, CAPM modelis, balansinės vertės, santykinų koeficientų ir diskontuotų pinigų srautų modelis, jautrumo analizė.

Darbo struktūra. Darbą sudaro trys dalys, išvados, literatūros sąrašas ir priedai. Pirmoje dalyje aptariami įvairių Lietuvos ir užsienio autorių pateikti su verslo vertinimu susiję apibrėžimai, atvejai, bei tikslai. Taip pat kalbama apie verslo vertinimo principus, požiūrus, bei metodus. Aptariamas vertinimo procesas, analizuojami verslo vertės veiksniai ir jų įtaka verslo vertės nustatymui. Antroje dalyje pateikiamas autorės sudarytas tyrimo planas, bei supažindinama su įmonės vertinimo balansinės vertės, santykinų koeficientų, bei diskontuotu pinigų srautų metodologija. Trečioje dalyje atliekamas pagrįstas AB „Pieno žvaigždės“ vertinimas pritaikius anksčiau aptartą tyrimo planą.

Darbo apimtis – 78 puslapių, pateiktos 23 lentelės, 17 paveikslų, 14 priedų. Panaudoti 62 literatūros šaltiniai.

1. VERSLO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI

1.1. Verslo vertinimo samprata, tikslas ir principai

Teorinės dalies svarbiausias tikslas yra teorinių verslo vertinimo aspektų aiškinimasis analizuojant mokslinę verslo vertinimo literatūrą. Norint tinkamai ir teisingai įvertinti verslo vertę bei vertės nustatymo metodus, svarbu išanalizuoti vertės, verslo vertinimo, verslo, bei kainos sąvokas. Lietuvių bei užsienio autoriai tiek mokslinėje, tiek metodinėje literatūroje šias sąvokas apibrėžia labai įvairiai. Vakarų šalyse verslo vertinimo klausimas pradėtas nagrinėti dar XX a. pr. (Williams (1938); Durand (1957); Miller, Modigliani (1961); Gordon (1962) ir kt.) (Faugere, 2000). Kaip rašoma Lietuvos Respublikos Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatyme (2011), norint išsamiai bei teisingai įvertinti verslą LR būtina vadovautis „LR Vyriausybės patvirtinta metodika, suderinta su Tarptautiniais vertinimo standartais (toliau TVS) bei normomis, turto vertintojų veiklos priežiūrą atliekančios institucijos nurodymais ir sprendimais“.

Verslą galima apibrėžti kaip „juridinio ar fizinio asmens, įmonės, neturinčios juridinio asmens teisių, veikla, kuriai naudojami ekonominiai ištekliai, kuria siekiama gauti pajamų bei pelno ir už kurią šis asmuo atsako savo turtu“ (LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas, 2011).

Autorė B. Galinienė (2005) savo knygoje verslo sąvoką apibūdai kitaip – struktūriškai apibrėžta ir organizuota veikla, siekianti gauti pajamas ir pelną, akcijoms esant jos materialia išraiška. Kiti verslą apibūdina kaip organizuotas asmenų pastangas siekiant pelno, parduodant prekes ir paslaugas, kurios tenkintų visuomenės poreikius (Pride *ir kt.*, 2010).

Galima rasti įvairių apibrėžimų mokslinėje ir metodinėje literatūroje, tačiau dauguma autorių akcentuoja tai, jog verslą galime laikyti komercine, ekonomine ar investicine, tiek fizinio, tiek juridinio subjekto veikla, kuri siekia gauti pelną ir pajamas, už kurią vykdamasis asmuo ar įmonė atsako savo turtu.

Rinkoje pasitaiko įvairių situacijų kuomet reikia įvertinti verslo vertę. Norint nustatyti verslo vertę yra remiamasi rinkos situacija, analizuojami, bei vertinami įmonės duomenys. Prieš detaliau aptariant verslo vertinimo tikslus, svarbu apžvelgti patį verslo vertinimo apibrėžimą.

LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatyme (2011) teigiama, kad „turto ar verslo vertinimas – nešališkas turto vertės nustatymas taikant turto vertės nustatymo metodus ir apimantis vertintojo nuomonę apie turto būklę, jo tinkamumą naudoti bei tikėtiną piniginę vertę rinkoje“.

Autoriai G. Jagelavičiaus ir V. Boguslauskas (2002) verslo vertinimą aprašo kaip procesą, jungiantį potencialias pajamas ir rizikas, kurio eigoje apskaičiuojama įmonės vertė. Toks verslo vertinimo metodas įprastai naudojamas nekilnojamojo turto, akcijų, obligacijų laukiamos naudos ir kitokių veikų vertės nustatymui.

Verslo vertinimas yra technikos, rinkos pranašumų, nuosavybės teisių, materialinių ir nematerialinių aktyvų, sudarančių tikimybę gauti pajamas, vertinimas, o ne pačios įmonės, kuri duoda pajamas, vertinimas. Pateikiamas ir kitas verslo vertinimo apibrėžimas – verslo vertinimas – aktas, kuriuo pateikiami verslo vertės rezultatai arba procedūra, kurios metu nustatomos bendrovės ar jos nuosavybės interesų vertės (Galiniene, 2005).

Remiantis pateiktais apibrėžimais, verslo vertinimą galima apibūdinti kaip procesą, kuomet atsižvelgiant į rinkos situaciją, analizuojami įmonės duomenys ir nustatoma įmonės vertė. Aptarus verslo ir vertinimo sąvokas, toliau bus aptariami verslo vertinimo tikslai, tačiau prieš tai reikia susipažinti su vertės ir verslo vertės terminais.

Pagal autorių P. Fernandez (2004) siekiant objektyvaus rezultato vertinant verslą, labai svarbu nustatyti teisingą rinkos kainą, kai remiamasi galimomis rinkos vertėmis. Verslo pardavimo įsigijimo metodiniame vadove, kaina yra apibūdinama, kaip konkreti pinigine išraiška, kuri gali būti mokama ar gaunama už parduodamą verslą, o vertė priklauso nuo rinkos požiūrio į vertinamą objektą (Copeland *ir kt.*, 2005).

LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatyme (2011) rinkos vertė yra „apskaičiuota pinigų suma, už kurią galėtų būti parduotas turtas vertinimo dieną, sudarius tiesioginį komercinį sandorį tarp norinčių turtą parduoti ir norinčių turtą pirkti asmenų“. Rinkos vertė pagal TVS yra nustatyta pinigine išraiška, esamu laiku leisianti pakeisti turto savininką ir įvykdyti tiesioginį sandorį tarpo suinteresuoto pirkėjo ir pardavėjo, atliekant legalius rinkodaros veiksmus, abiem sandorio pusėms priimant savanoriškus ir apsvaistytus sprendimus. Autorius Kenneth (2002) savo knygoje rinkos vertės sąvoką aiškina kaip sumą, randamą dalyvaujant rinkoje, pavyzdžiui vertybinių popierių rinkoje.

Apibendrinus šiuos skirtingų autorių apibrėžimus, galima teigti, kad pinigine išraiška, kuri leidžia įvykdyti lygiaverčius mainus, kuomet abi sandorio šalys, laisvai, be kitų sandorių bei interesų įtakos, sutinka vykdyti mainus, yra laikoma rinkos verte.

Prieš pradėdant analizuoti verslo vertinimo metodus, svarbu suprasti verslo vertės sąvoką. Teoriškai verslo vertė tai yra terminas, apimantis visas vertės formas ir nusakantis ilgalaikę įmonės būklę (Pratt *ir kt.*, 2008).

Pasak Džikevičiaus (2008) poreikis nustatyti verslo vertę atsiranda tuomet, kai sprendžiami klausimai susiję su nuosavybe, turintys itin reikšmingą ekonominę vertę įvairiems interesantams.

Verslo vertė ir apie tai susijusi informacija yra aktuali įmonėms ir jų vadovybei vykdant efektyvų sprendimų priėmimą. Reikėtų pabrėžti, jog verslo vertinimą galima pritaikyti tiek norint nustatyti įmonės vertę, tiek ieškant kriterijų tinkančių naujai verslo plėtros strategijai. Verslo vertinimas šiuolaikinėje ekonomikoje yra esminis investuotojų įrankis vykdant portfelio valdymą, kai įmonės vertinimo metu yra stengiamasi surasti įmones, kurių rinkos vertė yra žemesnė už tikrąją jų vertę, tad supratimas, kas lemia įmonės vertę ir kaip tai yra vertinama, padeda priimti esminius sprendimus (Damodaran, 2005). Verslą vertinti turi galimybę ir kitos šalys: kredito institucijos, valstybės ir kontrolės tarnybos, draudimo įmonės, akcininkai, investuotojai ir tiekėjai.

TVS nurodo, kad turto vertė negali būti laikoma faktine, tai yra nuomonė apie realiausią pinigų sumą, kuri leistų įgyvendinti turto mainų sandorį; arba apčiuopiamą ekonominę naudą įsigijus ar įkeitus turtą. TVS apibūdinama mainų sandorio vertė yra apibrėžiama kaip tam tikra hipotetinė kaina, kuri yra nustatoma priklausomai nuo vertinimo tikslo. Taip pat gali būti identifikuojamos vertės rūšys pagal vertinimo tikslą (žr. 1 lentelę).

1 lentelė. **Verčių klasifikavimas pagal vertinimo tikslą**
(sudaryta autorės pagal TVS duomenis)

Rinkos vertė	•menamų mainų sandorio laisvoje ar atviroje rinkoje arčiausiai atitinkanti tikrovę kaina;
Investicinė vertė	•turto vertė, padedanti savininkui ar būsimam savininkui pasiekti atskirų investavimo ar veiklos tikslų;
Tikroji vertė	•kaina, pagal kurią vykdydamos pagrįstas turto mainų sandoris, susitarus dviem konkrečioms sandorio šalims; •šalys gali derėtis įprastomis rinkos sąlygomis ir būti nesusijusios; •nebūtina pristatyti turto rinkai; •abipusiu susitarimu nustatyta kaina gali atspindėti nuosavybės teisių į konkretų turtą teikiamus privalumus ir trūkumus sandorio vykdytojams, o ne rinkai.
Sinerginė vertė	•papildoma vertė, atsirandanti, dėl dviejų ar daugiau turto dalių susijungimo, kuri yra didesnė už turto dalių verčių sumą naudojant jas atskirai; •tokia sinergija pasinaudojus vienam konkrečiam pirkėjui gaunama specialioji vertė.
Specialioji vertė	•suma, atskleidžianti išskirtines turto savybes, kurios yra pasiekiamos tik konkrečiam pirkėjui.

Prieš analizuojant verslo vertinimo siekius, atvejus ir verslo vertinimo procesą, reikia paminėti, kad verslo vertinimo subjektas yra verslo vertintojai, kurie yra profesionalai, turintys reikiamų žinių ir patirties verslo vertinimo procese (Galinienė, 2005). Pagal LR turto ir verslo

vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymą (2011), turto arba verslo vertintojas yra fizinis asmuo, kuris turi išduotą vertintojo kvalifikacijos pažymėjimą pagal LR audito, apskaitos ir turto vertinimo instituto reikalavimus ir užsiimantis turto ar verslo vertinimo veikla.

Išanalizavus įvairių autorių, rašančių verslo vertinimo tema, darbus ir aptarus pagrindines sąvokas galima aptarti verslo vertinimo pagrindinius siekius ir tikslus, atvejus, bei vertinimo procesą.

1.2. Verslo vertinimo tikslai ir atvejai

Norint kuo objektyviau įvertinti verslą, būtina atkreipti dėmesį į įmonės juridinio asmens statusą, nuosavybę ir turtą, valdymo pobūdį, įmonės gyvavimo trukmę ir pan. Galima išskirti šiuos pagrindinius turto ir verslo vertinimo tikslus, norint atlikti: finansinių ataskaitų sudarymą; apmokestinimą; draudimo, nuostolių nustatymą; įkeitimą; vertinamos nuosavybės teisės perleidimą (Turto ir verslo vertinimo metodika, 2012).

Autorius A. Džikevičius (2005) savo straipsnyje pabrėžia tokias vertinimo paskirtis: įmonės rinkos tikrosios vertės įvertinimas; maksimalios orientacinės kainos nustatymas; rinkos vertės nustatymas vykdant investicinį projektą; akcijų rinkoje kotiruojamos įmonės vertės objektyvumo patikrinimas ir kitimo rinkoje tendencijos nustatymas; įmonės kapitalo rinkoje orientacinės pagrįstos vertės nustatymas; įmonių akcijų, kurios demonstruoja nepakankamą likvidumą sekimas; įvairių rekomendacijų dėl pirkimo ir pardavimo ruošimas įmonėms, kurios turi nepakankamai likvidžias akcijas; išsamus tyrimas dėl įmonės finansinės padėties ir tolimesnio potencialo.

Pagal autorių A. Damodaran (2002) dažniausiai verslas vertinamas tuomet kai perkama, parduodama, reorganizuojant, besijungiant įmonėms ir norima nustatyti tikrąją verslo kainą. Autorius akcentuoja, kad verslą vertinti gali prireikti paveldėjimo, skyrybų ar kitais atvejais, kuomet dalinamasi turto.

G. Rūškys (2001) aptaria kitokius pavyzdžius, kuomet siekiama įvertinti verslą: norint pirkti ar parduoti visą įmonę arba jos dalį; susijungiant su kita įmone; atliekant finansinius sprendimus, susijusius su vadovų įmonės išpirkimu ar naujo akcininko pritraukimu; didinant įmonės vertę ir įgyvendinant naujas strategijas.

LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatyme (2011) išskiriami trys turto arba verslo vertinimo atvejai: įstatymų ir kitų teisės aktų nustatytais atvejais (privalomas turto arba verslo vertinimas); vidiniams poreikiams; kitais atvejais, esant užsakovo pageidavimui.

Autorė Galinienė (2004) išskiria šiuos keturis verslo vertinimo atvejus: siekiant gerinti įmonės finansinius rodiklius ir valdymo efektyvumą; vertinant akcijų ir vertybinių popierių vertę; dėl verslo restruktūrizavimo, t. y. susilieimo, likvidavimo ar pan.; spendžiant investicinių projektų tinkamumą.

Verslo vertinimo temą analizavo daugelis autorių, 2 lentelėje pateikti skirtingų autorių darbuose dažniausiai sutinkamos verslo vertinimo priežastys.

2 lentelė. **Verslo vertinimo tikslai ir priežastys**
(sudaryta autorės pagal Damodaran, (2002); Galinienę (2005); Dzikevičių (2005); LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymą (2011); Turto ir verslo vertinimo metodiką (2012))

Autorius	Verslo vertinimo atvejai ir tikslai
LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas, 2011.	Vertinimo pageidauja savininkas arba vertinimo užsakovas.
A.Dzikevičius, 2005. Verslo vertinimo sistema.	Rinkos vertės nustatymas atliekant investicijas; Tikrosios įmonės rinkos vertės, finansinės padėties ir ateities perspektyvų nustatymas.
B.Galinienė, 2005. Turto ir verslo vertinimo sistema.	Vertybinių popierių, obligacijų ir akcijų vertės nustatymas; Restruktūrizacijos, bankrutavimo, susijungimų ir kitais įsigijimų atvejais.
A.Damodaran, 2002. Investment valuation.	Nustatyti įmonės kainą ja perkant arba parduodant; Skyrybų, paveldėjimo ir kitais turto padalijimo tikslais.
Turto ir verslo vertinimo metodika, 2012.	Verslo planų sudarymui, nustatant tikimybės gauti kreditą ar verslo draudimą.

Norint priimti teisingą sprendimą prieš įsigyjant įmonę, susijungiant, privatizuojant, labai svarbu nustatyti verslo vertę. Verslo vertę pravartu žinoti ne tik įmonės savininkams ir akcininkams, tačiau ir investuotojams bei įvairioms finansinėms institucijoms. Rinkos dalyviai ir autoriai pabrėžia skirtingas vertinimo priežastis ir tikslus, tokius kaip: įmonės įsigijimas, pardavimas, mokesčių skaičiavimas, pasidalijimas, dovanojimas, paveldėjimas, teisminiai procesai, nemokumo procedūros, privatizacija, restruktūrizacija, verslo strategijos sudarymas, verslo draudimo ar kredito gavimo tikimybės nustatymas. Šie tikslai parodo, jog verslo vertinimas yra svarbus tiek operatyvinėje veikloje, tiek konkrečiose situacijose. Nors yra labai įvairių priežasčių, kurios reikalauja atlikti verslo vertinimą, tačiau įprastai visos šalys susijusios su įmonę nori vieno rezultato, teisingos ir nešališkos verslo vertės, kuri padėtų priimti teisingus sprendimus tolimesnėje įmonės veikloje.

1.3. Verslo vertinimo principai

Atliekant verslo vertinimą privalu laikytis tam tikrų principų, kurie gali būti suskirstyti į keturias atskiras grupes. Autorius A. Dzikevičiaus savo straipsnyje rašo, jog verslo vertinimo teoriniai pagrindai yra įvairių vienas su kitu susijusių vertinimo principų visuma, sudaryta

daugiametės užsienio ekspertų – vertintojų patirties pagalba. Dažniausiai principai skirstomi atsižvelgiant į tai kas įtakoja verslo vertę. Atliekant įmonės vertinimą patartina kliautis visais vertinimo principais, kurių reikšmė gali skirtis priklausomai nuo skirtingų situacijų.

Daugelyje literatūros šaltinių minimų verslo vertinimo principų esmė ta pati, skiriasi tik jų pavadinimai ir grupavimas. Pavyzdžiui, ekonominio padalinimo principas vadinamas nuosavybės turtinių teisių suskaidymo ir sujungimo principu, riboto gamybos pajėgumo principas – didėjančio arba mažėjančio našumo principu ir pan. Kiekvienu įmonės vertinimo atveju nustatomi pirminiai ir antriniai principai, kurie gali būti ir nepritaikyti (Galiniene, 2005).

3 lentelė. **Verslo vertinimo principai ir jų grupės**
(sudaryta autorės pagal Kazlauskienę (2003); Dzikevičių (2005); Galiniene (2005))

Grupė	Verslo vertinimo principai	Grupę sudarantys principai
I	Principai susiję su įmonės savininko požiūriu į jos naudojimą	naudingumo; (pa)keitimo; laukimo (numatymo).
II	Principai susiję su išorine aplinka	priklausomybės; atitikimo; pasiūlos/paklausos; konkurencijos; pasikeitimo regresijos/progresijos.
III	Principai susiję su vertinamu objektu, jo eksploatavimu	likutinio produktyvumo; indėlio; didėjančiu/mažėjančių pajamų; subalansuotumo; optimalaus dydžio; sujungimo/išskaidymo.
IV	Geriausio ir efektyviausio panaudojimo principas	geriausio ir efektyviausio įmonės turinio komplekso panaudojimo.

Aukščiau pateiktoje lentelėje, galima matyti, kad vertinimo principai skirstomi į keturias grupes.

I grupės principai. Šiai grupei priskiriami principai, grindžiami savininko požiūriu:

- Naudingumo principas. Įmonė vertingesnė tuomet kai patenkinami savininko interesai, užtikrinamas pelnas. Kai šie faktoriai išpildomi, įmonės naudingumas tampa didesnis.
- (Pa)keitimo principas naudojamas, tuomet kai rinkoje egzistuoja analogiški objektai ir nustatomos kainos už kurią galėtų būti nupirkta kitos įmonės su panašiu naudingumu. Mažiausia nustatyta kaina yra laikoma didžiausia įmonės verte.
- Laukimo (numatymo) principas. Įmonės naudingumas, dažnai susijęs su būsimo pelno laukimu. Taigi, įmonių vertė nustatoma kaip laukiamo pelno, kuris gali būti gautas naudojant arba parduodant įmonės turą, dydis.

II grupės principai. Šiai grupei priklauso principai, susiję su išorine aplinka:

- Priklausomybės principas leidžia nustatyti kokią įtaką vertę lemiantys veiksniai daro įmonės vertei. Taigi nustatius šią priklausomybę, objektyviau nustatoma įmonės vertė.

- Atitikimo principas rodo įmonės atitikimą rinkos, regiono plėtros, žemės sklypų panaudojimo standartus, pasirinktu laiko periodu.

- Pasiūlos ir paklausos principai. Dažniausiai įmonės vertę įtakoja įmonės paklausa.

- Verslas ir konkurencija yra neatsiejama, nes be konkurencijos, nebūtų pasiūlos.

Taigi, vertinant verslo vertę svarbu įvertinti konkurenciją konkrečioje pramonės šakoje.

- Kadangi įmonės vertė pastoviai kinta dėl vidinės aplinkos ar rinkos kitimo, todėl svarbu įmonės vertę nustatyti konkrečiai datai.

- Regresijos ir progresijos principas svarbus tuomet kai įmonėje disponuoja didele nenaudojamo turto dalimi ar kuomet aplinka, kurioje veikia įmonė daro didelę įtaką vertei.

III grupės principai. Šiai grupei priklauso principai siejami su vertinamu objektu, jo eksploatavimu:

- Likutinio produktyvumo principas leidžia mažinti išlaidas ir gauti maksimalų pelną.

- Indėlis. Tai suma, kuria kinta įmonės vertė arba grynasis pelnas dėl gamybos veiksnių ar technologijų (darbo pobūdžio, turto, valdžios, nekilnojamo turto) įvedamų naujovių ar pakeitimų.

- Didėjančių (mažėjančių) pajamų principas atskleidžia jog pridėjus lėšų prie pagrindinės gamybos, galima matyti grynojo pelno didėjimą iki tam tikro laikotarpio pabaigos.

- Įmonės subalansuotumo principas nurodo, kad bet kokios įmonės srities, kurioje ji vykdo veiklą, gamybos veiksnių derinys turėtų būti optimizuotas ir garantuotų didžiausią įmonės vertę.

- Optimalus dydis. Sinergijos efektas gali pasireikšti optimizavus skirtingų gamybą lemiančių veiksnių dydį ir subalansavus gamybos veiksnius, galimai didėja įmonės vertė.

- Nuosavybės teisių į turtą suskaidymas ir sujungimas. Tam, kad padidinti įmonės bendrąją vertę, įmonės turėtų įgyvendinti efektyvius susijungimus ar atsiskirimus.

VI grupės principai. Šiai grupei priskiriamas geriausio ir efektyviausio panaudojimo principas, kuris pripažįstamas kaip svarbiausias. Pagal jį parenkama teisiškai leidžiama, fiziškai įmanoma veikla, kuri duoda didžiausią verslo vertę. Tačiau tai atliekama tik numatant restruktūrizavimą (Galiniene, 2004).

Įstatymuose verslo vertinimo principai yra reglamentuojami kur kas konkrečiau palyginus su moksline literatūra. Pagrindinė priežastis yra įstatymo paskirtis – verslo vertinimo veiklos pagrindų traktavimas Lietuvoje, o ne teorinis su tuo susijusių aspektų aptarimas (Galiniene, 2005).

LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatyme (2011) aptariami šie turto ir verslo vertinimo principai:

1. Vadovautis rinkos ekonomikos logika ir kriterijais, rinkos ir ekonominių sąlygų tyrimų bei stebėjimų rezultatais;
2. Laikytis teisingumo, protingumo, sąžiningumo, nuosavybės neliečiamumo, sutarčių laisvės, teisinio apibrėžtumo ir neleistinumo piktnaudžiauti teise principų;
3. Turto vertės nustatymo pagrindas yra galimos pajamos bei pelnas turtą naudojant ar juo disponuojant arba asmeninių poreikių tenkinimas.
4. Turto vertė gali būti nustatoma pagal: pirkimo – pardavimo sandorius; turto sukūrimo (atkūrimo), įsigijimo kaštus; pajamas, gaunamas naudojant turtą.

Atlikus verslo vertinimo principų ir jų grupių išsamią analizę, reikėtų pabrėžti, jog anksčiau minėti verslo vertinimo principai pateikia tik esminius įmonių veiklos ypatumus, bet negali užtikrinti tokių sąlygų. Praktikoje atliekant verslo vertinimą, didelę įtaką daro išorės veiksniai, kurie gali paveikti principų realizavimą. Atliekant įmonės vertinimą, reikėtų susikcentruoti į atitinkamus principus, nes skirtingose situacijose jų svarba vis kitokia. Sekančiame skyrelyje aptariami verslo vertinimo požiūriai.

1.4. Verslo vertinimo požiūriai ir metodai

Tiek ir mokslinės literatūros teorijoje, tiek tarptautinėje, Europos bei Lietuvos verslo vertinimo metodikoje verslo vertinimas gali būti skirstomas į tris požiūrius: vertinimą turto požiūriu, vertinimą pajamų požiūriu, vertinimą rinkos požiūriu. Vertinimo požiūris suprantamas kaip vertinimo metodų visuma, taikant vieną ar kelis vertinimo būdus.

Turto vertinimo metodas turėtų būti pasirenkamas įvertinus tai kas vertintojo manymu atspindi vertinamo objekto vertę atviroje rinkoje ir užsakovo lūkesčius. Plačiai visuomenės pripažintas teorinis modelis sudaro verslo interesų vertinimo procesų pagrindą (Žaptorius, 2006).

Teorijoje ir verslo vertinimo metodikose: TVS, Europiniai turto vertinimo standartai (toliau – EVS), Lietuvos nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai (toliau – NVS), LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatyme (2011) yra išskiriami anksčiau minėti trys požiūriai į verslo vertės nustatymą. Taip pat galima paminėti ypatingosios vertės

metodą, kuris skirtas unikaliam istorijos, meno ir kitokiam paveldui, juvelyriniams dirbiniams ir antikvariatams, kolekcionierių turtui vertinti, šis metodas yra išskiriamas LR Vyriausybės patvirtintoje Turto vertinimo metodikoje. Literatūroje galima rasti ir specialių ir mišrių metodų, pavyzdžiui: „multiplikacinis metodas“, kuris įprastai taikomas įmonių susijungimo atveju.

Autorius A. Damodaran (2005) savo knygoje aptaria tris verslo vertinimo požiūrius: diskontuotų pinigų srautų vertinimas, palyginamosios informacijos vertinimas ir trečiasis – opcionais pagrįstas metodas.

Pagal autorę R. Norvaišienę (2003) egzistuoja penki požiūriai, kurie yra paremti: turtu, palyginimu, santykiniais rodikliais, pajamomis ir opcionais grįstais metodais.

Autorius P. Fernandez (2002) akcentuoja jog egzistuoja šešios įmonės vertino metodų grupės: buhalterinės vertės, pajamų, pinigų srautų diskontavimo, vertės kūrimo, opcionų ir mišriu (prestižo) požiūriu paremtų metodų.

Apžvelgus vertinimo metodų skirstymą ir klasifikaciją, galime matyti, kad dažniausiai minimi metodai gali būti skirstomi į tris grupes: turto požiūrio metodas (atstatomosios vertės), pajamų požiūrio ir rinkos (palyginimu besiremiančiu) požiūriu.

Autorė B. Galinienė (2004) pateikia šiuos požiūrių apibūdinimus:

Vertinimas turto požiūriu – tai verslo, nuosavo kapitalo ar kitokio turto vertės apskaičiavimas, pasitelkus metodus, kurie yra paremti turtu, neatsižvelgiant į įsipareigojimus rinkos verte. Metodas dar gali būti vadinamas – sąnaudų požiūriu.

Vertinimas pajamų požiūriu – įmonės, jos dalies ar užstato vertės bendras nustatymo būdas pasitelkus vieną ar kelis būdus, kurių pagalba yra nustatoma vertė, atsižvelgiant į būsimą turtą.

Vertinimas rinkos (palyginimo) požiūriu – įmonės, jos dalies ar užstato vertės bendras nustatymo būdas pasitelkus vieną ar kelis būdus, kurių pagalba galime palyginti vertinimą įmonę su atitinkančiomis atviroje rinkoje kotiruojamomis įmonėmis, jų dalimis ar užstatais.

Visi šie požiūriai remiasi rinkos duomenimis, tačiau vertina įvairius rinkos aspektus ir padeda atskleisti skirtingas vertinamo verslo charakteristikas. Šiuolaikinėje rinkoje pajamų požiūris yra tinkamiausias verslo vertinimui, nors visi trys požiūriai turėtų užimti vienodą vertės dalį. Vertinant stambias ir vidutines įmones išvystytos ekonomikos šalyse 80 – 90 proc. atveju naudojamas pajamų požiūris. Žinoma, kuo daugiau metodų taikoma, tuo tikslesni gaunami vertinimo rezultatai. Naudojant visus tris anksčiau minėtus požiūrius, gaunamas ne tik tikslesnis, tačiau labiau pagrįstas ir objektyvus rezultatas, nes skirtingi metodai leidžia apžvelgti įmonės

dabartinę, ankstesnę padėtį, ar prognozuoti būsimą. Vis dėl to atsižvelgus į vertinimo tikslus, galima nustatyti vieną tinkamiausią vertinimo požiūrį.

1.4. Verslo vertinimo procesas

Turto vertinimo procedūra vykdoma pagal kelis pagrindinius žingsnius, kurių įgyvendinimas svarbus, norint užtikrinti sklandų ir objektyvų verslo vertinimą. Ši verslo vertinimo procedūra būna labai įvairi, priklausomai nuo užsakovų pageidavimų, tikslų, bei poreikių. Vertinimo procesui įtakos gali turėti turimos informacijos kiekis, atlikimui skirto laiko trukmė ir daugelis kitų veiksnių. Vertinimo metu atsižvelgiama tiek į vidinę, tiek į išorinę su įmone susijusia informacija. Vidinei informacija laikomos: finansinės ataskaitos ir prognozės; aiškinamieji raštai ir kiti su įmonės veikla susiję dokumentai. Išorine informacija laikoma iš išorės gauta informacija, pavyzdžiui: analogiškų įmonių finansiniai rodikliai, rinkos srities ir ūkio tendencingumas, vartotojų poreikiai, konkurencinę aplinką, bendros makroekonomikos perspektyvos ir panašiai.

Pagal LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymą (2011), pateikiami tokie turto vertinimo proceso etapai:

1. Užsakovui pateikus turto vertės nustatymo prašymą ir sudarius sutartį pradedamas turto vertinimas;
2. Sudarytoje sutartyje privalo būti nurodyti: vertintojo ar verslo vertinimo objekto duomenys, verslo vertintojo pažymėjimo numeris, užsakovo duomenys, turto vertinimo atvejis ir įmonė, jo įsteigimo vieta, vertės nustatymo proceso data ir atlikimo terminai, vertės nustatymo tikslas, atlygis, visų sutartyje nurodytų dalyvių pareigos, teisės ir atsakomybė;
3. Vertės nustatymo paslaugos suteikimo sutartyje gali būti nurodytos kitos sąlygos;
4. Turto vertintojui atlikus darbą pateikiamos turto vertinimo ataskaitos;
5. Vertinant turtą LR ar kitur būtina sudaryti techninę užduotį, kurioje turi būti nurodyta visa informacija, kuri pateikta turto vertinimo sutartyje, taip pat gali būti nustatomi ir kiti techniniai, projektiniai ar kitokie duomenys, kurie yra reikalingi turto vertės apskaičiavimui.
6. Vyriausybės patvirtinta metodika, suderinta su TVS ir kitomis normomis yra pagrindiniai šaltiniai, kuriais vadovaujasi turto vertintojas atlikdamas vertinimą. Taip pat atsižvelgiama vertinimo veiklos priežiūrą atliekančių institucijų nurodymus ir sprendimus;
7. Atlygio dydis, kuris priklauso vertintojui už atliktą vertinimą nustatomas turto vertinimo sutartyje. Kaip ir kiekvienoje sutartyje privaloma aiškiai apibrėžti visas nustatomas sąlygas.

Kiti autoriai verslo vertinimo procese išskiria šiuos etapus:

Verslo istorinių rezultatų analizė. Šis etapas pradedamas nuo finansinės veiklos ataskaitų analizės, įmonės finansinės veiklos rodiklių skaičiavimo, investuoto kapitalo, laisvų pinigų srautų skaičiavimo. Atliekant istorinių rezultatų finansinę analizę, svarbu atkreipti dėmesį į tris pagrindines sritis – bendrąjį pinigų srautą, bendrąsias investicijas ir finansavimą, leidžiančias sukurti ir padidinti vertę. Nustačius vertę kuriančius faktorius, galima vertinti gautus rezultatus, ateities prognozes, lyginti su kitų tos pačios srities įmonių rezultatais. Vienas iš reikšmingiausių dalykų šiame etape yra strateginė analizė, kurioje svarbu įvertinti šakos rodiklius, konkurencinę įmonės padėtį, nustatyti vertės grandinę (Fernandez, 2004).

Prognozių ateičiai sudarymas. Remiantis pagrindiniais vertės veiksniais, šiame etape prognozuojami įmonės rezultatai. Nėra nustatytų prognozės kūrimo normų, vis dėlto patariama laikytis šios vertinimo sekos: įvertinti įmonės privalumus ir trūkumus, bei konkurencinius pranašumus; sukuriama įvairūs įmonės augimo ar sąstingio scenarijai, kurie apibūdina įmonės veiklą skirtingose situacijose; prognozuojamos finansinės ataskaitos, veiklos rodikliai, investuotas kapitalas, laisvas pinigų srautas; tikrinamas prognozių pagrįstumas ir įgyvendinamumas (Dzikevičius *ir kt.*, 2008).

Kapitalo kaštų įvertinimas (diskonto normos nustatymas). Akcentuojama tai, jog norint realius pinigų srautus išreikšti kapitalo išlaidų norma, būtina atlikti tokius veiksmus: maksimalaus vidutinių kapitalo išlaidų vidurkio paskaičiavimas, bei kapitalo pritraukimas; skaičiavimai vykdomi tuomet, kai visi mokesčiai įvertinti, nes laisvas pinigų srautas yra laikomas srautu atskaičius mokesčius; naudojant nominalias pelno normas ir atsižvelgiant į laukiamą infliaciją; sistemine riziką; pinigų srauto pasikeitimus, kuriuos lemia infliacija, sisteminės rizikas, kapitalo struktūras (Dzikevičius, 2008).

Tęstinės vertės nustatymas. Norint objektyviai ir tiksliai nustatyti įmonės tęstinę vertę, akcentuojami šie žingsniai: tinkamos metodikos parinkimas; prognozės horizonto parinkimas; parametru nustatymas; tęstinės vertės diskontavimas (Burkšaitienė, 2000).

Gautų rezultatų analizė. Šiame paskutiniame etape vertinimo rezultatai išanalizuojami atsižvelgiant į priimamų sprendimų perspektyvą.

Atlikus išsamią literatūros analizę, galima daryti išvadą, jog norint objektyviai ir tiksliai atlikti verslo vertinimą, svarbu išanalizuoti įmonės veiklos šaką, nustatyti veiklos ypatumus, tendencijas ir įmonės augimo ateityje galimybes. Visi anksčiau minėti etapai yra reikšmingi įmonės vertės nustatymo procese.

1.5. Verslo vertės veiksniai ir jų įtaka verslo vertės nustatymui

Didelę įtaką įmonės vertinimo procesui daro vertę kuriantys faktoriai. Įmonės ar verslo vertės veiksniai yra tokie veiksniai, kurie teigiamai arba neigiamai veikia nustatomos verslo vertės dydį (Chistauskas, 2008). Anot autorės A. Bačkytės (2010), atliekant verslo vertinimą, analizuojama įmonės vidinė aplinka, kurioje geriausiai atsispindi laisvuosius pinigų srautus ir diskonto normą lemiantys veiksniai. Autoriai aprašo šiuos vidinius veiksnius:

Marketingas. Vienas iš įmonės pelningumą lemiančių veiksnių yra paklausos patenkinimas, sudarant marketingo analizę nustatomas šis rodiklis. Autorė A. Stundžienė (2006) pabrėžia, kad įmonės vertei didelę įtaką daro marketingo politika ir akcentuoja, kad tai yra veiksniai lemiantys laisvuosius pinigų srautus įmonėje.

Gamyba. Šiame procese svarbiausia kokybiškos, konkurencingos produkcijos gamyba. Nustatant diskonto normą gelbsti gamybos veiksnys, kuris apsprendžia laisvuosius pinigų srautus. Gaminamos produkcijos būklę ir apimtį lemia gamybiniai pajėgumai (Kazlauskienė, 2005).

Personalas. Laikomas nesisteminės rizikos veiksniu, kuris įvertinamas randant diskonto normą, yra žmogiškieji ištekliai, šie taip pat turi svarbią reikšmę, norint padidinti įmonės vertę. Įmonės vertės kūrimo svarbią įtaką turi darbuotojų ir personalo nuotaikos, motyvacija, atlygio už darbą sistema. Šis veiksnys taip pat daro įtaką laisviesiems pinigų srautams (Linhholm, 2006).

Finansai. Didžiausią įtaką įmonės vertei turi finansiniai veiksniai (Kazlauskienė, 2005). Šie veiksniai geriausiai atspindi įmonės esamos ir būsimos veiklos rezultatus ir tiesiogiai veikia laukiamas pajamas ir sąnaudas bei diskonto normą.

Išanalizavus įmonės vertę lemiančius veiksnius, sunku pasakyti, kokie veiksniai turėtų būti akcentuojami ir kaip jie turėtų būti klasifikuojami, kiekvienas veiksnys ir faktorius skirtingai veikia įmonės vertę, o didžioji dalis jų kokybiškai neįvertinama.

Pirmoje darbo dalyje aptartos su verslo vertinimu susijusios pagrindinės sąvokos, nurodyti dažniausiai praktikoje sutinkami verslo vertinimo atvejai ir tikslai, išskirti verslo vertinimo principai, analizuotas verslo vertinimo procesas, bei aptarti verslo vertės faktoriai ir jų įtaka verslo vertės nustatymui. Antroje darbo dalyje, plačiau aptariami verslo vertinimo požiūriai ir su jais susiję metodai. Išsamiau aptariami metodai, kuriais remiamasi tyrimo eigoje, nurodomi jų panaudojimo, pritaikymo pavyzdžiai, pagrindiniai privalumai ir trūkumai.

2. VERSLO VERTINIMO POŽIŪRIŲ METODOLOGIJA

Atlikus mokslinės literatūros analizę, galima daryti išvadą, kad nustatant verslo vertę reikia vadovautis patikrintais metodais. Šioje darbo dalyje bus trumpai aptariami įvairūs verslo vertinimo metodai ir jų taikymas, privalumai bei trūkumai, pagal kuriuos trečioje darbo dalyje bus atliekamas tyrimas. Plačiau aptariama diskontuotų pinigų srautų modelio metodologija, kuri vėliau naudojama verslo vertės nustatymui atlikti: vertinimo eiga; diskonto normos nustatymas, kapitalo aktyvų vertinimo (CAPM) bei vidutinių svertinių kapitalo kaštų (WACC) modeliai; laisvų pinigų srautų nustatymas; tęstinios įmonės vertės apskaičiavimas.

2.1. Tyrimo planas

COVID – 19 protrūkis Europoje įvyko 2020 m. pirmame ketvirtyje, kad būtų įvertintas galimas viruso efektas, būtina atlikti pastarųjų metų įmonės vertinimą, t.y. nustatyti AB „Pieno žvaigždės“ įmonės vertę be koronaviruso įtakos. Žemiau pateiktas modelis (žr. 1 pav.), kurio pagalba bus atliekamas verslo vertės nustatymas ir tyrimas trečioje darbo dalyje.

Pirmoji tyrimo dalis skirta išorinės ir vidinės aplinkos analizei. Atliekant išorinės aplinkos analizę bus apžvelgiama pieno perdirbimo rinka, atliekama vartotojų, bei pagrindinių įmonės konkurentų analizė. Taip pat aptariamos makroekonominės prognozės, pieno sektoriaus tendencijos, bei įvertinamos galimos įmonės akcijų kainų kitimo tendencijos. Atliekant vidinės aplinkos analizę bus tiriamas bendrovės valdymas, darbo organizavimas, atliekama SSGG analizė. Vėliau atliekama finansinė analizė, kurią sudarys horizontalioji, vertikalioji bei santykinė analizė. Antroji tyrimo dalis skirta verslo vertinimo metodų požiūrių pritaikymui, pasirenkant po vieną labiausiai tinkantį metodą iš skirtingų požiūrių – balansinės vertės nustatymas, santykinų koeficientų ir DCF metodo pritaikymas. Įmonės verčių nustatymas, bus atliekamas MS Excel programinės įrangos pagalba. AB „Pieno žvaigždės“ vertė bus nustatoma remiantis iš anksto sudarytu modeliu. Pradžioje įmonės vertė ir akcijų kaina apskaičiuojama naudojant balansinės vertės ir santykinų koeficientų metodus. Vėliau naudojamas DCF metodas: vertinami praėjusių metų įmonės finansinės ataskaitos ir rezultatai bei sudaromos prielaidos ateities rezultatų prognozavimui. Atrastų prielaidų pagalba sudaromos bendrovės ateities rezultatų prognozės, kurios atsispindi įmonės balanse ir pelno/nuostolio ataskaitoje. Vėliau apskaičiuojami laisvi pinigų srautai, pasitelkiant prieš tai suprognuozuotas finansines ataskaitas. Šiai daliai priskiriamas ir diskonto normos nustatymas, kuri naudojama laisvų pinigų srautų diskontavimui. Diskonto normos randamos pritaikant vidutinių svertinių kapitalo kaštų (WACC) ir kapitalo aktyvų (CAPM) vertinimo modelius. Įvertinamas ir įmonės verčių nustatyme būtinu laikomas tęstinios

įmonės vertės komponentas, kuriai privalu pritaikyti amžinojo augimo normą. Nustačius ir įvertinus visus komponentus galiausiai apskaičiuojama įmonės vertė. Trim metodais gautos akcijos kainos vertės bus lyginamos su akcijos kainos rinkos verte, bandant atrasti galimą neatitikimą lėmusius veiksnius. Galiausiai atliekama AB „Pieno žvaigždės“ akcijų vertės jautrumo analizė, skirta nustatyti, kaip įmonės vertė kinta keičiantis vertę kuriantiems veiksniams. Siekiant nustatyti ar COVID – 19 viruso protrūkis turės įtakos įmonės finansiniams rezultatams, bei įmonės vertei, remiantis naujausiomis makroekonominėmis prognozėmis, formuojamos prielaidos ateities finansiniams rezultatams, remiantis prielaidomis sudaromos finansinės ataskaitos. Naudojant DCF metodą, nustatoma, koronaviruso paveikta, naujoji įmonės vertė.

Išorinės aplinkos analizė	
Rinkos analizė; Vartotojų ir pagrindinių konkurentų analizė; Makroekonominių tendencijų ir pieno perdirbimo sektoriaus apžvalga; Įmonės akcijos kainos kitimo apžvalga.	
Vidinės aplinkos analizė	
Įmonės valdymo ir darbo organizavimo apžvalga; AB „Pieno žvaigždės“ SSGG analizė.	
Įmonės finansinė analizė	
Horizontalioji analizė; vertikalią analizė; santykinė analizė.	
Verslo vertinimo metodų pritaikymas	
Balansinės vertės nustatymas; Santykinių koeficientų metodo pritaikymas; Vertės nustatymas naudojant DCF metodą.	
Įmonės AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas naudojant DCF metodą	
<i>I.</i>	<i>Ateities rezultatų prognozė</i>
Įmonės istorinių rezultatų analizė; Prielaidų ateities finansiniams rezultatams formavimas; Prognostinių finansinių ataskaitų 2020 – 2024 metams sudarymas	
<i>II.</i>	<i>Laisvų pinigų srautų skaičiavimas</i>
<i>III.</i>	<i>Diskonto normos nustatymas</i>
Kapitalo aktyvų vertinimo modelis (CAPM); Vidutinių svertinių kapitalo kaštų modelis (WACC);	
<i>IV.</i>	<i>Įmonės tęstiniosios vertės apskaičiavimas</i>
<i>V.</i>	<i>Įmonės vertės nustatymas</i>
COVID – 19 viruso protrūkio efekto įmonės vertei prognozė	
Koronaviruso paveiktų makroekonominių tendencijų apžvalga; Prielaidų ateities finansiniams rezultatams formavimas; Prognostinių finansinių ataskaitų 2020 – 2024 metams sudarymas; Įmonės vertės nustatymas naudojant DCF metodą; Gautų rezultatų apžvalga ir palyginimas	

1 pav. **Bendroji tyrimo eiga**
(sudaryta autorės)

2.2. Verslo vertinimo turto požiūriu metodai

Metodai, pagal turto vertinimą, pasižymi paprastumu ir aiškumu, tačiau įmonė apibrėžiama kaip statiškas vienetas, neįvertinamos jos veiklos perspektyvos, plėtros galimybės. Tokie rodikliai, kaip produkto konkurencingumas, įmonės kompetencija metodo eigoje yra nepastebimi. Todėl turto požiūriu metodai yra tinkamiausi žemiausiai verslo vertės nustatymui, bet ne priimamų sprendimų pagrindimui (Norvaišienė, 2003).

Grynojo turto metodas dar apibrėžiamas kaip finansinių ataskaitų įmonės vertės vertinimo metodu yra paremtas apskaitos informacija, kurioje nustatomas asmeninis kapitalas (grynasis turtas) naudojamas įmonės vertės nustatymui (Pratt *ir kt.*, 2008). Šis metodas yra laikomu vienu iš paprasčiausių įmonės vertės nustatymo būdų, kadangi yra naudojami duomenys, kurie prieinami įmonės finansinėje atskaitomybėje ar apskaitoje (Damodaran, 2011).

Galima išskirti kelis vertinimo metodus paremtus turto požiūriu. G. Kancerevyčiaus (2004) leidinyje aprašomi: balansinės vertės, pakoreguotos balansinės vertės, perteklinio pelno, pakeitimo (atstatymo), likvidacinės vertės ir kt., vertinimo metodai.

2.2.1. Balansinės vertės metodas

Balansinės vertės metodas yra laikomas vienu iš plačiausiai naudojamu požiūriu (Stanzel, 2001). Šis metodas, nors ir yra įvertinami visi įmonės balanso kintamieji, įprastai nenustato teisingos rinkos vertės, kadangi remiamasi tik balansine nuosavybės verte (Yegge, 2002). Vertinant turtą šiuo metodu taikomas toks algoritmas: 1. Balansas pertvarkomas: istorinės savikainos pakeičiamos rinkos vertėmis; 2. Įvertinami identifikuoti materialūs ir nematerialūs finansiniai turtai bei įsipareigojimai; 3. Randamas bendros turto vertės ir įsipareigojimų skirtumas, gaunant nuosavo kapitalo vertę (Kancerevyčius, 2004).

Įmonės vertė, remiantis balansinės vertės metodu, apskaičiuojama taip (Yegge, 2002):

$$\text{Verslo vertė} = \text{visas turtas} - \text{visi įsipareigojimai} \quad (1)$$

Šis metodas yra laikomas vienu nesudėtingiausių, tačiau autoriai randa nemažai trūkumų. Pagrindinis jų – rezultatų nepatikimumas, duomenys gali netiksliai atspindėti realią turto vertę. Balanse nematomas įmonės nematerialus turtas: įmonės prestižas ar vadovybės potencialas, žmogiškieji ištekliai, gebėjimas pasiekti gerus rezultatus (Kancerevyčius, 2004). Prie trūkumų galima priskirti savybę, kad šis metodas paremtas tik istoriniais duomenimis, neatsižvelgiama į ateities rinkos situaciją prognozes ir ignoruojamas nematerialus turtas bei rizikos (Stanzel, 2001). Toks metodas turėtų būti taikomas tik esant supaprastintoms sąlygoms, augančioms ir didesnėms bendrovėms šis metodas yra beveik netinkamas. Tačiau šio verslo

vertinimo turto požiūriu metodo populiarumas ir paprastumas leidžia jį naudoti papildomu elementu, nustatant net ir stambios įmonės galutinę verslo vertę.

2.3. Verslo vertinimo palyginimo (rinkos) požiūriu metodai

Palyginamasis metodas yra apibrėžiamas kaip vienas iš verslo vertės nustatymo metodų pagal turto ir verslo vertinimo metodiką. Lyginamasis metodas gali būti apibrėžiamas kaip verslo palyginimas su analogišku ar panašiu verslu, kurių sandorių kainos yra prieinamos (Hitchner, 2003). Rinkos vertė apskaičiuojama sulyginant panašių objektų faktinių sandorių kainas, nustatant nedidelius vertinamo turto ir jo analogo skirtumus. Įmonės vertę galima rasti lyginant analizuojamos įmonės veiklą su kitomis bendrovėmis. Vertė gali būti apskaičiuota ir sulyginus investicijas kitoms įmonėms su kaina, kurią ruošiamasi sumokėti už perkamą įmonę (Metodinis verslo pardavimo ir įsigijimo vadovas). Įvairiuose šaltiniuose nurodomi palyginimo (rinkos) požiūrio apibrėžimai yra labai panašūs.

Taikant lyginamąjį metodą būtina nustatyti tinkamą palyginimo pagrindą ir remtis panašių verslo subjektų pavyzdžiais (LR finansų Ministro įsakymas dėl turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo, 2012). Lyginami verslo subjektai turėtų būti parinkti iš to paties pramonės sektoriaus kaip ir vertinamasis arba sektoriaus kuriame vyrauja tie patys ekonominiai kintamieji rodikliai. Vertinant, ar palyginimo pagrindas yra tinkamas, TVS nurodo šiuos veiksnius:

- vertinamų verslo subjektų panašumą pagal jų kokybines ir kiekybines veiklos charakteristikas;
- duomenų apie lyginamus verslo subjektus kiekį ir galimybę juos patikrinti;
- panašaus verslo subjekto kaina yra sudarant sandorį įprastomis rinkos sąlygomis taikoma kaina (TVS, 2011).

2.3.1. Santykinių koeficientų metodas

Santykinių koeficientų metodas paremtas rekomenduojamų kainų ir esminių finansinių rodiklių santykiais. Norint nustatyti šiuos multiplikatorius yra reikalingi ilgi statistiniai stebėjimai (Galiniene, 2005). Norint pasiekti kuo tikslesnius rezultatus, reikėtų tinkamai pasirinkti palyginamųjų objektų grupę, kuri būtų reprezentatyvi tiriamam atvejui ir leistų nustatyti verslo vertę, kuri atitiktų realią situaciją. Nors metodas nėra labai populiarus, Lietuvos pieno perdirbimo sektorius turi nemažai stambių įmonių, kurių duomenys yra viešai prieinami, kas leidžia pritaikyti verslo vertinimo palyginimo (rinkos) požiūrio santykinių koeficientų metodą.

Verslo vertinimo literatūroje randami skirtingi koeficientai, kurių pagalba yra nustatoma verslo vertė. Apžvelgus mokslinės literatūros autorių darbus tiriamoje dalyje buvo nuspręsta remtis šiais multiplikatoriais:

- $P/E = \text{Akcijos rinkos kaina/Pelnas akcijai};$
- $P/S = \text{Akcijos rinkos kaina/Pardavimai akcijai};$
- $P/BV = \text{Akcijos rinkos kaina/Akcijos buhalterinė vertė} = \text{Kapitalizacija/Nuosavybė};$
- $EV/EBITDA = \text{Įmonės vertė/EBITDA}$

Čia: $EV = \text{kapitalizacija} + \text{grynoji skola};$

$\text{Grynoji skola} =$

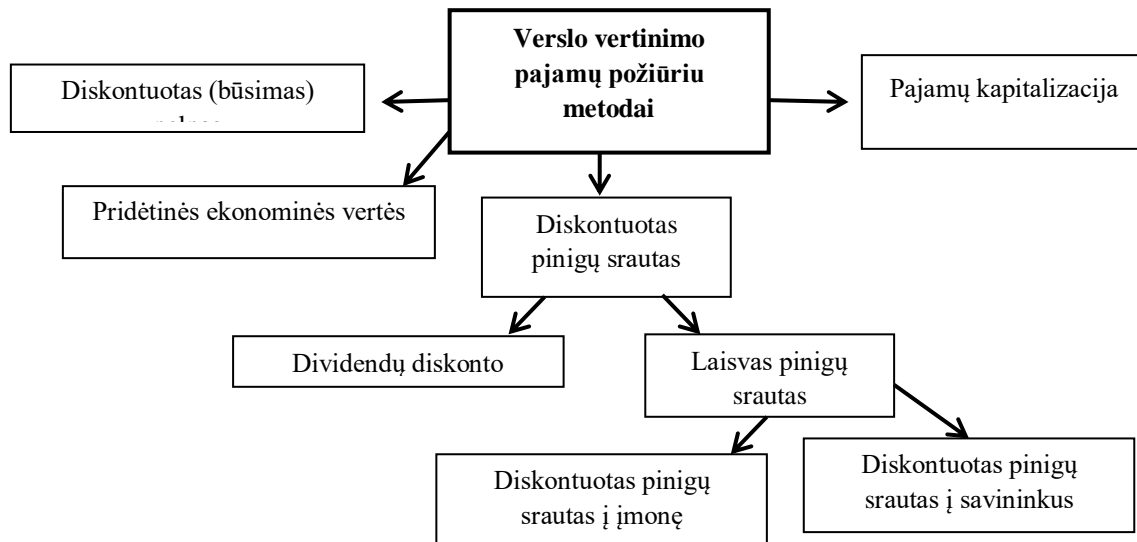
$\text{ilgalaikiai išsipareigojimai} + \text{trumpalaikiai finansiniai išsipareigojimai} - \text{grynieji pinigai ir jų ekvivalentai}.$

- $\text{Nuosavo kapitalo vertė} = \begin{cases} \text{Grynasis pelnas} \times P/E \\ (\text{EBITDA} \times EV/EBITDA) - \text{paskolos} \\ \text{Pardavimai} \times P/S \\ \text{Nuosavybė} \times P/BV \end{cases}.$

Aptariant verslo vertinimo palyginimo (rinkos) požiūriu metodą autoriai pateikia skirtingus multiplikatorių metodų patikimumo vertinimus. Šis metodas gali būti naudojamas kaip lygiavertis kitų vertinimo metodų pakaitalas (Damodaran, 2002). Tačiau kiti rekomenduoja šiuo metodu apskaičiuotą vertę naudoti tik kitais metodais gautų rezultatų validumo patikrinimui. Santykiniai rodikliai gali perteikti daug subjektyvumo ir manipuliacijų (Fernandez, 2002).

2.4. Verslo vertinimo pajamų požiūriu metodai

Pajamų metodas yra apibrėžiamas kaip vertinamo verslo teikiamos naudos – grynujų būsimųjų pinigų srautų perskaičiavimą į dabartinę verslo vertę, pagal turto ir verslo vertinimo metodiką, patvirtinta Lietuvos Respublikos finansų ministro. Pajamų metodų požiūriui priklauso kapitalizavimo ir diskontuotų pinigų srautų metodas (Lietuvos Respublikos finansų Ministro įsakymas dėl turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo, 2012). Pajamų požiūrio metodas yra rekomenduojamas, kai vertiname įmones (išskyrus mažas ar likviduojamas); turtą – verslo objektą, kuris generuoja pelną, arba darant prielaidą, kad vertinamo turto rinkos vertė atspindės naudojimo vertę (Dzikevičius *ir kt.*, 2008). Apžvelgus literatūrą vertės nustatymą pagal pajamų požiūrį galima suskirstyti į šiuos metodus: pajamų kapitalizaciją, diskontuoto pelno ir diskontuotų pinigų srautą, pastarasis dar skirstomas į kelias grupes (žr. 2 pav.).



2 pav. Verslo vertinimo pajamų požiūriu metodai

(sudaryta autorės pagal Galilienę (2005), Turto ir verslo vertinimo sistema; Damodaran (2002), Investment valuation; Kancerevyčių (2004), Finansai ir investicijos; Chmieliauskaite (2006))

2.4.1. Diskontuotų pinigų srautų metodas

Nustatant įmonės vertę pakankamai didelis dėmesys skiriamas būtent šiam diskontuotų pinigų srautų metodui (angl. Discounted Cash Flow – toliau DCF). Metodą galima modifikuoti, įvertinant konkrečią situaciją, pavyzdžiui vietoje pinigų srautų galima remtis grynuoju pelnu, dividendais, palūkanomis, kupono mokėjimu, nuomos mokesčiais ar kitais duomenimis. Būtent dėl to šiuo metodu gali būti vertinamos ne tik bendrovės ar investiciniai projektai, taip pat įvairios ūkinės veiklos efektyvumas, finansinių operacijų, instrumentų pelningumas (Žaptorius *ir kt.*, 2007). Taikant šį požiūrį reikia atlikti detalią analizę, todėl metodas laikomas vienu sudėtingiausių, bet tuo pačiu ir vienu patikimiausių (Galiniene, 2004).

Bendrai, taikant šį metodą, įmonės dabartinė vertė randama, remiantis nustatyta diskonto norma, diskontuojant ateities pinigų srautus, o nustatyta norma turi atspindėti investuotojo pageidaujamą grąžą ir riziką. Šio metodo pagrindinis parametras yra vertinamo turto generuojama dabartinė prognozuojamų pinigų srautų vertė. DCF yra lygus sumai, kurią pasiruošta mokėti esamu laiku tikintis gauti numatytą pinigų srautą ateityje, prieš tai įvertinus pinigų srautų gavimo rizikos laipsnį. Literatūroje pateikiama tokią pinigų srautų vertinimo formulė:

$$DCF = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad (2)$$

Čia k – diskonto norma (priimtinas pelningumas) atspindinti prognozuojamų pinigų srautų riziką arba WACC (svertinius vidutinius kapitalo kaštus) dešimtaine išraiška.; CF – pinigų srautas, kurį generuoja įmonė konkrečiu periodu; t – metų skaičius (turto gyvavimo vertė).

Dabartinė pinigų vertė gali būti randama baigtiniam metų skaičiui t , bet aktyvi įmonė pelną įprastai duoda ir ateityje. Dėl to reikia apskaičiuoti nuolat gaunamų pinigų srautų dabartinę (tęstinę) vertę (TV), prognozuotinas laikotarpis yra skaidomas į kelis etapus, kur paskutiniame etape priskiriama nuolatinė palūkanų (diskonto) norma su atitinkamu pastovaus augimo laipsniu (Dzikevičius *ir kt.*, 2008).

$$GV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Z(1+g)^{t-1}}{(1+r)^t} \times \frac{Z}{r-g} \quad (3)$$

Čia GV_0 – grynoji vertė pradiniu periodu; Z – pirmi papildomų piniginių srautų mokėjimai; g – pastovi augimo norma; r – pastovi diskonto norma.

Tęstinė vertė apskaičiuojama diskontuojant veiklos tęstinumo periodo laisvuosius pinigų srautus (Galinienė, 2005):

$$TV = \frac{1}{(1+k)^t} \times \frac{CF_t(1+g)}{(k-g)} \quad (4)$$

Čia g – planuojama augimo norma (Fernandez, 2002).

Šiuo metodu atspindima įmonės vertė kaip grynoji būsimųjų piniginių srautų vertė (Copeland *ir kt.*, 2000). DCF yra labiau tinkamas, kai perkamos ne tik akcijos investicijų portfeliui, bet kai siekiama įsigyti visą arba dalį įmonės, nes šiuo požiūriu įvertinama visa įmonė, jos charakteristikos bei principai. (Kancerevyčius, 2004).

Vertintojai tiesiogiai susiduria su neapibrėžtumu, kai reikia nustatyti būsimą pinigų srautų ateities augimą. Galimi trys pagrindiniai augimo nustatymo būdai. Vienas iš jų yra naudojamas istorinis augimo tempas, atsižvelgiant į bendrovės praeitį (Copeland *ir kt.*, 2000). Tačiau, praeities augimo tempas gali nesutapti su ateities augimu. Dar galima mėginti gauti augimo įvertinimo informaciją iš labiau kompetentingų šaltinių, kurį pateikia įmonės vadovybės arba asmenys sekantys įmonės veiklą. Tačiau tokia vertinimo kokybė prastėja dėl šališkumo. Trečias būdas – būsimą augimo tempo susiejimas su dviem kintamaisiais, nustatomų iš įmonės finansinių duomenų – pelnas yra reinvestuojamas į įmonę ir kaip efektyviai tai vyksta. Taigi, rodiklių analizei pritaikius praeities įmonės veiklos rezultatus, galima sudaryti ir ateities prognozes.

Vertinant DCF metodu, galimi trys vertinimo būdai. Pirmu vertinama tik savininkų nuosavybės dalis, antru – vertinama visa įmonė. Abiem būdais diskontuojami laukiami pinigų srautai, tačiau skiriasi pinigų srautai ir diskonto normos. Trečiu, identifikuojami tokie ekvivalentiški būdai atlikti diskontuotų pinigų srautų vertinimą.

Galima išskirti šias diskonto metodų pasirinkimo galimybes:

- būsimų laisvų pinigų srautų modeliai:
 - Dividendų diskonto metodas (toliau DDM);
 - Gryųjų pinigų srautų į savininkų nuosavybę diskonto metodas (toliau FCFE);
 - Gryųjų pinigų srautų į įmonę diskonto metodas (toliau FCFF)
- papildomos gražos (angl. excess returns) modelis;
- pakoreguotos dabartinės vertės (angl. APV) modelis. (Damodaran, 2005).

Pagrindinės DCF metodų formulės:

DDM atveju:
$$Akcijų\ vertė = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1+k_e)^t} \quad (5)$$

FCFE atveju:
$$Akcijų\ vertė = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_d)^t} \quad (6)$$

FCFF atveju:
$$Įmonės\ vertė = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (7)$$

Čia D_t – pinigų srautai iš dividendų laikotarpiu t ; $FCFE_t$ – pinigų srautai savininkų nuosavybei laikotarpiu t ; $FCFF_t$ – pinigų srautai įmonei laikotarpiu t ; k_e , k_d – diskonto normos (reikalaujamos gražos normos); WACC – atitinkamai dividendų, savininkų nuosavybės ir vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai (Damodaran, 2005; Kancerevyčius, 2004; Kumar, 2016).

Dividendų diskonto metodas

Dividendų diskonto metodas yra paprasčiausia ir greičiausia nuosavybės vertinimo modelio versija. Daroma prielaida, kad dabartinė prognozuojamų ateities dividendų vertė yra lygi įmonės nuosavybės vertei. Dividendai laikomi paprasčiausiu pinigų srautų matavimo vienetu, sudarantis tiesioginę investuotojo dalį įmonės nuosavybėje. Nuosavybės kaina prilyginama diskonto normai, kuri skirta prognozuojamų ateityje mokamų dividendų diskontavimui. DDM apskaičiuojama akcijos kaina, sudedant diskontuotus ateities dividendus, naudojant diskonto normą – nuosavybės kainą. Taip gaunama tikroji įmonės akcijos kaina. Tačiau šis modelis negali būti taikomas įmonėms nemokančioms dividendų, o įmonės aukšto augimo stadijoje įprastai nemoka dividendų (Kumar, 2016).

Galima dividendų vertinimo modelio klasifikacija į pastovius dividendus, pastoviai augančius dividendus ir dividendus augančius skirtingomis normomis kintančiomis nuo periodo ateityje. DDM modelis siejamas su fundamentaliais veiksniais, tokiais kaip nuosavybės grąža ir dividendų išmokėjimas, kurie lemia įmonės nuosavybės vertę.

1) Pastovių dividendų modelis

Taikant šį modelį daroma prielaida, kad dividendų augimo norma nulinė, visi akcijai išmokami dividendai nekinta. Tokių akcijų vertės nustatymui yra naudojama pertuiteto apskaičiavimo formulė:

$$V = \frac{D}{K} \quad (8)$$

Čia V – tikroji akcijos vertė; D – metiniai dividendai; K – reikalaujama grąžos norma (kapitalo kaštai).

2) Pastoviai augantys dividendai (Gordono modelis)

Gordono modelio atveju daroma prielaida, kad įmonės dividendai auga pastoviu greičiu, Manoma, jog kiekvienais metais dividendai padidėja konkrečiu procentu (Pinto *ir kt.*, 2015). Šio DDM modelio formulė:

$$V_0 = \frac{D_0(1 - g)}{k - g} = \frac{D_1}{k - g} \quad (9)$$

Čia V_0 – akcijos vertė; D_0 – dabartiniai dividendai; D_1 – prognozuojami kitų metų dividendai; k – reikalaujama akcijos grąžos norma (nuosavybės kaina); g – pastovus dividendų augimo tempas.

Pastovaus augimo modelis tinka galutinai susiformavusių įmonių akcijų įvertinimui, kuriose įprastas pastovus dividendų augimas. Jeigu nuosavybės kaina ir pastovus dividendų augimo tempas einant laikui nesikeičia, akcijos vertė kiekvienas metais kyla tokiu pat procentu, koku auga dividendai.

Gordono modelis traktuoja tiesioginę akcijos vertės priklausomybę nuo ateityje laukiamų dividendų, kapitalo kainos ir prognozuojamų dividendų augimo normų. Modelis nėra tinkamas vertinant dividendus, kurie rodo nestabilias augimo charakteristikas. Augimo ir grąžos normos daro didelę įtaką modelio rezultatams. Realybėje retai pasitaiko dividendų su pastoviomis augimo normomis. Gordono modelyje laukiama grąžos norma turi būti didesnė už dividendų augimo normą ($k > g$), atvirkštiniu atveju gaunama neigiama vertė. Metodas palankus įmonėms, agančioms normalia ekonomikos augimo norma. Modelis nenaudojamas įmonėms, demonstruojančioms daugiapakopio augimo rezultatus.

3) Nepastovaus augimo diskontuotų dividendų modelis

Nepastovaus augimo diskontuotų dividendų modelis padeda įvertinti skirtingą augimo normą turinčius dividendus per nustatytą konkretų periodą. Modelį sudaro keli skirtingi augimo etapų modeliai. Dviejų etapų augimo modelis nurodo, kad pirmame etape kažkuriuo laiko periodu bus aukštas augimo tempas, vėliau pasidarysiantis stabilu, turintis nulinę augimo normą (pertuitetas). Trijų etapų augimo modelį sudaro trys skirtingi etapai, turintys tris skirtingas dividendų augimo normas. Pradinė aukšto augimo norma, sekanti mažesnio augimo norma, kuri galiausiai pereina į stabilią normą trečiame etape. Kiekvieno etapo esamoji vertė nusako tikrąją akcijos kainą.

Diskontuotų dividendų modelis laikomas paprastu ir plačiai naudojamu metodu, kuris leidžia greitai nustatyti įmonės vertę, tačiau siekiant patikimo rezultato, rekomenduojama vertę skaičiuoti laisvų pinigų srautų metodo pagalba. Laisvų pinigų srautų modeliai yra laikomi reikšmingesniais ir aktualesniais nei diskontuotų dividendų modeliai (Kumar, 2016).

Laisvi pinigų srautai įmonei (FCFF)

Šio modelio atveju, verslo vertė yra apskaičiuojama diskontuojant būsimus laisvų pinigų srautus tenkančius įmonei (FCFF), ką sudaro laisvas pinigų srautas, atėmus veiklos sąnaudas, reinvesticijas ir mokesčius, visus mokėjimus skolintojams, akcininkams. Šis srautas diskontuojamas svertiniu kapitalo kaštų vidurkiu, kurį sudaro atskirų verslo finansavimo komponentų kaštai, pasveriamas pagal rinkos vertės proporcijas (7). Kaip ir visuose modeliuose, naudojamo modelio ypatumus lems prielaidos apie įmonės būsimą augimo tempą.

Kitai tariant laisvas pinigų srautas įmonei yra pinigai, kurie prieinami visiems investuotojams, skirti jų pretenzijų padengimui prieš įmonės resursus. Investuotojais laikomi paprastųjų ir privilegijuotų akcijų turėtojai bei skolintojai. Daroma netiesioginė prielaida, kad įmonė bet kada gali gauti finansavimą, jei yra generuojami pinigų srautai, padedantys pasiekti ar pranokti minimalią investuotojų ir skolintojų reikalaujamą grąžą. Todėl pradžioje apskaičiuojami pinigų srautai, tuomet nustatomi finansavimo šaltiniai, kuriems nedaro įtakos įmonės finansinės struktūros. pakoregavus Atlikus veikos pajamų prieš palūkanas ir mokesčius (EBIT) koregavimą galima apskaičiuoti FCFF (DePamphilis, 2012). Esami prognozuojamų ateities laisvų pinigų srautų įmonei (FCFF) vertė diskontuota svertiniais vidutiniais kapitalo kaštais WACC yra laikoma įmonės verte (Kapan, 2008). FCFF skaičiavimas pagal grynąsias pajamas:

$$FCFF = NI + NCC + (Int \times (1 - TR)) - FC_{Inv} - WC_{Inv} \quad (10)$$

Čia NI – grynosios pajamos (net income); NCC – akcijų mokesčiai (noncash charges); Int – palūkanų sąnaudos (interest expense); TR – mokesčių tarifas; FC_{Inv} – investicijos į kapitalą (fixed capital investment); WC_{Inv} – investicijos į apyvartinį kapitalą (working capital investment).

Šiuo atveju neįvertinamos finansinės veiklos, apskaičiuojami tik pagrindinės veiklos ir investicijų pinigų srautai. TR prilyginimas įmonės ribiniui mokesčių tarifui. Pasitaiko atvejų, kai duomenys parodo įmonės neigiamą apyvartinį kapitalą, tačiau tai būna laikini, ne pastovūs atvejai. Tokioje situacijoje apyvartinį kapitalą reikia bandyti prilyginti bent jau nuliui (DePamphilis, 2012).

FCFF – tai pinigų srautas visiems kreditoriams ir akcininkams. Tai yra mokestinio veiklos pelno ir grynos investicijos į ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą, kuris reikalingas kompanijos augimo užtikrinimui, skirtumas, todėl svertiniai kapitalo kaštai (WACC) yra diskonto norma. Metodui yra svarbus įmonės augimas, nuo kurio priklauso investicijų poreikis, kuris tiesiogiai veikia liekantį grynąjį pelną (Kancerevyčius, 2004). Įmonės vertė įprastai apskaičiuojama prie bendro nuosavo kapitalo rinkos vertės pridėdant ilgalaikę skolą, mažumos palūkanas, akcijas, kurioms teikiamos privilegijos, tuomet atimant pinigus su jų ekvivalentais ir daroma prielaida, kad jų užtenka visiems įsipareigojimams padengti.

Atėmus įmonės skolos rinkos vertę ir kitas investuotojų pretenzijas į įmonės pinigų srautą yra gaunama įmonės bendra nuosavybės vertė. Taikant tokį skaičiavimą nuosavybės vertė turi būti lygi nuosavybės vertei, kuri gaunama diskontuojant įmonės akcininkams nuosavybės kainą prieinamus pinigų srautus, kai prielaidos apie pinigų srautą ir diskonto normą yra nuoseklios. Metodas yra palankus, kai informacija apie įmonės skolų grąžinimo grafikus ar palūkanų išlaidas yra sunkiai prieinama (Kaplan, 2008).

Laisvi pinigų srautai nuosavybei (FCFE)

Laisvas pinigų srautas tik akcinei nuosavybei (FCFE) – tai pinigų srautas, liekantis akcininkams po visų pretenzijų investuotojams ne akcininkams patenkinimo (išmokėti privilegijuotųjų akcijų dividendai; skolos palūkanos bei nominalas), reinvesticijų į grynąjį ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą. Akcijų pelningumas yra reikalaujamas diskonto norma. Šis laisvas pinigų srautas parodo, kiek dividendų įmonė galėtų išmokėti akcininkams. (DePamphilis, 2012). FCFE yra likutinė pinigų srautų vertė akcininkams, kitaip tariant potencialių dividendų, kuriuos įmonė išgali sumokėti akcininkams atradimas (Kumar, 2016).

4 lentelė. **Laisvas pinigų srautas nuosavybei**
(sudaryta autorės pagal Kancerevyčių (2004))

Grynasis pelnas
+ Nusidėvėjimas ir amortizacija
= Pinigų srautai iš veiklos akcininkams
- Privilegijuotų akcijų dividendai
- Ilgalaikės investicijos
- Apyvartinio kapitalo poreikis (nepiniginio apyvartinio kapitalo pokytis)
- Skolos nominalo grąžinimai
+ Naujos skolos gavimai
= Laisvas pinigų srautas nuosavybei

Akcininkų nuosavybės vertė gali būti randama diskontuojant akcininkams tenkančius būsimus laisvus pinigų srautus. Laisvuju pinigų srautu, vadinamas srautas liekantis savininkams po visų kitų panaudojimų. FCFE parodo akcininkams tenkanti uždirbtą laikotarpio pinigų srautą; tai srautas tenkantis vienai akcijai. Šį srautą akcininkams sudaro grynasis pelnas ir amortizacija, įvertinant apyvartinio kapitalo pasikeitimą ir ilgalaikes investicijas (Nekrošius; Vaškelaitis, 2001). Pinigų srautas nuosavybei auga mažėjant apyvartiniam kapitalui, o mažėja – vystant naujas investicijas į ilgalaikį turą.

5 lentelė. **Laisvų pinigų srautų apskaičiavimas**
(sudaryta autorės pagal Kaplan (2008) ir Pignataro (2013))

Grynasis pelnas (NI)	Grynasis pelnas (NI)
+Nepiniginiai pelno nuostolio ataskaitos straipsniai (NCC)	+Nepiniginiai pelno nuostolio ataskaitos straipsniai (NCC)
-Apyvartinio kapitalo pokytis (WCInv)	-Apyvartinio kapitalo pokytis (WCInv)
Pagrindinės veiklos pinigų srautai (CFO)	Pagrindinės veiklos pinigų srautai (CFO)
-Investicijos (FCInv)	+ palūkanos*(1- mok. norma)
(beveik) FCFF	-Investicijos (FCInv)
+grynasis skolinimasis	FCFF (po koregavimo)
FCFE	+grynasis skolinimasis
-dividendai	-palūkanos*(1-mok.norma)
+/- naujų akcijų išleidimas (supirkimas)	FCFE
	-dividendai
	+/- naujų akcijų išleidimas (supirkimas)
= Grynasis pinigų pokytis	= Grynasis pinigų pokytis

2.4.2. Kapitalo aktyvų vertinimo modelis (CAPM)

Kapitalo kaštai (k_e) yra investuotojų reikalaujama grąžos norma reikalinga įmonės nuosavybės įsigyjimui. Pasitelkus kapitalo aktyvų vertinimo modelį (angl. Capital Asset Pricing Model, CAPM), kurio pagalba įvertinamas nuspėjamos rizikos ir grąžos santykis, galime įvertinti kapitalo kaštus. Modelis reikalauja prielaidos, kad investuotojai tikisi didesnės grąžos

normos prisiimdami didesnę riziką. CAPM teigiama, jog vertybinių popierių ar turto graža yra lygi nerizikingai gražos normai ir rizikos premijai (DePamphilis, 2012).

Nerizikingos gražos normos graža yra užtikrinta, ja reprezentuojama pinigų laiko vertė (pvz.: vyriausybės vertybinių popierių graža). Nėra nustatyta, kokio periodo vyriausybės vertybinių popierių gražos norma turėtų būti naudojama taikant CAPM modelį. Įprastai investuotojų investicijos laikotarpis atitinka obligacijų gražos normos laikotarpį. Vykdamas įmonių susijungimus ir įsigijimus rekomenduojama naudoti 10 metų vyriausybės obligacijų gražos normą, kuri tinkamiausia patikimam įmonės vertinimui (Hitchner, 2017).

Nerizikingoms gražos normoms papildoma gražos norma yra laikoma rinkos arba nuosavybės premija, kurios įsigyjant įmonės nuosavybę įprastai reikalauja investuotojai (DePamphilis, 2012). Tačiau konkrečios įmonės rizikos premijos yra labai sudėtingas, nes nėra objektyvių duomenų, kurie leistų tai atlikti. Kiekvienas atvejis turi būti vertinamas individualiai ir nustatant nuosavybės premiją turėtų būti įvertinami visi rizikos faktoriai (Voss *ir kt.*, 2013). Dažniausiai rizikos premijos atradimui yra analizuojami istoriniai duomenys, net ir atvejais, kai duomenys nesutampa su pasirinktu analizuojamu laiko periodu ar skaičiuojami aritmetiniai ar geometriniai vidurkiai (DePamphilis, 2012). CAPM metodu metu susiejami kapitalo kaštai (R_e) su nerizikinga gražos norma ir rinkos premija pagal formulę:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (11)$$

Čia R_e – reikalaujama graža; R_f – nerizikinga gražos norma; β – beta koeficientas (santykinis rizikos matmuo, atspindintis įmonės ar ūkio rizikingumo laipsnį lyginant su visomis įmonėmis rinkoje); R_m – laukiama nuosavybės gražos norma; $R_m - R_f$ – akcininkų nuosavybės rizikos premija, atspindinti reikalaujamą akcinio kapitalo investicijų gražos premiją lyginant su nerizikinga gražos norma.

Kompanijų, kuriomis yra viešai prekiaujama, beta koeficientai yra taip pat viešai publikuojami, todėl vertinamos įmonės β parenkamas atsižvelgiant į panašios bendrovės ar sektoriaus β . Skaičiuojant diskonto normą tinkamo β pasirinkimas yra kritinis, nes koeficientai kinta einant laikui ir yra jautrūs skirtingiems laiko periodams ir skaičiavimo metodams.

2.4.3. Diskonto normos nustatymas pagal WACC

Norint tinkamai atlikti įmonės vertinimą diskontuotais pinigų srautais reikšmingiausias yra diskonto normos nustatymas. Diskonto normos nustatymui tiesioginę įtaką daro rizikos ir neapibrėžtumas, augant rizikai investuotojai tikisi didesnio pelningumo ir atvirkščiai – žema rizika generuoja mažesnę pelną. Vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai yra viena populiariausių

gražos normų, kurias uždirbanti įmonė turi didesnę investuotojų susidomėjimą jų akcijomis ar obligacijomis (DePamphilis, 2012). WACC gali būti apskaičiuojamas:

$$WACC = W_{sk} \times K_{sk} \times (1 - T) + W_{pa} \times K_{pa} + W_a \times K_a \quad (12)$$

Čia W_{sk} – skolinto kapitalo dalis; K_{sk} – skolinto kapitalo kaina; T – pelno mokesčio norma; W_{pa} – privilegijuotų akcijų dalis; K_{pa} – privilegijuotų akcijų kaina; W_a – paprastų akcijų dalis; K_a – paprastų akcijų kaina.

WACC galima taikyti tiek vienerių, tiek kelerių metų grynujų pinigų srautų kapitalizacijai ar diskontuotų grynujų pinigų srautų vertinimui. Įprastai WACC yra naudojamas atliekant įmonės vertinimą, pavyzdžiui svarstant jos įsigijimą ar investavimą į ją. Vykdamas nuosavo kapitalo vertinimą taip pat galima panaudoti WACC (Pratt *ir kt.*, 2014).

Apskaičiuojant viešos įmonės WACC, daroma prielaida, jog aktyvių viešų vertybinių popierių vertė atitinka rinkos kainą. Tuomet atsiranda galimybė nustatyti kiekvieno kapitalo komponento svorį tiesiog randant jų sumos iš rinkos vertės santykį ir apskaičiuojant kokią procentinę visos bendros rinkos vertės dalį atitinka kiekvienas komponentas. Norint sužinoti ar gauta WACC reikšmė yra teisinga, reikėtų patikrinti ar gautas WACC yra didesnis už skolinto kapitalo kainą (Pratt *ir kt.*, 2014).

2.4.4. Tęstinios įmonės vertės nustatymas

Norint pritaikyti diskontuotų pinigų srautų metodą taip pat reikia nustatyti įmonės tęstinąją vertę. Tęstinoji verslo vertė (angl. Terminal Value) yra įmonės prognozuojamų pinigų srautų vertė konkrečiai nustatytu laiko periodu. Šis parametras dažniausiai daro didelę vertės nustatymui. DCF metodo vertinime galutinė vertė sudaro didelę įmonės vertės dalį, todėl patikimas galutinės vertės nustatymas yra reikšmingas (Larrabee *ir kt.*, 2013). Įmonės, reinvestuojančios savo pajamas, tikisi uždirbti didesnes gražos normas. Kuo įmonė didesnė, tuo jai sunkiau demonstruoti aukštą augimo tempą. Ilgainiui įmonė nusistovi ir auga apytiksliai ekonomikos, kurioje vykdoma veikla, augimo tempu (įmonės gyvavimo ciklo teorija). Pagal stabilią augimo normą, visų pinigų srautų vertę galime prilyginti galutinei įmonės vertei. To galima pasiekti trimis skirtingais metodais. Galutinė vertė randama arba pagal likvidacinę įmonės vertę, arba pagal nuolatinio gyvavimo prielaidą. Įmonės likvidavimo atveju, likvidacine verte laikoma buhalterinė vertė, sugadinimo vertė ar gelbėjimo vertė (Pignataro, 2013).

Veikiančios įmonės galutinė vertė apskaičiuojama taikant diskontuotų pinigų srautų metodą, arba pasitelkiant palyginamų įmonių multiplikatorius. DCF atveju galutinė vertė randama remiantis Gordon augimo modeliu (Kumar, 2016).

$$TV = \frac{CF_1}{(WACC - g)} \quad (13)$$

Čia TV – tęstinė pinigų srautų vertė; CF_1 – pinigų srautas 1 periode (sekančiame); g – pastovi augimo norma; $WACC$ – vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai (diskonto norma).

Galutinę pinigų srautų vertę galima apskaičiuoti naudojant multiplikatorius, kurie nusako pajamų ar pinigų srautus (grynosios pajamos, EBITDA). Multiplikatorius parenkamas pagal palyginamų įmonių vertinamo rinkoje pobūdį. Populiariausi multiplikatoriai: kainos pajamų norma, rinkos/buhalterinė vertė, pinigų srautų multiplikatoriai.

2.4.5. Įmonės vertės nustatymas DCF metodu

Įprastai įmonės vertė DCF metodu apskaičiuojama kelių etapų modeliu (angl. Multistage Model), taigi, daroma prielaida, kad įmonė bus aktyvi ilgiau nei metus, jos prognozuojami piniginių srautai yra išskaidomi į kelis etapus, periodus. Skaičiavimus palengvina prielaida, kad piniginiai srautai augs pastovia norma nebaigtiniu laiko periodu. Todėl reikia nustatyti tęstinąją vertę. Įmonės tęstinumo vertė – prognozuojama verslo vertė tiriamo periodo pabaigoje. Šią vertę diskontavus svertinio kapitalo kaštų vidurkio pagalba, kaip diskonto normos, randamas esamosios tęstinumo vertės rezultatas. Apskaičiavus prognozuojamo laikotarpio dabartinės laisvo pinigų srauto vertės ir tęstinumo vertės sumą, gauname verslo vertę:

$$\text{Įmonės vertė} = \frac{FCFF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g} \quad (14)$$

Matyti, kad verslo vertės nustatymas pagal diskontuotus pinigų srautus pagrinde yra paremtas prielaidomis, todėl rezultate gali atsispindėti vertintojo pageidavimai. Dėl to prielaidų formavimas ir jų pagrindimas yra vienas svarbiausių šio metodo etapų. Kadangi vertinant šiuo metodu įmonės vertę labai lengva falsifikuoti ar manipuliuoti gaunamais rezultatais, gautą rezultatą reiktų vertinti atsargiai. Todėl žemiau pateikiami galimi šio metodo privalumai ir trūkumai.

6 lentelė. **Diskontuotų pinigų srautų metodo privalumai ir trūkumai**
(sudaryta autorės pagal Damodaran (2005), An introduction to valuation; Kancerevyčių (2004),
Finansai ir investicijos; Džikevičių, Michnevič, Žekžikova (2008) Stochastinis verslo vertinimo
modelis. Verslas: teorija ir praktika)

Metodo privalumai	Metodo trūkumai
Šiuo metodu gauti rezultatai geriausiai atspindi realią rinkos vertę.	Iš dalies būdingas tikimybinis pobūdis.
Platus pritaikymas, galima pritaikyti bet kuriai efektyviai veikiančiai įmonei, kuri turi teigiamus pinigų srautus.	Didelė darbo apimtis gaunant prognozes apie pinigų srautus, reikia daug duomenų ir informacijos, kurią kartais sudėtinga gauti ir ji gali būti iškraipyta.
Metodas tinkamas net ir įmonėms, kurios grįžo į rinką ir jų investicinės rizikos laipsnis santykinai aukštas.	Neįmanoma pritaikyti įmonėms, kurios sistemingai patiria nuostolius, nes nėra diskontavimo objekto.
DCF metodo metu atsižvelgiama į ateities prognozes.	Metodo rezultatų tikslumas priklauso nuo prognozių, o ilgėjant prognozuojamam periodui labai mažėja duomenų patikimumas.
Yra galimybė patikimai prognozuoti ateities pinigų srautus ir įvertinti investicijų riziką diskonto normoje	Pajamų dedamoji dalis tiesiogiai susijusi su aktyvų verte yra neįvertinama.
Geba įvertinti atskirų elementų ekonominį senėjimą skaičiavimo metu ir rinkos situaciją nustatant atitinkamą diskonto normą.	Santykinai didelis jautrumas pokyčiams: diskonto normos nustatymas turi labai didelę reikšmę. Net mažiausias pokytis diskonto normoje daro reikšmingą įtaką vertinimo išvadoms.
Per laiką metodas yra teoriškai pagrįstas ir dauguma analitikų bei teoretikų pripažįsta jo rezultatus.	Metodas turėtų būti taikomas tik kartu su kitais metodais.

Pateikti privalumai ir trūkumai patvirtina, jog vertinant įmonę diskontuotų pinigų srauto modeliu gauti rezultatai yra tiesiogiai priklausomi nuo susiformuotų prielaidų. Patikimų, logiškų ir pagrįstų prielaidų sudarymas, dėl kurių vertintojas gali tikėtis norimo rezultato, yra kritinis vertinimo etapas. Galime teigti, jog įvertinus šį esminį faktą, gauti rezultatai turėtų būti laikomi subjektyviais ir vertinami korektiškai.

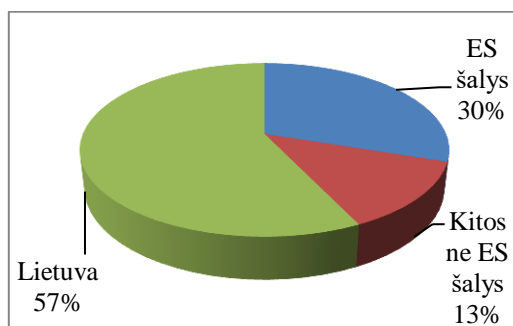
3. VERSLO VERTINIMO METODŲ TAIKYMO ANALIZĖ AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ PAVYZDŽIU

Šioje darbo dalyje bus praktiškai pritaikomas anksčiau pristatytas tyrimo planas. Siekiant priimti pagrįstas prielaidas, bus atliekama vidinės aplinkos analizė, išorinės aplinkos analizė, bei finansinė analizė. Šio skyriaus antroje dalyje, remiantis iš anksto sudarytu modeliu, bus praktiškai pritaikomi verslo vertinimo metodai: balansinės vertės, santykinų koeficientų ir diskontuotų pinigų srautų metodas.

3.1. Įmonės pristatymas ir fundamentalioji analizė

3.1.1. AB „Pieno žvaigždės“ apžvalga

AB „Pieno žvaigždės“ įkurta 1998 m., kuomet susijungė Lietuvoje savarankiškai veikusios pieno perdirbimo įmonės AB „Pasvalio sūrinė“, AB „Mažeikių pieninė“, AB „Panevėžio pienas“, bei AB „Kauno pienas“. Įmonės pagrindinė buveinė yra Vilniuje, bei filialai – Mažeikiuose, Pasvalyje, Kaune ir Panevėžyje. Tokia įmonės struktūra leidžia atskiruose filialuose specializuoti gamybą ir tolygiai paskirstyti žaliavinio pieno surinkimo pajėgumus visoje šalyje. AB „Pieno žvaigždės“ laikoma viena iš didžiausių pieno perdirbimo įmonių Baltijos šalyse. Bendrovės įstatinis kapitalas 131 mln. Eur, padalintas į 45,13 mln. paprastąsias vardines 0,29 euro nominalios vertės akcijas, nuo 2003 metų įmonė moka dividendus. Įmonės paprastosios akcijos yra kotiruojamos NASDAQ Vilnius vertybinių popierių biržoje. Įmonės gaminami pieno produktai yra skirta ne tik Lietuvos rinkai, tačiau net apie 43 proc. produkcijos eksportuojama į kitas Europos Sąjungos, NSV ir Azijos šalis.



3 pav. **Pardavimai pagal rinkas, 2019 m., tūkst. Eur**

(sudaryta autorės remiantis AB „Pieno žvaigždės“ finansinėmis ataskaitomis)

Pateiktoje diagramoje (žr. 3 pav.) galima matyti jog, didžiąją dalį pardavimų sudaro pardavimai Lietuvos rinkai, tai užima 57 proc. pardavimų. Pardavimai Europos Sąjungos šalims sudaro 30 proc., bei 13 proc. užima pardavimai kitoms ne Europos Sąjungos šalims, pavyzdžiui eksportuoja NVS narėms ar Azijos rinkai.

Įmonės pagrindinė veikla – pieno perdirbimas. Didžiąją dalį įmonėje gaminamų produktų sudaro yra fermentiniai sūriai, išrūgų miltai ir kiti švieži pieno gaminiai. Visiems produktams yra suteikti tarptautiniai produkto kokybės sertifikatai. Pieno perdirbimo sektoriuje Lietuvoje dominuoja 5 didžiausios bendrovės: AB „Pieno žvaigždės“, AB „Rokiškio sūris“, AB „Vilkyškių pieninė“, AB „Žemaitijos pienas“ ir UAB „Marijampolės pieno konservai“. Remiantis Lietuvos Žemės ūkio ministerijos duomenimis, šios įmonės užima net 50 – 60 proc. viso pieno sektoriaus Lietuvoje. Iš viso Lietuvoje pieno perdirbimu užsiima 45 įmonės (Treigys, 2019).

Bendras AB „Pieno žvaigždžių“ įmonės darbuotojų skaičius viršija 1600. Įmonė nuolatos daug investuoja, įvertindama galimus pasikeitimus. Apžvelgus verslo vertinimo literatūrą galime rasti daug veiksnių, kurie daro įtaką renkantis metodą vertinamo objekto vertės nustatymui. Akcentuojama, jog pats vertintojas, atsižvelgdamas į vertinimo atvejį, analizuojamo turto specifiką, bei naudojimo paskirtį, turi parinkti tinkamiausius turto vertinimo metodo taikymo būdus (LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas, 2011). Vis dėlto galima išskirti kelis svarbiausius veiksnius, kurie daro didžiausią įtaką konkrečaus verslo vertinimo metodo pasirinkimui. Renkantis verslo vertės nustatymo metodą didžiausią dėmesį reiktų atkreipti į: vertinamos įmonės charakteristikas, vertintojo sugebėjimus, profesionalumą ir patirtį, bei užsakovo pageidavimus. Tam tikro įmonės vertinimo metodo ar modelio taikymą nulemia ir vertinimo tikslas, funkcijos, vertinamos įmonės tipas, paties vertinamo verslo savybės, ypatumai. Atliekant vertinimą, kurio tikslas yra apmokestinimas arba draudimas, dažniausiai taikomi turto požiūrio metodai, kurie remiasi bendrovės turto įvertinimu; parduodant verslą – pajamų arba palyginamojo požiūrio grupės metodai. Didelę įtaką pasirenkant vertinimo metodą daro ir įmonės dydis. Pagal užsienio patirtį galima pastebėti, jog diskontuotų pinigų srautų modelis ne visada yra tinkamas smulkaus verslo vertinimui. Būna atvejų, kai du metodai yra panašūs ir priimtini, tuomet renkamas metodas, kuris reikalauja mažiau kaštų. Tiksliam įmonės vertinimo metodo parinkimui didelę įtaką daro ir prieinamas įmonės finansinės informacijos kiekis, jos patikimumas. Nėra universalaus vertinimo požiūrio, kiekvienam atvejui reikalingas skirtingas metodas, ar bent jau kitokia to paties metodo interpretacija. Pasirinkus bet kurį vertinimo modelį ar metodą susiduriama su apribojimais – matematiniais, sudėtingumu/paprastumu, palyginamumu. Todėl įprastai vertinimo metodai yra naudojami kompleksiskai, kadangi jie vienas kitą papildo, taip gaunama tiksliausia vertė. Įmonės vertei nustatyti nerekomenduojama naudoti vieną izoliuotą vertinimo požiūrių metodą. Skirtingais

vertinimo metodais gauti rezultatai gali būti sulyginami tarpusavyje, kiekvieniems jų suteikiamas patikimumo svertas, tada pateikiamas bendras ar labiausiai tikėtinos vertės variantas. Neįmanoma pateikti vienos konkrečios kainos, nes vertinant yra daroma daug prielaidų ir bandoma nuspėti įmonės ateitį, o tikslus pinigų srauto ateityje nustatymas yra neįmanomas (LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas, 2011; Kancerevyčius, 2004; Dzikevičius;; Vertinimo metodai. Farm finansinių standartų taryba).

Apžvelgus bendrą įmonės informaciją ir išanalizavus mokslinę literatūrą susijusia su veiksniais įtakančiais metodo pasirinkimą nuspręsta AB „Pieno žvaigždės“ vertinimui naudoti kompleksinį modelį sudarytą iš trijų vertinimo požiūrių. Tai padės nustatyti tiksliausią įmonės vertę, kuri turėtų būti patikima, tačiau prieš tai svarbu atlikti išorinės ir vidinės aplinkos analizę, bei finansinę įmonės analizę.

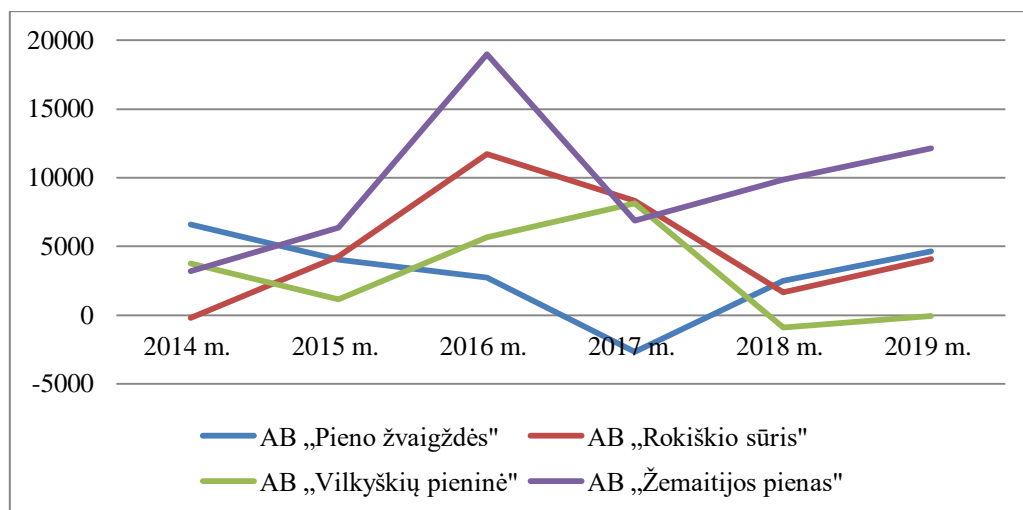
3.1.2. Išorinės aplinkos analizė

Rinkos analizė. Lietuvoje pieno perdirbimo rinka nėra didelė. Didžiausi pieno perdirbėjai, kurie užima didžiąją rinkos dalį ir kurių akcijomis prekiaujama Vilniaus vertybinių popierių biržoje pateikiami 7 lentelėje.

7 lentelė. **Pieno perdirbimo įmonių pardavimai 2014 – 2019 m., tūkst. Eur**
(sudaryta autorės pagal finansines ataskaitas 2014 – 2019 metais)

Metai	2014	2015	2016	2017	2018	2019
AB „Pieno žvaigždės“	239617	163790	150126	167753	168662	170596
AB „Rokiškio sūris“	230049	196504	226196	243566	203675	208373
AB „Vilkyškių pieninė“	109660	84445	90490	113939	103162	114634
AB „Žemaitijos pienas“	161164	149114	149897	172280	177878	185550
Viso:	740490	593853	616709	697538	653377	679153
Augimas, proc.	-	-19.80	3.85	13.11	-6.33	3.95

7 lentelėje galime matyti pagrindinių Lietuvos pieno sektoriaus dalyvių pardavimus nuo 2014 iki 2019 metų. Paskutinėje lentelės eilutėje galime matyti augimą procentais, kuris buvo matomas nuo 2015 iki 2017 metų, o per 2018 metus augimas krito 6,33 proc. Galime matyti, kad pagal pardavimų apimtį rinkoje pirmauja, bei konkuruoja tarpusavyje AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Rokiškio sūris“. Šių įmonių pardavimai 2016 – 2019 metais didėja panašiu tempu, galime matyti, kad 2015 metais abi įmonės patyrė pardavimų nuosmukį, AB „Pieno žvaigždės“ pardavimai sumažėjo net 32 proc. Pardavimai turėjo įtakos įmonės veiklos rezultatams, kurie pateikti 6 paveiksle.



4 pav. **Pieno sektoriaus dalyvių veiklos rezultatai 2014 – 2019 m., tūkst. Eur**
(sudaryta autorės remiantis įmonių finansinių ataskaitų duomenimis)

Diagramoje pateikiami pieno sektoriaus dalyvių veiklos rezultatai per 2014 – 2019 metus. Iš lentelėje pateiktų duomenų, galime matyti, kad nuo 2014 iki 2016 metų kompanijos pasiekė gerų rezultatų, tačiau 2016 – 2018 metais pieno perdirbimo bendrovės patyrė nemažus nuostolius.

Kiekvienais metais pieno perdirbimo rinka auga apie 10 proc. Lietuvoje ši rinka, lyginant su kitomis Europos šalimis, gana maža, manoma, jog ši rinka ir toliau išliks nedidelė ir lėtai auganti dėl riboto gyventojų skaičiaus, emigracijos problemų, bei tradicinių vartojimo įpročių. Lietuvos pieno perdirbimo sektoriaus dalyviai yra gamybinės įmonės. Daugiausia sąnaudų sudaro darbai susiję su gamyba: aprūpinimas medžiagomis ir įrengimais, gamyba, sandėliavimas, bei pristatymas, šie gamybiniai kaštai užima 90 proc. visų kaštų, likusi dalis atitenka administravimui, bei naujų produktų kūrimui. Pieno perdirbimo įmonės savo gaminius parduoda prekybos centruose, specializuotose pieno produktų parduotuvėse. AB „Pieno žvaigždės“ apie 80 proc. produkcijos realizuoja prekybos tinkluose: „Maxima“, „IKI“, „Rimi“, „Norfa“. Likusi dalis produkcijos realizuojama per mažmeninės prekybos atstovus.

Vartotojų analizė. Vartotojai yra pirkėjai, o šie skirstomi į juridinius ir fizinius. Juridiniai asmenys dar klasifikuojami į šias kategorijas: didieji prekybos tinklai; mažieji prekybos tinklai; pavieniai prekybos taškai; uždari tinklai; verslas. Produktus, kuriuos teikia pieno perdirbimo įmonės galima klasifikuoti į tris pagrindines grupes: pirmo būtinumo, išvestiniai, bei prabangos. Pirmo būtinumo produktus, tokius kaip grietinė, pienas, sviestas, varškė, vartoja visos amžiaus grupės nepaisant gaunamų pajamų. Išvestinius produktus, tokius kaip jogurtai, sūriai, ledai, vartoja pirkėjai gaunantys vidutines ir aukštas pajamas. Prabangos grupės produktų, tokių

kaip pelėsiniai ar ožkos sūriai, vartojai yra vidutinės ir aukštas pajamas gaunantys žmonės. AB „Pieno žvaigždės“ didžiąją dalį gaminamos produkcijos parduoda juridiniams asmenims. Nors bendrovė turi keletą specializuotų parduotuvių, šioms tenka tik iki 1 proc. parduodamos produkcijos.

Konkurentų analizė. Lentelėje galima matyti pieno sektoriaus dalyvių informaciją ir jų užimtos rinkos dalį. Visos grupės sudarytos atsižvelgiant į bendrovių pajamas, apimtis, bei produktų asortimentą.

8 lentelė. **Pieno sektoriaus dalyvių strateginės konkurentų grupės**
(sudaryta autorės)

Strateginė konkurentų grupė	Grūpei priskiriamos įmonės	Rinkos dalis, proc.
Lyderiai	AB „Pieno žvaigždės“ AB „Rokiškio sūris“ AB „Žemaitijos pienas“	80
Vidutiniai pieno produktų gamintojai	UAB „Marijampolės pieno konservai“ AB „Vilkyškių pieninė“	15
Smulkūs pieno produktų gamintojai	UAB „Varėnos pienelis“ UAB „Uriga“ AB „Kelmės pieninė“ AB „Klaipėdos pienas“ AB „Alytaus pieninė“	5

Lietuvoje pieno perdirbimo rinkoje galima suskaičiuoti apie 20 įmonių. Net 95 proc. viso perdirbamo pieno Lietuvoje perdirba penkios įmonės – AB „Pieno žvaigždės“, AB „Žemaitijos pienas“, AB „Rokiškio sūris“, UAB „Marijampolės pieno konservai“ ir AB „Vilkyškių pieninė“. AB „Pieno žvaigždės“ patenka į lyderių pieno sektoriaus strateginę grupę, o Lentelėje galima matyti, jog vidutiniai pieno produktų gamintojai yra UAB „Marijampolės pieno konservai“, bei AB „Vilkyškių pieninė“, tačiau negalime priskirti šių įmonių prie grėsmingų konkurentų dėl pastarųjų įmonių siauros pieno produktų gamybos specializacijos, gamybinių apimčių, bei eksporto užsienio šalims. Mažųjų pieno produktų gamintojų gamybos apimtys nepalyginamai mažos, todėl šios konkuruoja tarpusavyje.

9 lentelė. **Pieno perdirbėjų stipriųjų ir silpnųjų pusių analizė**
(sudaryta autorės)

Įmonė	Apibūdinimas	Stipriosios pusės	Silpnosios pusės	Užimama rinkos dalis, proc.
AB „Pieno žvaigždės“	Įkurta 1998 m. Dirba 1600 darbuotojų. Įmonę sudaro keturi filialai. Gamina apie 500 prekių ženklų. Įmonė turi specializuotas parduotuves.	Stiprus prekių ženklų įvaizdis; ilgametė patirtis; šiuolaikiškos technologijos; vienintelė įmonė, gaminanti visą pieno produktų gamą; kelios specializuotos parduotuvės.	Technologinių pajėgumų neišnaudojimas; nesugebėjimas pakankamai apkrauti gamybą.	30
AB „Rokiškio sūris“	Įkurta 1964 m. Dirba 1453 darbuotojų. Grupę sudaro keturi filialai. Specializuojasi fermentinių sūrių gamyboje.	Stiprus pardavimų skyrius.	Silpnas marketingo skyrius; neaiškus prekių pozicionavimas.	30
AB „Žemaitijos pienas“	Įkurta 1924 m. Dirba 1210 darbuotojų. Gamina apie 200 prekių ženklų produktų. Įmonių grupę sudaro trys filialai. Pieno perdirbimo įmonė, turi specializuotų parduotuvių tinklą visoje Lietuvoje.	Ilgametė patirtis; platus produktų asortimentas; specializuotų parduotuvių tinklas Lietuvoje	Silpnas produktų pozicionavimas rinkoje; trūksta aiškumo apie įmonės marketing politiką.	20
Kitos pieno perdirbimo įmonės	–	–	–	20

Atlikus pieno perdirbėjų stipriųjų ir silpnųjų pusių analizę galima matyti, jog visos analizuojamos bendrovės turi projektavimo skyrius, kurie atsakingi už asortimento atnaujinimą. Nors šios trys bendrovės gamina panašius produktus, tačiau turi skirtingas gamybinės linijas. AB „Pieno žvaigždės“ orientuojasi į aukštesnes pajamas gaunančius vartotojus, AB „Žemaitijos pienas“ ir AB „Rokiškio sūris“ – į vidutines ir žemesnes pajamas gaunančius žmones. Taip pat svarbu paminėti, jog visos trys įmonės turi įdiegę kokybės vadybos sistemą, kuri atitinka ISO 9001:2001 standarto reikalavimus.

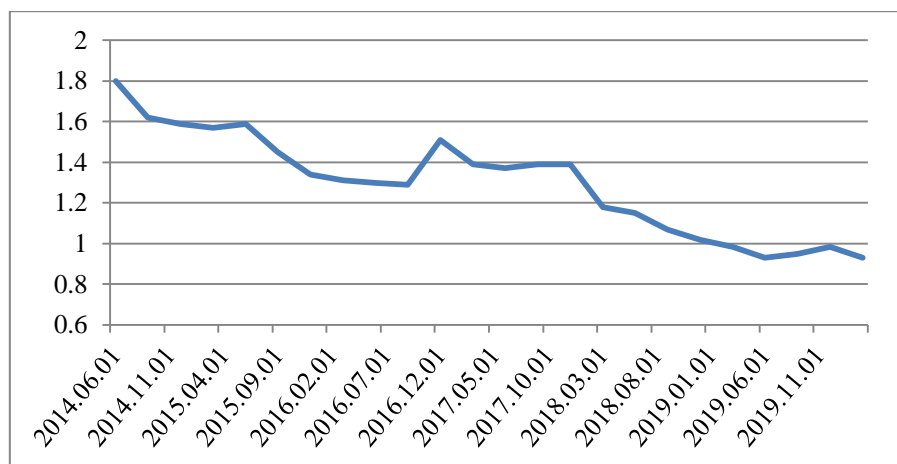
Makroekonominės prognozės ir pieno sektoriaus tendencijos. Atliekant įmonės vertinimą, labai svarbu išanalizuoti ekonominę aplinką, kurioje ji veikia. Tiesioginę įtaką įmonei daro makroekonominiai veiksniai bei sektoriaus, kuriam priklauso įmonė, tendencijos. Remiantis BVP, nedarbo lygio rodikliais, bei vidutiniu kainų indeksu atliekama ekonominės aplinkos analizė.

10 lentelė. Pagrindiniai makroekonominiai rodikliai ir jų prognozė 2020 – 2023 laikotarpiui
(sudaryta autorės remiantis Tarptautiniu valiutos fondu)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2020 – 2023 metų vidurkis
BVP augimas, proc.										
Europos Sąjunga	2,4	2	2,7	2,5	2,1	2, 1	2,3	1,7	1,7	1,96
Euro zona	2,1	1,8	2,3	2,4	2	2	1,7	1,5	1,5	1,82
Infliacija, proc.										
Europos Sąjunga	0	0,2	1,7	1,9	1,8	1,9	2,1	2,1	2,1	1,96
Euro zona	0	0,2	1,5	1,5	1,6	1,8	2	2,1	2,1	1,8
Pasaulis	2,8	2,8	3	3,5	3,4	3,3	3,2	3,3	3,4	3,34
Nedarbo lygis, proc.										
Euro zona	10,9	10	9,1	8,4	8,1	7,8	7,5	7,4	7,4	7,84

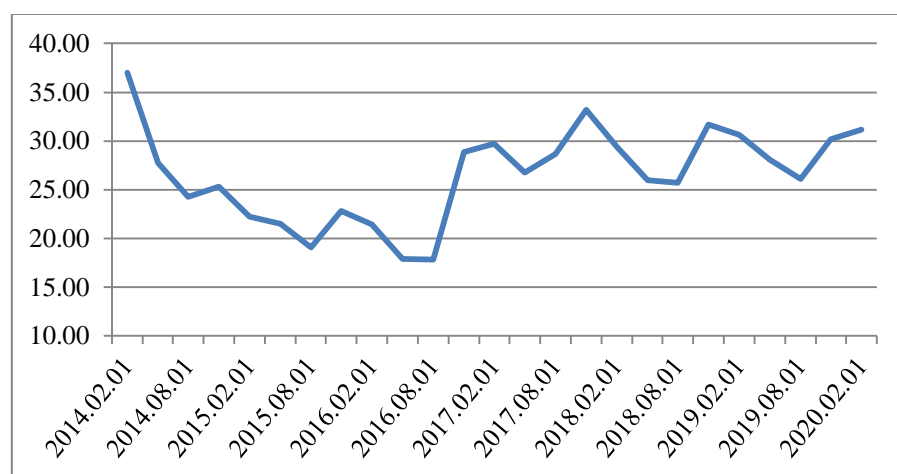
Bendras vidaus produktas (BVP) 2018 m. nukrito iki 3,7 proc., o 2019 metais realus BVP pokytis palyginus su 2018 m. sudarė 3,9 proc. 2019 m. pieno sektoriaus pajamos augo kartu su BVP, todėl galima daryti išvadą, jog 2019 m. augant pajamoms ir išlaikant kaštus 2018 – 2019 metų lygyje, auga pelningumas ir įmonės vertė didėja (Lietuvos statistikos departamentas). Remiantis Tarptautinio valiutos fondo duomenimis (2019), prognozuojamas vidutinis Europos sąjungos 2019 – 2023 metų BVP augimas sieks 1,96 proc. Vidutinis Europos infliacijos lygis bus artimas BVP augimui, atitinkamai 1,96 proc. Tiek BVP tiek ir infliacijos prognozuojamos mažėjančia tendencija.

Nedarbo lygis Lietuvoje per 2018 metus sumažėjo 0,9 proc. punkto ir sudarė 6,2 proc., o 2019 m. 6,4 proc. Šis rodiklis Lietuvoje per pastaruosius metus yra vienas iš didžiausių ES. Nedarbo lygiui pradėjus didėti, padidėjo ir darbuotojų pasiūla. Dėl šio ekonominio veiksnio mažėjo vidutinis darbo užmokestis atitinkamai ir įmonių kaštai. Remiantis Tarptautinio valiutos fondo duomenimis (2019) planuojama, kad Euro zonos nedarbo lygis 2019 metais sieks 8,1 proc., o iki 2023 metų turėtų nukristi iki 7,4 proc.



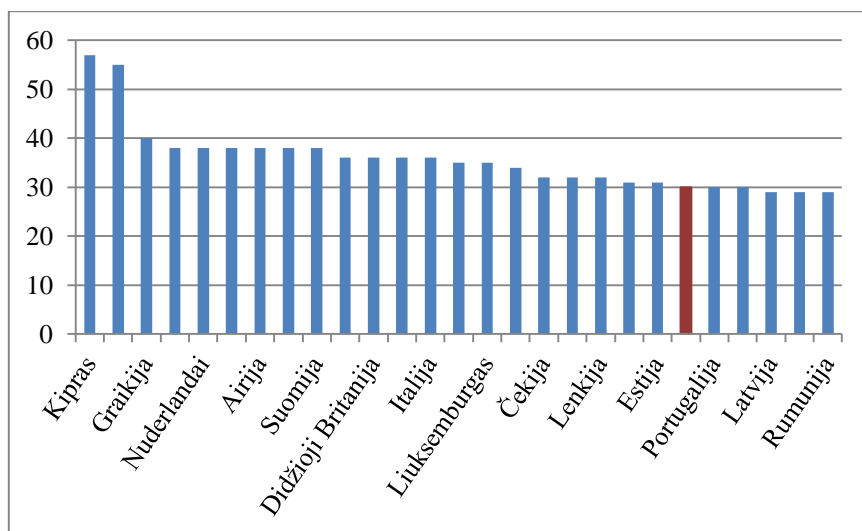
5 pav. AB „Pieno žvaigždės” akcijos kainos kitimas, 2014.03 – 2020.03 laikotarpiu, Eur (sudaryta autorės remiantis NASDAQ Baltic)

Pateiktame paveiksle (5 pav.) pavaizduota AB „Pieno žvaigždės” akcijos kainos kitimas kitimas nuo 2014 m. kovo iki 2019 m. kovo. AB „Pieno žvaigždės” akcijomis prekiaujama NASDAQ Baltic vertybinių popierių biržoje. Nuo 2014 m. matomas akcijos kainos mažėjimas, kuris matomas ir pastaruoju metu.



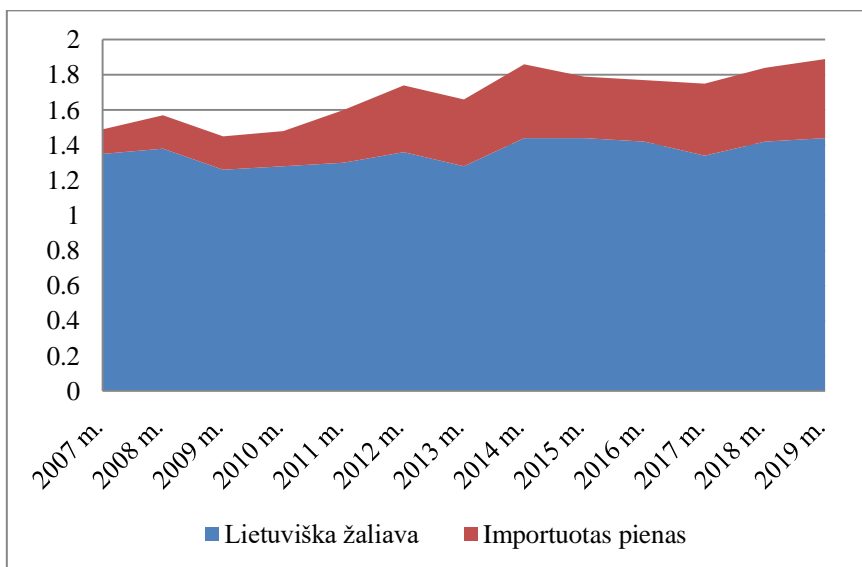
6 pav. Natūralaus pieno supirkimo vidutinė kaina Lietuvoje, Eur/100 kg (sudaryta autorės remiantis Milk Market Observatory)

Pateiktoje diagramoje galima matyti pieno supirkimo kainą Lietuvoje. Kainos pateikiamos nuo 2014 m. vasario iki 2020 m. vasario. Pastebima, kad pastaruoju metų pagrindinės žaliavos pieno sektoriuje kaina kyla, kas lemia ir augančias produkcijos kainas. Lietuvos žaliavinio pieno supirkimo kainos atitinka pasaulines pieno gaminių kainų tendencijas, tačiau su 1 – 2 mėn. atsilikimu. Analizuojant pieno supirkimo kainų kitimą, svarbu paminėti, jog nuo 1984 m. iki 2015 m. balandžio Briuselis buvo įvedęs pieno gamybos kvotas. Atšaukus Briuselio kvotas sparčiai padidėjo pieno gamyba, dėl to 2015 – 2016 m. pieno supirkimo kainos krito.



7 pav. **Vidutinės pieno supirkimo kainos ES, 2019 m., Eur/100 kg**
(sudaryta autorės remiantis Tarptautinės pieno rinkos duomenimis (CLAL))

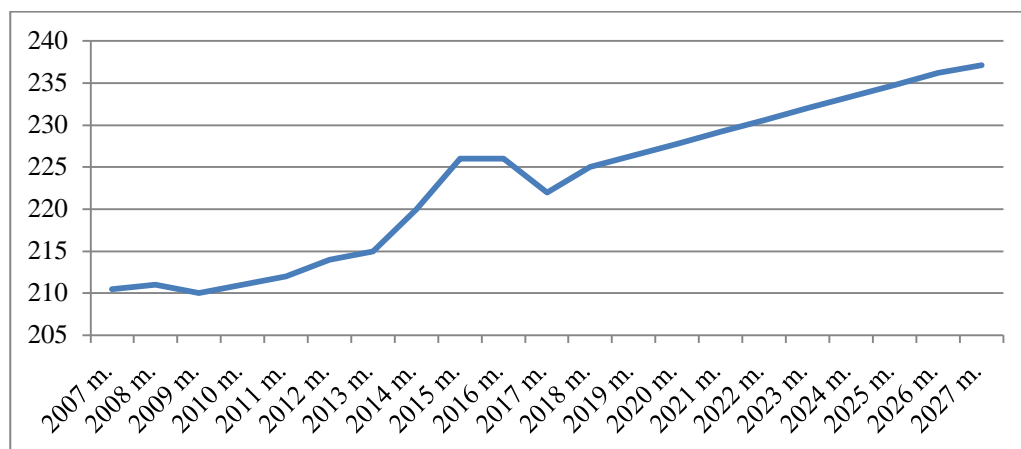
Apžvelgus natūralaus pieno supirkimo vidutinę kainą Lietuvoje, svarbu išanalizuoti kokią vietą užima Lietuva pagal pieno supirkimo kainas Europos Sąjungoje. 2019 m. duomenimis galima matyti, jog brangiausiai žaliava superkama Kipre, bei Maltoje. Lietuvoje, kaip ir kitose Baltijos šalyse, pieno supirkimo kaina vidutiniškai siekia apie 30 Eur/100 kg.



8 pav. **Lietuvoje perdirbamo žaliavinio pieno kiekis, mln. t**
(sudaryta autorės remiantis Eurostat)

8 diagramoje galima matyti perdirbamo žaliavinio pieno kiekį 2007 – 2019 m. laikotarpiu. Perdirbamo pieno kiekio sumažėjimą 2017 m. lėmė pieno produktų paklausos sumažėjimas, tačiau vėliau matomas didėjimas. Lietuvoje vidutiniškai virš 1,3 mln. t. perdirbama

Lietuviško žaliavinio pieno, o trūkstama pieno žaliavos dalis apie 0,5 t yra atsivežama iš Latvijos ir Estijos.



9 pav. **Žaliavinio pieno gamyba Europoje ir gamybos prognozė, mln. t**
(sudaryta autorės remiantis Agricultural Outlook (EOCD))

9 diagramoje pateikiama žaliavinio pieno gamyba Europoje ir gamybos prognozė remiantis EOCD pateikiamais duomenimis ir prognozėmis. Augant pasaulinei paklausai, 2015 m. kovo 31 d. Kvotų sistema panaikinta. Tačiau, net ir galiojant kvotų sistemai, ES didino žaliavinio pieno gamybą, ypač artėjant kvotų sistemos panaikinimui. Nepaisant krentančių pieno supirkimo kainų, žaliavinio pieno gamyba Europoje augs vidutiniškai 0,7 proc. kasmet.

Remiantis Pieno Centras duomenimis, Lietuvoje apytikslė pieno sektoriaus apyvarta per metus sudaro apie 1,5 mlrd. Eur. Pieno gaminiai sudaro apie 25 proc. maisto ir gėrimų pramonės dalį visoje šalyje. Pagaminamos ir perdirbamos pieno produkcijos mastas yra du kartus didesnis už Lietuvos gyventojų suvartojamų tokių produktų kiekį mūsų šalyje. Todėl galima teigti, jog eksportas, kuris sudaro net apie 60 proc. pieno produktų pasiūlos daro labai didelę įtaką Lietuvos pienininkystės pramonei, tuo tarpu apie 40 proc. produkcijos realizuojama šalies viduje.

Didžiąją dalį, pieno perdirbimo įmonių, gaminamų produktų sudaro švieži pieno produktai, kurie yra pirmos būtinybės prekės. Produktai, tokie kaip pienas, šviežias sūris, grietinė ir kt. yra nepakeičiami. Konkurencijai didėjant, pieno perdirbimu užsiimančios bendrovės stengiasi įvairinti gaminamą produkciją, tam, kad galėtų konkuruoti su atvežtinių gamintojų produktais. Mažėjantis gyventojų skaičius Lietuvoje ir mažas gimstamumas mažina potencialią paklausą, todėl pieno perdirbėjai kasmet skiria didelį dėmesį naujų produktų kūrimui, marketingui, bei reklamai tam, jog esami vartotojai didintų perkamų produktų kiekį. Nemaža Lietuvos ekonominės pridėtinės vertės dalis kuriama būtent pieno sektoriaus. Didžiąją pieno pramonės eksporto dalį sudaro pieno perdirbimo metu gaunami gaminiai, o mažą dalį pieno

žaliava. todėl galima teigti, kad Lietuvos pieno sektorius yra vienas svarbiausių mūsų šalies ekonomikai.

3.1.3. Vidinės aplinkos analizė

AB „Pieno žvaigždės“ sudaro keturi filialai, prieš susijungimą AB „Mažeikių pieninė“, AB „Pasvalio sūrinė“, AB „Kauno pienas“, bei AB „Panevėžio pienas“ turėjo platų produktų asortimentą. 1998 m. įmonei pradėjus įgyvendinti specializacijos siaurinimo strategiją, kiekvienas filialas gamina tik specializuotus produktus. Pavyzdžiui, Mažeikių pieninėje gaminama tik sviestas, o Pasvalio sūrinėje vyksta sūrio gamyba. Atnaujinus dalį didelių įrenginių, bei didėjant išlaikymo kaštams, Raguvos sūrių gamykla, Tauragės sūrių gamykla, Akmenės cechas, bei Skuodo cechas buvo uždaryti. Ši gamybos paskirstymo strategija leido sumažinti kaštus, padidinti gamybinius pajėgumus, bei pagerinti produktų kokybę. Pardavimo skyrių restruktūrizacija leido padidinti įmonės veiklos efektyvumą. Šiuo metu Vilniuje veikiantis prekybos eksporto skyrius taip pat buvo centralizuotas. Toliau trumpai apžvelgiamas įmonės valdymas, bei darbo organizavimas vykdant ūkinę finansinę veiklą.

Finansų valdymas, bei planavimas įmonėje centralizuotas. Buhalterinius pirminius dokumentus kiekvienas filialas apskaito individualiai, o centrinėje būstinėje Vilniuje šie buhalteriniai duomenys renkami, bei apdorojami, vėliau sudaromos tarpinės ir metinės finansinės ataskaitos.

Marketingo ir reklamos skyriai taip pat įsikūrę Vilniaus centrinėje būstinėje. Marketingo skyrius vykdo rinkodaros planavimą, kurį vėliau įgyvendina reklamos skyrius.

Personalas. Įmonėje dirba apie 1600 specialistų, kurie priklauso šiems skyriams: pardavimų, rinkodaros, eksporto, logistikos, transporto ir kt. Bendrovėje darbuotojai motyvuojami tobulėti, bei kelti kvalifikaciją, todėl darbuotojų kaita maža ir siekia apie 8 proc., tai yra mažiau nei Lietuvos vidurkis.

Organizacinė kultūra. Bendrovėje valdymo struktūra yra tinklinė. Stengiamasi skatinti asmeninę atsakomybę, bei objektyviai skirstyti darbų vykdymą.

Gamyba šioje įmonėje yra pagrindinė veikla, kuriai skiriama daugiausia dėmesio. Gamyba taip pat sudaro didžiąją dalį bendrovės kaštų. Dėl didelių gamybinių kaštų įmonės gamybinė veikla decentralizuota skirtingose Lietuvos miestuose.

Bendrovės kaštai. Didžiausią gamybos sąnaudų dalį sudaro už šviežią pieną mokėtos sumos. Išlaidos žaliavoms, bei medžiagoms sudaro 75 proc. kaštų. Personalo išlaikymo sąnaudos

sudaro apie 10 proc. kaštų, pieno surinkimo ir transportavimo kaštai – 8 proc., rinkodara, bei reklama – apie 6 proc.

Apžvelgus bendrovės valdymą, darbo organizavimą vykdamas ūkinę finansinę veiklą, galima atlikti stiprybių – silpnybių, galimybių – grėsmių (SSGG) analizę.

11 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ SSGG analizė
(sudaryta autorės)

Stiprybės	Silpnybės
atpažįstamas ir žinomas įmonės prekinis ženklas; aukštos kvalifikacijos specialistai bei ilgametė vadovų patirtis; įmonėje įdiegti ISO 9001 ir ISO 14001 kokybės standartai, kurie įpareigoja gaminti aukščiausios kokybės produkciją; vartotojų tarpe išlaikyta puiki reputacija; lyderiaujanti įmonė pieno perdirbimo rinkoje; ilgametės sutartys su prekybos centrais ir kitais juridiniais asmenimis.	ribotas eksportas į Rytų rinkas; nepakankamai efektyvūs pirkimų ir pardavimų skyriai;
Galimybės	Grėsmės
prekinio ženklo stiprinimas; naujų darbo vietų kūrimas; galimybių naujose rinkose; naujų produktų įvedimas į rinką.	netikėtas ekonomikos nuosmukis; didėjantys mokesčiai; nauji konkurentai iš užsienio; konkurencija pieno perdirbimo rinkoje Lietuvoje.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ išorinės ir vidinės aplinkos analizę, kitame poskyryje bus analizuojamos bendrovės finansinės ataskaitos.

3.1.4. Finansinė analizė

Vertinant įmonės finansinės atskaitomybės rezultatus, pirmiausia bus atliekama horizontalioji ir struktūrinė (vertikali) analizė. Vėliau remiantis finansinių rodiklių duomenimis bus atliekama AB „Pieno žvaigždės“ santykinė rodiklių analizė ir apskaičiuojami pagrindiniai santykiniai rodikliai.

Horizontalioji analizė vykdoma lyginant duomenis laiko lygmeniu. Kitaip tariant lyginami skirtingų laikotarpių finansinėse ataskaitose esantys duomenys (įprastai su praėjusių metų), o pokytis išreiškiamas santykiniu dydžiu. Literatūroje akcentuojama, jog ši analizė turi trūkumą, atlikus analizę nėra galimybės nustatyti pokyčio priežasties. Atliekant AB „Pieno žvaigždės“ horizontaliąją analizę buvo pasirinktas šešių metų laikotarpis.

Struktūrinė (vertikali) analizė vykdoma kiekvieną finansinės ataskaitos rodiklį lyginant su bendruoju baziniu tos ataskaitos rodikliu, o gautas rezultatas išreiškiamas procentais. Atliekant šia analizę galima įvertinti kaip racionaliai, bei optimaliai naudojamas įmonės turtas ir kita.

Vertikaliaji ir horizontalioji balanso analizė. Atliekant šią analizę, atsižvelgiant į literatūroje rekomenduojamą laikotarpį, buvo pasirinktas šešių metų laikotarpis. Atliekant horizontaliąją analizę, baziniais metais pasirinkti 2014 metai, kuomet įmonė uždirbo didžiausią pelną dešimties metų laikotarpyje.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ 2014 – 2019 metų vertikaliają balanso analizę (5 priedas), galime padaryti išvadą, jog bendrovė laikosi konservatyvios turto valdymo politikos. Per analizuojamą laikotarpį galime matyti, jog ilgalaikis turtas sudaro apie 60 proc. nuo turimo turto. Trumpalaikis turtas sudaro atitinkamai apie 40 proc. nuo bendro turto. Reikėtų akcentuoti jog 2015 ir 2019 metais ilgalaikis turtas siekia daugiau nei 64 proc.. Šiais metais bendrovė turėjo mažiau likvidaus turto, tai reiškia, jog įmonės mokumas buvo mažesnis lyginant su kitais analizuojamais metais. Analizuojamais metais ilgalaikis materialus turtas sudaro didžiąja ilgalaikio turto dalį. Analizuojant trumpalaikio turto sudėtį, galima matyti, jog gautinos sumos sudarė 15 – 17 proc., atsargos 18 – 20 proc., grynieji pinigai ir pinigų ekvivalentai sudaro apie 2 proc. nuo viso trumpalaikio turto.

Analizuojant akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų dalį, galima taip pat išvelgti konservatyvią valdymo politiką, kaip ir turto dalyje. 2014 – 2019 metais akcinis kapitalas ir rezervai sudaro apie 33 proc. Ilgalaikiai įsipareigojimai sudaro apie 25 proc., trumpalaikiai įsipareigojimai atitinkamai sudaro apie 30 proc. nuo nuosavybės ir įsipareigojimų. Reiktų atkreipti dėmesį į 2017 metus, kuomet ilgalaikiai įsipareigojimai sudaro 2 proc., o trumpalaikiai 66 proc.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ 2014 – 2019 metų horizontaliąją balanso analizę (6 priedas), galima matyti, jog beveik visi rodikliai kiekvienais metais mažėjo lyginant su baziniais 2014 metais. Taip yra todėl nes bendrovei 2014 metai buvo vieni pelningiausių dešimties metų laikotarpyje. Analizuojant įsipareigojimų dalį, galima matyti, jog bendrovės vadybą keičia ilgalaikiais paskolas į trumpalaikes. Galimai taip elgiamasi dėl to, jog trumpalaikių paskolų sąlygos palankesnės, lyginant su ilgalaikėmis. Apibendrinant, galima teigti, jog bendrovės turto struktūra yra stabili, nors gautinos sumos mažėjo, tačiau grynieji pinigai ir pinigų ekvivalentai kasmet didėjo.

Vertikaliaji ir horizontalioji pelno (nuostolių) ataskaitos analizė. Pasirinktas laikotarpis atliekant šią analizę yra 2014 – 2019 metai.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ vertikaliają pelno (nuostolių) ataskaitos analizę (3 priedas), analizuojamu laikotarpiu 2014 – 2019 metais galima matyti, jog pardavimo savikaina

sudarė apie 80 proc. nuo gautų pajamų. Tai reiškia, jog bendrasis pelnas sudaro apie 20 proc. nuo pardavimo pajamų. Administracinės sąnaudos sudaro 8 proc. sąnaudų nuo gautų pajamų. Pelno mokestis ir grynosios finansinės veiklos sąnaudos ir turėjo nedidelę įtaką įmonės veiklos rezultatams, bei sudarė 2 proc. AB „Pieno žvaigždės“ grynas pelnas analizuojamu laikotarpiu sudarė apie 2 proc., tačiau 2017 metais bendrovė patyrė nuostolius. Sėkmingiausi metai įmonei buvo 2019 metai, kuomet gautas ataskaitinių metų pelnas beveik dvigubai viršijo prieš tai buvusius metus.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ horizontaliąją pelno (nuostolių) ataskaitos analizę (4 priedas), galima matyti, jog pardavimo pajamos kasmet mažėjo apie 30 proc. Mažėjant pardavimo pajamoms, taip pat mažėjo ir pardavimo savikaina. Veiklos pelnas prieš finansinės veiklos sąnaudas kasmet pamažėjo įvairiai, nuo – 30 iki – 140 proc. Grynosios finansinės veiklos sąnaudos kasmet vidutiniškai buvo apie 5 proc. Per visa analizuojamą laikotarpį bendrovė tik 2017 metais patyrė nuostolį, todėl galima daryti prielaidą, jog padidėjusios žaliavų kainos palietė pieno perdirbėjus.

Santykinė analizė. Atlikus vertikaliąją ir horizontaliąją analizę, toliau darbe bus atliekama santykinė rodiklių analizė (7 priedas). Analizė atliekama remiantis 2014 – 2019 metų finansinėmis ataskaitomis, bei gauti rodikliai lyginami su tų pačių metų pagrindinių konkurentų duomenimis. Pagrindiniai konkurentai, atsižvelgiant bendrovių į pardavimo apimtis, pajamas, bei produktų asortimentą yra AB „Rokiškio sūris“, bei AB „Žemaitijos pienas“. Darbe apskaičiuojami šių grupių santykiniai rodikliai:

- Likvidumo (mokumo);
- Apyvartumo;
- Pelningumo;
- Įsipareigojimų;

Likvidumo (mokumo) rodikliai puikiai atspindi įmonės finansinį patikimumą. Kitaip tariant šie rodikliai parodo ar verslas pajėgus vykdyti savo trumpalaikius įsipareigojimus, pasibaigus terminui.

Atliekant finansinę santykinų rodiklių analizę, praktikoje įprastai ieškoma bendrojo likvidumo, bei skubaus padengimo koeficiento.

Bendrojo likvidumo koeficientas atspindi skirtumą tarp trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų. Gauta reikšmė leidžia nustatyti kiek vienas trumpalaikių įsipareigojimų euras, dengiamas trumpalaikiu turtu. Jei rodiklio gauta reikšmė nesiekia vieneto,

galimai įmonė nevykdys trumpalaikių įsipareigojimų. Jeigu reikšmė 1,2 ir 2,0, galima daryti prielaidą, jog įmonė patikima ir jos mokumo rodiklis priimtinas. Literatūroje akcentuojama, jog reikšmė aukštesne nei 2,5 taip pat galimai rodo, jog bendrovė nesugeba efektyviai disponuoti savo turtu, todėl tokiu atveju svarbu žinoti ar nėra sukaupta per daug apyvartinių lėšų.

Skubaus (kritinio) padengimo koeficientas, parodo bendrovės gebėjimą per trumpą laiką atlikti trumpalaikių įsipareigojimų padengimą trumpalaikiu turtu, norint tai atlikti, svarbu atsižvelgti į atsargas (mažai likvidų turtą) ir atimti jas iš trumpalaikio turto. Rodiklio reikšmė tarp 1,0 ir 1,5 yra normali, žemesnė nei 0,5 laikoma nepatenkinama.

Grynasis apyvartinis kapitalas atspindi pinigų sumą, kurią trumpalaikis turtas yra didesnis už trumpalaikius įsipareigojimus. Neigiama reikšmė parodo galimą riziką, jog įmonė galimai nevykdys savo trumpalaikių įsipareigojimų.

Padengimo grynaisiais pinigais koeficientas rodo sąsają tarp įmonės grynųjų pinigų ir trumpalaikių įsipareigojimų. Kuo didesnė koeficiento reikšmė, tuo įmonė finansiškai atsaresnė trumpuoju laikotarpiu.

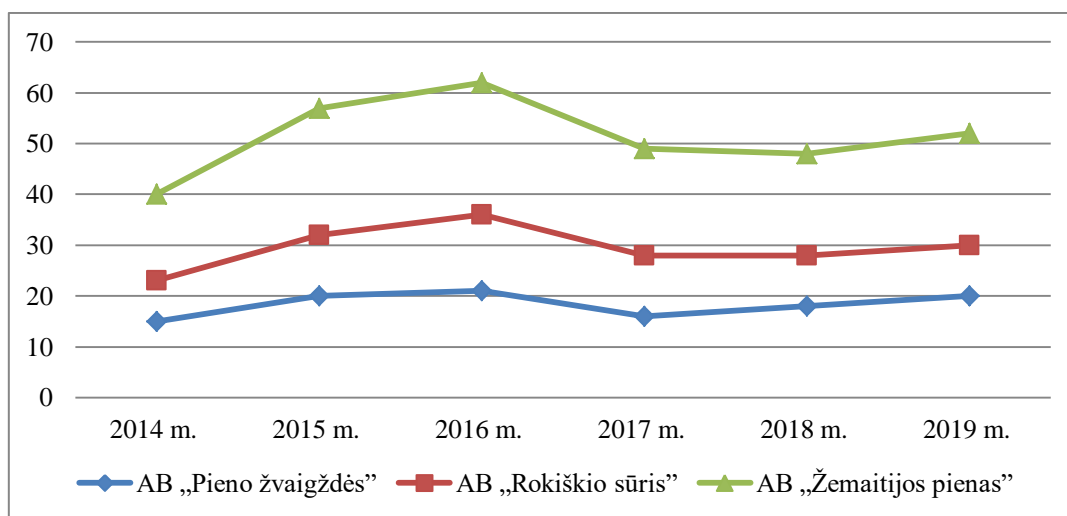
Grynojo apyvartinio kapitalo ir turto santykis, leidžia palyginti įvairaus dydžio įmones, šio rodiklio kitimas galimai nurodo bankroto tikimybę.

Atlikus finansinę likvidumo rodiklių analizę (7 priedas), bei palyginus su pagrindinių konkurentų rodikliais, galima daryti išvadas, jog visų analizuojamų įmonių mokumo galimybės panašios. Analizuojamu laikotarpiu AB „Pieno žvaigždės“ skubaus padengimo koeficientas nesiekė rekomenduojamos 1,5 reikšmės, tai reiškia, jog įmonė nėra pasiruošusi vykdyti trumpalaikius įsipareigojimus neparduodant turimų atsargų. Taip pat nerimą kelia padengimo grynaisiais pinigais rodiklis, 2014 – 2019 metais šis rodiklis nesiekia normos. Visi kiti mokumo rodikliai leidžia manyti, jog įmonė yra moki. Lyginant visų trijų bendrovių likvidumo koeficientus, AB „Pieno žvaigždės“ neišsiskiria tarp konkurentų mokumo atžvilgiu. Bendrovei vertėtų gerinti skubaus padengimo koeficientą, kuris rodo įmonės nesugebėjimą įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus iš turto. Padengimo grynaisiais pinigais koeficientas rodo, jog įmonė analizuojamu laikotarpiu nesiekia rekomenduojamos normos. Šis rodiklis rodo, jog faktiška pinigų suma, kuria įmonė galėtų padengti trumpalaikius įsipareigojimus, 2014 – 2017 metais vidutiniškai siekė 3 ct., 2018 – 2019 metais galima matyti rodiklio didėjimą iki 16 ct., tai rodo, jog įmonė pagerino šia mokumo problemą, tačiau rodiklio reikšmė normos vis dar nesiekia.

Apžvelgus AB „Pieno žvaigždės“ apyvartumo rodiklius (7 priedas), galima teigti, jog įmonė efektyviai valdo atsargas, bei pajamas uždirba efektyviai pasitelkdama savo grynuoju

apyvartiniu kapitalu ir ilgalaikiu turtu. Palyginus visų trijų konkuruojančių įmonių rodiklius, geriausi rodikliai priklauso AB „Pieno žvaigždės“.

Pelningumo rodikliai. Paprastai tariant, šie rodikliai leidžia įvertinti ar įmonės veikla yra pelninga. Pelno kitimas, labai svarbus veiksnys įmonės veikloje, nes jo didėjimas ar mažėjimas lemia tolimesnę įmonės veiklą ir dividendų kaupimą. Vienas iš svarbiausių kriterijų, kuris apibūdina veiklos efektyvumą yra grynasis pelnas, šiuo rodikliu remiantis apskaičiuojami pagrindiniai santykiniai pelningumo rodikliai, kurie leidžia nustatyti, kokia kaina gaunamas pelnas. Pelningumo rodikliai parodo kokį pelną uždirba pinigai, kuriuos investavo akcininkai. Dažnai šie rodikliai lyginami su kitų ūkio šakų rodikliais arba su praėjusių metų rodikliais.



10 pav. **Pieno perdirbimo įmonių bendrojo pelningumo rodikliai, proc.**
(sudaryta autorės pagal įmonių finansinių ataskaitų duomenis)

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ pelningumo rodiklių analizę (7 priedas), galima daryti išvadą, jog visi įmonės pelningumo rodikliai yra patenkinami. Pelningumas nėra aukštas, tačiau išlieka stabilus visą analizuojamą laikotarpį, išskyrus 2017 metus, kuomet bendrovė patyrė nuostolius. Palyginus AB „Pieno žvaigždės“ rodiklius su konkuruojančių įmonių rodikliais, galima matyti, jog visos trys įmonės efektyviai vykdo veiklą, bei sėkmingai kontroliuoja bendrąsias sąnaudas, pelningai panaudodamos nuosavą kapitalą ir visą turtą, taip siekiant didelės finansinės veiklos rezultatyvumo.

Įsipareigojimų rodikliai. Šie rodikliai parodo įmonės gebėjimą vykdyti savo ilgalaikius ir trumpalaikius finansinius įsipareigojimus tiek bankams grąžinant paskolas, tiek verslo partneriams ar mokesčius renkančioms institucijoms. Skolos ir nuosavybės santykis yra vienas iš svarbiausių šios grupės rodiklių. Literatūroje rašoma, jog rodiklio gauta reikšmė 1:2 reiškia, jog maždaug pusė finansavimo šaltinių yra skolinti, toks rezultatas laikomas normalus. Įmonių

savininkai linkę didinti finansinį svertą, taip siekiant didinti pelną, bei išlaikyti bendrovės kontrolę. Ilgalaikių skolų koeficientas parodo įmonės sugebėjimą vykdyti įsipareigojimus, bei mokėti palūkanas.

Išanalizavus AB „Pieno žvaigždės“ įsipareigojimų rodiklius (7 priedas), galima daryti išvadą, jog bendrovė vykdo savo įsipareigojimus. 2017 metais įmonė patyrė nuostolius, todėl įsipareigojimų rodikliai nesiekia normos, tačiau 2018 – 2019 metais matomas pagerėjimas, kuris patvirtina, jog AB „Pieno žvaigždės“ turi tinkamą kapitalo struktūrą, todėl kreditoriai palankiai vertina bendrovės kreditavimo galimybes, nes užtikrinama mažesnė rizika ir didesnė apsauga. Nuo 2018 metų įmonė sumažino rizikingumą, todėl galima teigti, jog situacija yra palanki gauti lėšų tolimesniam finansavimui.

Apibendrinant AB „Pieno žvaigždės“ rezultatus gautus atlikus finansinę analizę, galima teigti, jog bendrovė savo veiklą vykdo sėkmingai. Palyginus gautus rezultatus su konkurentų rodikliais, paaiškėjo, jog visų trijų įmonių rodikliai panašūs. Toliau darbe bus taikomi jau teoriškai aptarti verslo vertinimo metodai, siekiant nustatyti AB „Pieno žvaigždės“ objektyvią verslo vertę.

3.2. Verslo vertinimo metodų taikymas vertinant AB „Pieno žvaigždės“

Šiame poskyryje praktiškai pritaikomi, metodinėje darbo dalyje analizuoti, verslo vertinimo metodai, apskaičiuojant AB „Pieno žvaigždės“ įmonės vertę.

Norint pasiekti užsibrėžto tikslo, reikia įgyvendinti šiuos uždavinius:

1. Apskaičiuoti įmonės vertę naudojant balansinės vertės metodą;
2. Atlikti įmonės vertinimą naudojant santykinių koeficientų metodą;
3. Naudojant DCF metodą įvertinti įmonės vertę;
4. Remiantis aukščiau minėtais metodais, išanalizuoti gautus rezultatus ir nustatyti objektyviausią įmonės vertę.

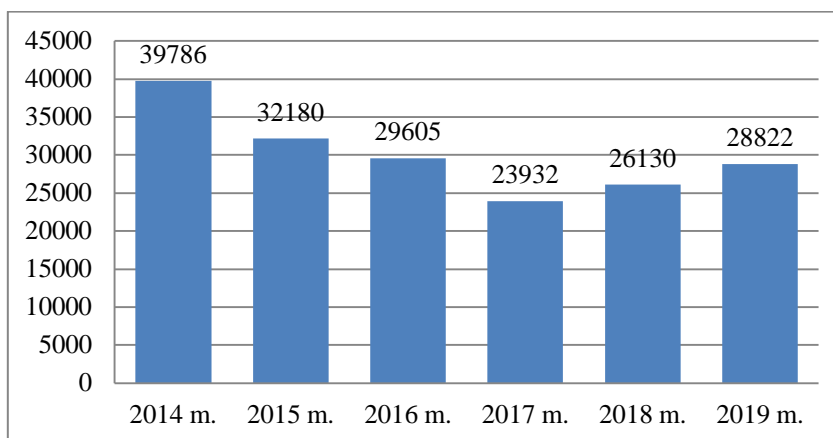
3.2.1. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas naudojant balansinės vertės metodą

Remiantis AB „Pieno žvaigždės“ balanso duomenimis toliau pateikiamas įmonės balansinės vertės skaičiavimas.

12 lentelė. **AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo balansinė vertė, tūkst. Eur**
(sudaryta autorės remiantis AB „Pieno žvaigždės“ finansinėmis ataskaitomis, 1 ir 2 priedas)

Metai	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Turtas	90037	78653	74904	75276	73470	73886
Įsipareigojimai	50251	46473	45299	51344	47340	45064
Balansinė vertė	39786	32180	29605	23932	26130	28822

AB „Pieno žvaigždės“ balansinės vertės pokytis 2014 – 2019 metais atsispindi 13 paveiksle.



11 pav. AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo balansinė vertė 2014 – 2019 m., tūkst. Eur (sudaryta autorės remiantis AB „Pieno žvaigždės“ finansinėmis ataskaitomis, 1 ir 2 priedas)

Diagramoje galime matyti, jog įmonės balansinė vertė kiekvienais metais gana ženkliai kito, 2014 – 2017 metais mažėjo, o 2017 – 2019 metais didėjo. Per 2014 – 2019 metus sumažėjo 27,6 proc., nuo 39.786 tūkst. Eur 2014 metais iki 28.822 tūkst. Eur 2019 metais. Vienos akcijos vertė remiantis šio metodo rezultatais 2019 metais buvo 0,64 Eur ($28822000/45134419$). Apskaitos duomenys ne visada teisingai vaizduoja realią turto vertę, vis dėlto šis metodas pagrįstai remiasi tik įmonės praeities duomenimis, neatsižvelgiant į įmonės ateities perspektyvas, jos augimo galimybes AB „Pieno žvaigždės“ stengiasi išlikti pirmaujančia įmone pieno perdirbimo srityje. Bendrovė investuojant skolinasi lėšas, tačiau investicijomis siekiama įvesti į rinką naujus produktus, tobulinti esamų produktų kokybę, bei kurti produktų pridėtinę vertę. 21 metus gyvuojanti įmonė ne tik pirmauja Lietuvos rinkoje, bet ir konkuruoja su užsienio gamintojais. Bankrutuoti nežadanti įmonė, ateityje planuoja plėsti savo veiklą ir turi nematerialaus turto tokio kaip žinomas įmonės pavadinimas visoje Lietuvoje, lojalūs klientai, sukaupta patirtis ir pan. Balansinė vertė neturėtų turėti didelės įtakos galutinės vertės nustatymui, kadangi ši vertė neatspindi pelno, kurį gauna ar gali gauti įmonė ateityje naudojant nuosavą turtą. Todėl toliau darbe bus naudojama santykinų koeficientų ir DCF metodai, kurie turi didesnės įtakos teisingam AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymui.

3.2.2. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas naudojant santykinų koeficientų metodą

Prieš pradėdant vertinimą (rinkos) palyginimo požiūrio metodo pagalba, svarbu identifikuoti AB „Pieno žvaigždės“ konkurentus, kitas pieno perdirbimo įmonės šalyje. Literatūroje akcentuojama, jog norint nustatyti teisingą įmonės vertę, reikia atlikti konkurentų

palyginimą ir įvertinti jų dydį, plėtojimosi galimybes, veiklos sritį, kapitalizaciją, ir kitus veiksnius. Literatūroje pateikiamas veiksnių įtakojančių lyginamų bendrovių pasirinkimą sąrašas: vadovų patirtis, pelningumas, verslo rizika, vadovavimo lygis, rinkos pozicija, geografiniai pranašumai. Autorius G. Kancerevyčius (2004) akcentuoja, jog norint nustatyti verslo palyginamumo laipsnį svarbiausi veiksniai, kurie daro įtaką verslo rinkos vertei yra šie: valdymo kokybė, verslo pajamos, finansinis stabilumas, įmonės turto vertė, pardavimų mastas, kapitalo struktūra. Autorė B. Galinienė (2005) pataria lyginti bent šešias panašias įmones ir vertę apskaičiuoti naudojant kuo didesnę koeficientų skaičių.

Atliekant palyginamąją rinkos analizę buvo tirta Lietuvos pieno rinka. „NASDAQ Vilnius akcijų biržoje kotiruojamos net keturių didžiausių Lietuvos perdirbimo įmonių akcijos. Visos keturios kompanijos specializuojasi šviežių pieno produktų ir sūrinių gamyboje. AB „Žemaitijos pienas“ Grynas pelningumas buvo pats didžiausias – 6,02 proc. AB „Pieno žvaigždės“ Grynas pelningumas buvo 1,30 proc., AB „Rokiškio sūris“ – 0,94 proc., AB „Vilkyškių pieninė“ – -1,15 proc. Bendrasis pelningumas atspindi kompanijų konkurencines stiprybes: kuo didesnis pelningumas, tuo lengvesnė kompanijos konkurencinė kova. Ir vėl didžiausią Bendrąjį pelningumą išlaikė AB „Žemaitijos pelnas“ – 20,41 proc. Antroje vietoje AB „Pieno žvaigždės“ – 17,67 proc. AB „Rokiškio sūris“ ir AB „Vilkyškių pieninė“ – atitinkamai 9,57 proc. ir 5,60 proc. Nepaskirstyto pelno rentabilumas kompanijose irgi labai nevienodas. AB „Pieno žvaigždės“ – 31,55 proc.; AB „Žemaitijos pelnas“ – 15,18 proc.; AB „Rokiškio sūris“ – 12,92 proc.; AB „Vilkyškių pieninė“ – -14,98 proc.“ (Treigys, 2019).

Išanalizavus pieno perdirbimo rinką Lietuvoje, nuspręsta lyginamosios analizės metu tirti AB „Pieno žvaigždės“, AB „Žemaitijos pienas“ ir AB „Rokiškio sūris“ santykinius koeficientus: P/E, P/S, EV/EBITDA, P/BV (8 priedas). Gauti rezultatai pavaizduoti 13 lentelėje. Lyginamoji analizė atlikta remiantis 2019 m. gruodžio 31 d. duomenimis.

13 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo balansinė vertė, tūkst. Eur
(sudaryta autorės pagal įmonių finansines ataskaitas 2019 metais, 1 ir 2 priedas)

Įmonė	Akcijų skaičius	Kapitalizacija	Kaina	P/E	EV/EBITDA	P/S	P/BV
AB „Pieno žvaigždės“	45134419	42426353,86	0,94	10,49	7,82	0,25	1,47
AB „Žemaitijos pienas“	48375000	84172500,00	1,74	7,81	6,60	0,45	0,97
AB „Rokiškio sūris“	35867970	90387284,40	2,52	49,69	11,75	0,44	0,69
Vidurkis				22,66	8,72	0,38	1,04

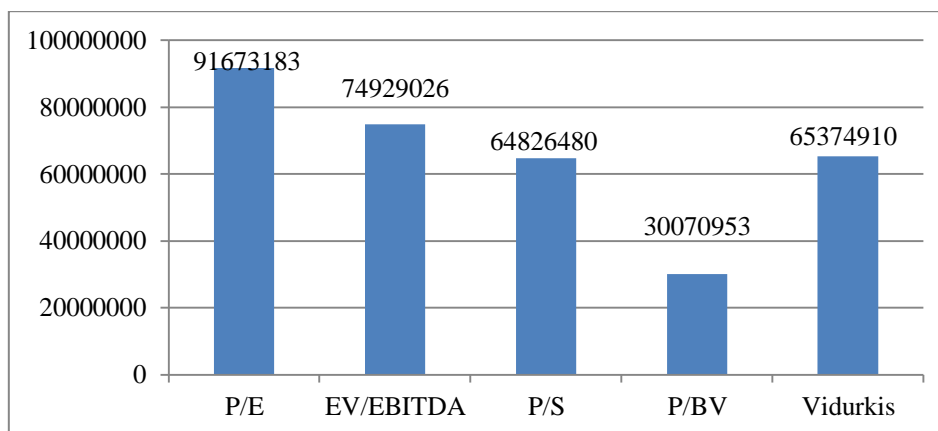
AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo vertė gali būti apskaičiuota nustačius vidutinių santykinų koeficientų dydžius. Naudojant EV/EBITDA koeficientą, kuris įvertina visus finansinius įsipareigojimus, apskaičiuojama verslo vertė, todėl rekomenduojama iš gautos reikšmės atimti įmonės paskolas. Gautos reikšmės pateiktos 14 lentelėje.

14 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ verslo bei nuosavo kapitalo vertė, Eur
(sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“, AB „Rokiškio sūris“, AB „Vilkyškių pieninė“, AB „Žemaitijos pienas“ finansinių ataskaitų duomenis 2019 metais, 1 ir 2 priedas)

Pieno žvaigždės	Vidutiniai daugikliai	Rodikliai	Verslo vertė	Paskola	Nuosavo kapitalo vertė
P/E	22,66	4045000	91673183,33	-	91673183,33
EV/EBITDA	8,72	10724000	93549026,67	18620000	74929026,67
P/S	0,38	170596000	64826480,00	-	64826480,00
P/BV	1,04	28822000	30070953,33	-	30070953,33
Vidurkis	-	-	-	-	65374910,83

14 lentelėje pateikti rezultatai rodo, kad žemiausia įmonės vertė buvo gauta naudojant P/BV koeficientą. Mažiausias skirtumas gaunamas tarp EV/EBITDA ir P/S koeficientų, tačiau didžiausia įmonės vertė gaunama apskaičiavus naudojant P/E koeficientą.

Norint nustatyti galutinę vertę patartina kiekvienam multiplikatoriui pritaikyti atitinkamą svorį, taip yra gaunamas aritmetinis vidurkis, kurį galima koreguoti, norint sumažinti lyginamų įmonių galimus skirtumus. Išskiriami tokie koregavimo atvejai: esant nepatraukliai diversifikacijai, portfelinėms investicijoms suteikiama nuolaida; įvertinami aktyvai, kurie nedalyvauja gamybos procese, jų egzistavimas; atimamos apyvartiniam kapitalui ir kapitaliniams įdėjimams reikalingos investicijos; esant nepakankamam vertinamos nuosavybės likvidumui taip pat galimas nuolaidos taikymas; premijos už suteikiamą kontrolę pridėjimas, jei investuojama dalis nesudaro kontrolinio paketo, tačiau perleidžiamos valdytojo teisės (Galiniene, 2005). Neradus pakankamai informacijos apie visas lyginamas įmones, daroma prielaida, kad AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo vertė galima apskaičiuoti kaip vidutinę gautų reikšmių vertę nepritaikant rodikliams skirtingų svorių.



12 pav. Nuosavo kapitalo vertė, Eur

(sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“ finansines ataskaitas 2019 m., 1 ir 2 priedas)

Pritaikius santykinų koeficientų metodą buvo gauta AB „Pieno žvaigždės“ vidutinė nuosavo kapitalo vertė – **65.375** tūkst. Eur; vienos akcijos vertė **1,45** Eur (vidutinės nuosavo kapitalo vertės ir akcijų skaičiaus santykis). Apskaičiuota vidutinė įmonės vertė – **70.030** tūkst. Eur. Reiktų pabrėžti, jog Lietuvos verslo rinkos objektų duomenų bazė yra gana ribota, nepakanka išsamios informacijos, kai kuri svarbi informacijos neskelbiama viešai, būtent tai yra vienas pagrindinių trūkumų, vertinant palyginimo metodu su kuriuo ir buvo susidurta. Atlikus išsamesnę analizę ir vertinimą apdorojus papildoma informacija, pavyzdžiui gautoms reikšmėms koeficientų pagalba suteikus svorius ir palyginimo analizę atlikus ne tik Lietuvos, bet ir Europos ar bent jau Baltijos šalių aplinkoje, galutinė AB „Pieno žvaigždės“ verslo vidutinės vertės pakitimai galėtų būti reikšmingi, tiek į didesnę, tiek į mažesnę pusę. Santykinų koeficientų metodo patikimumas ir tikslumas yra tiesiogiai proporcingas prieinamos informacijos, lyginamų objektų bei naudojamų koeficientų kiekiui, būtent į tai reiktų atsižvelgti vertinant objekto vertę šiuo metodu.

3.2.3. AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas naudojant DCF metodą

Atliekant AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės skaičiavimus santykinų koeficientų ir balansinės vertės pagalba, remiamasi praėjusių metų finansinėmis ataskaitomis, bei esamaisiais duomenimis neatsižvelgiant į įmonės ateities perspektyvas. Literatūroje rašoma, jog norint atlikti tikslų įmonės vertinimą, privalu įvertinti įmonę naudojant DCF metodą. Norint pasiekti šį užsibrėžtą tikslą buvo sudarytos prognozinės įmonės finansinės ataskaitos apimančios penkių metų laikotarpį. Finansinių ataskaitų prognozavimas atliekamas remiantis pardavimais, būtina atsižvelgti į rinkos specialistų anksčiau sudarytas prognozes, bendrovės strategija ateityje, bei praeities duomenis.

Gaunamai įmonės vertei didelę įtaką daro pinigų srautų prognozės tikslumas, tačiau atliekant prognozę kyla rizika klaidingai įvertinti būsimą įmonės raidą, bei rinkos padėtį ateityje. Finansinių ataskaitų prognozavimo tikslumas yra sąlyginis ir remiasi prielaidomis, nes rinka ir sąlygos pastoviai kinta, o ekonomikos nestabilumas ir tam tikri įvykiai neleidžia pateikti tikslios prognozės (Norvaišienė, 2003).

Norint atlikti įmonės vertės vertinimą naudojant DCF metodą, pirmiausia bus taikomas CAPM modelis. Remiantis anksčiau darbe aptarta formule bus skaičiuojama aktyvo grąža: CAPM: $R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$. Skaičiuojant Beta koeficientą β naudojami AB „Pieno žvaigždės“ kiekvienos dienos akcijų kainų duomenys 2019.04.03 – 2020.04.03 laikotarpiu. Duomenys ir skaičiavimai pateikiami 7 priede ir 8 priede. Pirmiausia skaičiuojamas akcijų procentinės grąžos aritmetinis vidurkis, bei kiekvienos dienos grąžos nuokrypis nuo vidurkio, kuris keliamas kvadratu. Apskaičiavus vidurkį gauta variacija 3,29, o ištraukus kvadratinę šaknį gaunamas standartinis nuokrypis, kuris lygus 1,81. Rezultatas parodo, jog bendra AB „Pieno žvaigždės“ akcijos rizika 2019.04.03 – 2020.04.03 laikotarpiu buvo lygi 1,81.

Taip pat buvo atliktas ir OMX Baltic Benchmark GI indekso, į kurį patenka AB „Pieno žvaigždės“ akcijų standartinio nuokrypio skaičiavimas tam pačiam laiko periodui. Rinkos grąžos standartinis nuokrypis pasirinktu laikotarpiu 2019.04.03 – 2020.04.03 yra: 1,13. Vėliau buvo apskaičiuota kovariacija tarp AB „Pieno žvaigždės“ akcijos, bei OMX Baltic Benchmark GI akcijų indekso: 0,3. Gautą kovariaciją padalinus iš indekso variacijos (0,47) buvo apskaičiuotas beta koeficientas. Gauta beta reikšmė lygi 0,64. Gautas rezultatas parodo, jog akcijos kaina juda panašiai kaip ir rinka. Norint patikrinti beta reikšmės patikimumą, gautą reikšmė buvo lyginama su Damodaran pateiktomis beta reikšmėmis.

15 lentelė. Damodaran A. beta koeficiento reikšmės

(sudaryta autorės remiantis Damodaran A. pateiktomis beta reikšmėmis pagal sektorius, 11 priedas)

Sektorius	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.	2020 m.	Vidurkis (2015 - 2020 m.)
Maisto perdirbimas	0,82	0,74	0,63	0,56	0,61	0,88	0,68

15 lentelėje pateiktos Damodaran maisto perdirbimo sektoriaus beta reikšmės 2015 – 2020 metų laikotarpiu. Galima matyti, jog maisto perdirbimo sektoriaus vidutinė reikšmė 0,68. Tuo tarpu apskaičiuota nesvertinė beta 2020 metų pradžioje lygi 0,64, o nesvertinė beta pinigams lygi 0,70 (11 priedas). Galime matyti, jog gauta reikšmė yra artima Damodaran pateikiamomis reikšmėms, todėl tolimesniuose skaičiavimuose bus naudojama anksčiau tyrime apskaičiuota β reikšmė 0,64. Remiantis NASDAQ Baltic, šalies akcijų vidutinė metinė rinkos grąža buvo 10,9

proc. per metus. Nerizikinga aktyvo grąža pasirinkta, saugių investicijų, 10 metų Lietuvos ilgalaikių obligacijų palūkanų norma – 3 proc.

$$R_e = 3 + 0,64 \times 10,9 = 9,9 \text{ proc.}$$

Tai reiškia, jog kapitalo sąnaudos (laukiama aktyvo grąža R_e) yra lygi 9,9 proc. Ši apskaičiuota R_e reikšmė bus naudojama tolimesniame įmonės diskonto normos nustatyme.

Prognostinės ataskaitos 2020 – 2024 metams (1 ir 2 priedai) sudarytos remiantis 2014 – 2019 m. pelno (nuostolių) bei balanso ataskaitų duomenimis (1 ir 2 priedai). Atliekant finansinių ataskaitų prognozavimą atsižvelgta į AB „Pieno žvaigždės“ ir Lietuvos pieno sektoriaus prognozes, makroekonominės prognozes, rinkos tendencijas, remtasi audito metinių ataskaitų išvadomis, bei analitiko N. Treigio prognozėmis apie AB „Pieno žvaigždės“ ateities perspektyvas. Atliekant prognozę buvo laikomasi šių prielaidų:

1. AB „Pieno žvaigždės“ net 87 proc. pardavimų vykdoma Lietuvoje ir kitose Europos Sąjungos šalyse, todėl remiantis Tarptautinio valiutos fondo prognozėmis, vidutinis 2020 – 2023 metų Europos Sąjungos BVP augimas turėtų siekti 1,96 proc. Išanalizavus pieno kainos ir pieno sektoriaus augimo tendencijas, galima daryti prielaidą, jog ji augs panašiai kaip ir BVP. Remiantis BVP augimo prognozėmis, bei infliacija, galima daryti prielaidą, jog įmonės didėjantis gamybos mastas turės įtakos kasmetiniam įmonės pajamų augimui – vidutiniškai po 5 proc. Tokiu pat tempu didės ir kiti grynąjį pelną ir laisvus pinigų srautus veikiantys veiksniai.
2. Analizuojamais 2014 – 2019 metais savikaina vidutiniškai sudarė 0,82 pardavimų, tačiau dėl planuojamo pieno žaliavų kainų augimo 1 – 2 proc. per metus, galime daryti prielaidą, jog gamybos kaštai išaugs, bei kasmet sudarys 0,84 pardavimų. Juos atsverinama bus didinant pagamintos produkcijos kainas.
3. Nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos planuojamos kaip santykinis dydis su ilgalaikiu turtu.
4. Planuojama, jog akcinis kapitalas ir rezervai prognozuojamu laikotarpiu nekis ir išliks tokie patys, kaip ir 2019 m.

Atliekant įmonės vertinimą ir naudojant DCF metodą rekomenduojama laikytis eiliškumo: 1. Numatytam laikotarpiui atlikti laisvųjų pinigų srautų įmonei prognozę; 2. Atlikti svertinių kapitalo kaštų vertinimą (WACC); 3. Nustatyti įmonės vertę po prognozuojamo periodo (tęstinę verslo vertę); 4. Prognozuojamus piniginius srautus ir tęstinę verslo vertę diskontuoti į dabartinę vertę (Stanzl, 2001).

1) AB „Pieno žvaigždės“ laisvi pinigų srautai įmonei

AB „Pieno žvaigždės“ balanso ir pelno nuostolių ataskaitos prognozės 2020 – 2023 metų laikotarpiui pateikiamos 1 priede ir 2 priede. Prognozuojant finansines ataskaitas buvo remtasi bendromis prielaidomis, kurios buvo aptartos anksčiau, taip pat ir į tai, kad vidutiniškai nusidėvėjimas ir amortizacija sudarys apie 15 proc. viso ilgalaikio turto. Remiantis prognostinėmis balanso ir pelno/nuostolių ataskaitomis, 16 lentelėje pateikiami laisvų pinigų srautų skaičiavimai.

16 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ laisvi pinigų srautai įmonei, tūkst. Eur
(sudaryta autorės remiantis įmonės finansinėmis ataskaitomis. 1 ir 2 priedas)

	2019 m.	2020 m.	2021 m.	2022 m.	2023 m.	2024 m.
EBIT	3383	3458	3519	3560	3576	3560
Nusidėvėjimas	6254	6442	6635	6834	7039	7250
Investicijos	-4827	-1467	-1511	-1557	-1603	-1652
Mokesčiai EBIT'ai	-364	-382	-401	-421	-442	-465
FCFF	4446	8050	8241	8416	8569	8694

2) AB „Pieno žvaigždės“ diskonto norma (WACC)

Apskaičiavus ir įvertinus laisvus pinigų srautus praėjusiu ir būsimoju laikotarpiu, toliau pritaikant metodinėje darbo dalyje pateiktą informaciją bus skaičiuojamos vidutinės svartinės kapitalo sąnaudos (WACC). Kapitalo sąnaudos yra vienas iš privalomų komponentų, norint apskaičiuoti diskonto normą. Ši R_e reikšmė jau apskaičiuota anksčiau ir yra lygi 9,9 proc..

Paskolų palūkanų normą padauginus iš prognozuojamo pelno mokesčio apskaičiuojama skolinto kapitalo kaina. Paskolų palūkanų norma apskaičiuojama atsižvelgiant į dabartinę skelbiamą palūkanų normą, bei įmonės finansinėse ataskaitose pateiktus paskolų palūkanų normas skaičiavimus. Apskaičiuojama skolinto kapitalo kaina:

$$K_{sk} = 0,06 \times (1 - 0,15) = 0,051$$

17 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ WACC
(sudaryta autorės)

Skolinto kapitalo kaina	K_{sk} , proc.	5,1
Nuosavo kapitalo kaina	R_e , proc.	9,9
Skolinto kapitalo dalis	W_{sk} (įsipareigojimai / turtas)	0,61
Nuosavo kapitalo dalis	W_e (akcininkų nuosavybė / turtas)	0,39
WACC		9,5

17 lentelėje galima matyti visus reikiamus rodiklius WACC apskaičiavimui. Apskaičiuota AB „Pieno žvaigždės“ diskonto norma, kuri vėliau bus naudojama diskontuojant prognozuojamus laisvus pinigų srautus, lygi: 8,2 proc.

4) Tęstiniosios vertės nustatymas

Paskutinis komponentas, kurį svarbu apskaičiuoti prieš diskontuotų pinigų srautų metodo taikymą yra įmonės tęstinoji vertė. Literatūroje dažniausiai akcentuojama 1 – 3 proc. amžino augimo norma. Vertinant AB „Pieno žvaigždės“ pasirinkta (1,5 proc.) augimo norma. Naudojant metodinėje darbo dalyje aptartą formulę, apskaičiuojama įmonės tęstinė vertė:

$$TV = \frac{5782}{(0,095 - 0,015)} = 72274,72$$

5) AB „Pieno žvaigždės“ vertės apskaičiavimas

Apskaičiavus laisvus pinigų srautus įmonei, diskonto normą, bei nustačius įmonės tęstinąją vertę toliau buvo apskaičiuota tikroji AB „Pieno žvaigždės“ vertė:

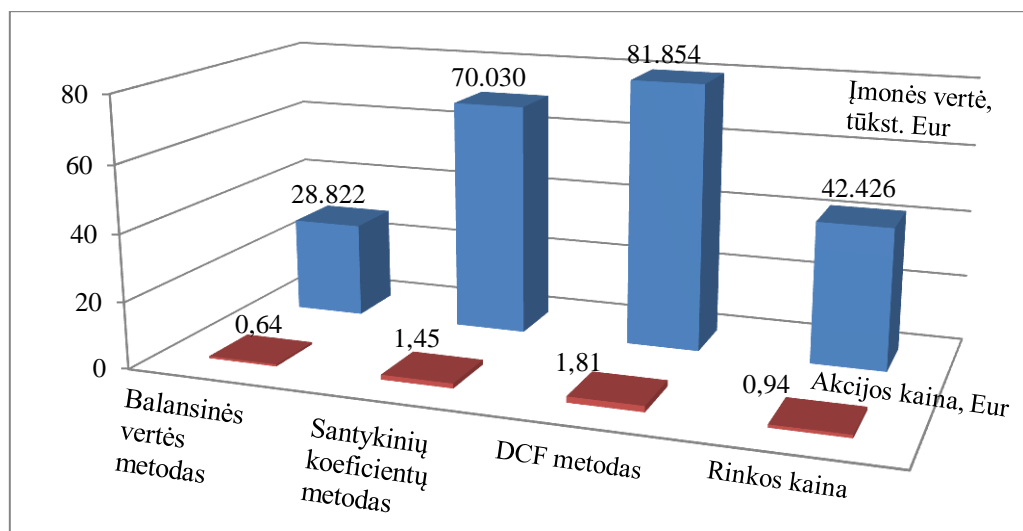
18 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ vertės ir akcijos vertės apskaičiavimas (sudaryta autorės)

Įmonės vertės apskaičiavimas	
WACC, proc.	9,5
DCF suma už 2020 – 2024 metus, tūkst. Eur	32118
Amžinojo augimo norma, proc.	1,5
Tęstinoji vertė, tūkst. Eur	72274,72
Grynoji finansinė skola	22540
Įmonės vertė, tūkst. Eur	81851
Akcijos vertės apskaičiavimas	
Akcijų skaičius	45134419
Vienos akcijos vertė, Eur	1,81

Diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota įmonės vertė: **81.854** tūkst. Eur. Įmonė 2019 metų pabaigoje turėjo 45.134.419 akcijas, tai reiškia, jog tikroji akcijos vertė lygi **1,81** Eur. Akcijos vidutinė rinkos kaina 1,5 Eur. Dabartinė (2020.02.30) akcijos rinkos kaina yra lygi 0,98 Eur.

6) Gautų verčių palyginimas

Paskutinis šio poskyrio tikslas buvo gautų rezultatų vertinimas. Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ vertinimą trimis metodais, buvo gautos skirtingos verslo vertės. Skirtingų rezultatų pagrindinė priežastis yra viešai pateikiamos informacijos stoka.



13 pav. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės palyginimas
(sudaryta autorės)

Atlikus įmonės vertinimą balansinės vertės metodu, gauta mažiausia nuosavo kapitalo reikšmė: 28.822 tūkst. Eur, bei gauta akcijos vertė: 0,64 Eur. Šiuo metodu apskaičiuota įmonės vertė parodo tik bendrovės „popierinę“ – balansinę vertę, neįvertinus įmonės ateities perspektyvų, konkurencinių savybių, vadovų kompetencijos, bei įmonės vardo žinomumo. Nors balansinės vertės metodu apskaičiuota vertė įtraukia praeities rezultatus, tačiau nustatant galutinę įmonės vertę, šie rezultatai neturi įtakos.

Atlikus AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymą naudojant santykinų koeficientų metodą, remiantis 2019 metų finansinėmis ataskaitomis, buvo lyginami AB „Pieno žvaigždės“, AB „Rokiškio sūris“, bei AB „Žemaitijos pienas“ multiplikatoriai: P/E, P/S, EV/EBITDA, P/BV. Nustačius kiekvieno multiplikatoriaus reikšmės vidurkį, buvo apskaičiuotos galimos keturios įmonės vertės. Pritaikius santykinų koeficientų metodą gauta vidutinė AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė: 70.030 tūkst. Eur, bei vienos akcijos vertė 1,45 Eur. Šiuo metodu apskaičiuota bendrovės vertė turi nemažai sąlygų, kuomet naujos informacijos ar naujų kintamųjų įtraukimas gali padaryti reikšmingą įtaką įmonės vertei.

Naudojant DCF metodą nustatyta didžiausia įmonės vertė: 81.854 tūkst. Eur, o vienos akcijos kaina 1,81 Eur. Rinkoje akcijos kaina 0,95 Eur (2019 m. gruodžio mėn. vidurkis). Nustatytos akcijos kainos ir rinkos kainos skirtumą lemia išoriniai ekonominiai ir rinkos veiksniai. Svarbu paminėti, jog apskaičiuota įmonės vertė ir akcijos kaina keistūsi, keičiantis rinkos sąlygoms.

Akcijos rinkos kaina (2019 m. gruodžio mėn. vidurkis) 0,94 Eur, įmonės grynoji vertė lygi 42.426 tūkst. Eur.

Apibendrinant verslo vertinimo praktinį pritaikymą, galima daryti išvadą, jog norint apskaičiuoti įmonės vertę svarbu pasirinkti tinkamus verslo vertinimo metodus, taip pat rezultatas priklauso nuo prieinamos informacijos išsamumo, vertintojo patirties, bei kitų veiksnių. Galima teigti, jog norint atlikti objektyvų ir teisingą verslo vertinimą, ypač svarbu atlikti išsamią rinkos analizę, surinkti kuo daugiau informaciją apie vertinamą įmonę, bei jos pagrindinius konkurentus. Kuo detaliau parengtos prognozinės finansinės ataskaitos, tuo tikslesni ir objektyvesni skaičiavimai siekiant nustatyti verslo vertę. Dėl riboto duomenų kiekio, bei išsamios viešai platinamos informacijos trūkumo, būtų neteisinga nurodyti vieną iš gautų rezultatų kaip teisingiausią. Tačiau laikantis šių prielaidų, jog surinkta visa reikiama informacija apie pieno sektoriaus veiklą, turimi duomenys yra išsamūs, bei apimantys šiuo metu rinkoje esančią informaciją, atliktos prognozės teisingos, galima daryti išvadą, jog diskontuotų pinigų srautų metodu įvertinta įmonės vertė yra teisingiausia. Vertinant įmonės vertę DCF metodu buvo aptariamoms makroekonominėms prognozėms ir apžvelgiamoms pieno pramonės sektoriaus tendencijoms Lietuvoje ir Europos Sąjungoje. Pristatomos įmonės akcijų kainų kitimo tendencijos. Pristatomi pagrindiniai įmonės konkurentai, bei aptariami vartotojų įpročiai. Atlikta AB „Pieno žvaigždės“ vidinės aplinkos analizė, bei stiprybių – silpnybių, galimybių – grėsmių analizė, bei AB „Pieno žvaigždės“ ir pagrindinių konkurentų finansinė analizė leido objektyviausiai ir teisingiausiai įvertinti įmonės vertę.

3.3. AB „Pieno žvaigždės“ akcijų vertės jautrumo analizė

Įvertinus AB „Pieno žvaigždės“ vertę, atliekama jautrumo analizė, kuri parodo kaip kinta įmonės vertė keičiantis vienam ar kitam veiksniui. Diskonto normos, amžinojo augimo normos, sąnaudų, pardavimų, investicijų ir kitų veiksnių pasikeitimas gali turėti reikšmingos įtakos gautam įmonės vertės rezultatui. AB „Pieno žvaigždės“ vertę lemiančių veiksnių jautrumo vertinimas atliekamas nagrinėjant diskonto normos (WACC) ir amžinojo augimo normos pasikeitimus.

19 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ akcijų vertės jautrumo diskonto ir amžinojo augimo normų pokyčiams analizė
(sudaryta autorės)

		Diskonto norma (WACC)								
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Amžinojo augimo norma	0,0%	1,92	1,81	1,72	1,64	1,56	1,49	1,43	1,38	1,33
	0,5%	2,04	1,92	1,81	1,72	1,64	1,56	1,49	1,43	1,38
	1,0%	2,18	2,04	1,92	1,81	1,72	1,64	1,56	1,49	1,43
	1,5%	2,35	2,18	2,04	1,92	1,81	1,72	1,64	1,56	1,49
	2,0%	2,54	2,35	2,18	2,04	1,92	1,81	1,72	1,64	1,56
	2,5%	2,77	2,54	2,35	2,18	2,04	1,92	1,81	1,72	1,64
	3,0%	3,06	2,77	2,54	2,35	2,18	2,04	1,92	1,81	1,72

Lentelėje galima matyti kaip akivaizdžiai diskonto ir amžinojo augimo normų pasikeitimas sąlygoja didelius akcijos vertės pokyčius. Tai tik dar kartą įrodo, jog atliekant verslo vertinimą, labai didelę reikšmę turi subjektyvus vertinimas, toks kaip diskonto normos nustatymas ar amžinojo augimo normos prognozavimas. Pavyzdžiui, diskonto normai pasikeitus 7,5 proc. ir amžinojo augimo normai padidėjus iki 3 proc., akcijos vertė 3,06 Eur, ženkliai skiriasi nuo vertės 1,81 Eur, kuri buvo gauta naudojant diskontuotų pinigų srautų modelį. Galima pastebėti, jog net ir minimalūs pokyčiai daro didelę įtaką akcijos kainos vertei. Pavyzdžiui, amžinojo augimo normai nesikeičiant, diskonto normos pasikeitimas iki 11 proc. sąlygotų akcijos vertės sumažėjimą iki 1,56 Eur.

3.4. COVID – 19 viruso įtaka AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertei

Šiuo metu pasaulyje paskelbta koronaviruso pandemija neaplenkė ir Lietuvos. 2020 m. vasario mėn. 26 d. Lietuvos vyriausybė šalyje paskelbė ekstremalią situaciją, kovo mėn. 16 d. buvo paskelbtas karantinas. Siekiant suvaldyti virusą, vyriausybės reikalavimu, šalyje daugiau nei dviem mėnesiams sustabdyta švietimo, kultūros, sporto, bei laisvalaikio įstaigų veikla, uždarytos Lietuvos sienos. Visi šie draudimai įsigaliojo ne tik Lietuvoje, bet ir visame pasaulyje. Siekiant nustatyti koronaviruso protrūkio įtaką AB „Pieno žvaigždės“, šiame poskyryje bus analizuojamos ekonomistų prognozės Lietuvos ekonomikai, pieno perdirbimo rinkai, bei viruso įtaka AB „Pieno žvaigždės“.

Nors Lietuvos BVP 2019 m. paskutinįjį ketvirtį siekė net 3,8 proc., bei augo visi sektoriai, tačiau 2020 m. kovo mėn. COVID – 19 viruso protrūkis atnešė nuostolius ne tik kelionių organizatoriams, transporto sektoriui, bet ir apgyvendinimo, maitinimo įstaigoms. Italija buvo pirmoji šalis Europoje stipriausiai paveikta viruso, šios šalies ekonomikos sulėtėjimas galimai turės neigiamų pasekmių lietuviškų pieno produktų pardavimas šioje šalyje, nes Italija yra didžiausia lietuviškų sūrių importuotoja. 2020 m. pirmąjį ketvirtį pieno produktų eksportas sumažėjo ne tik į Italiją, tačiau ir į kitas šalis. Dėl viruso protrūkio nedirba dalis įmonių, bei sustoja gamyba, tai reiškia, jog nevykdomos paslaugos, o užsakymai ir atsiskaitymai vėluoja, darbuotojai išleidžiami neapmokamų atostogų. Įmonės rezultatai priklauso nuo kiekvienos pieno perdirbimo įmonės finansinės padėties, kiek įmonės turi finansinių resursų gaminti produktus į atsargą, ypač, kai pieno produktai yra greitai gendantis produktas. Ekonomistas A. Izgorodinas teigia, jog karantino metu keičiasi žmonių vartojimo įpročiai, dėl susiklosčiusios situacijos, žmonės susikoncentruoja į pirmos būtinybės produktų vartojimą, todėl gali kilti vidaus prekybos augimas, tačiau vartojant tik būtiniausius produktus, atsisakoma nebūtiniausių. Vertinant ankstesnių virusų, bei epidemijų statistiką, pasak ekonomisto Ž. Maurico, galima matyti, jog tokiais atvejais mažiausiai nukenčia maisto pramonė.

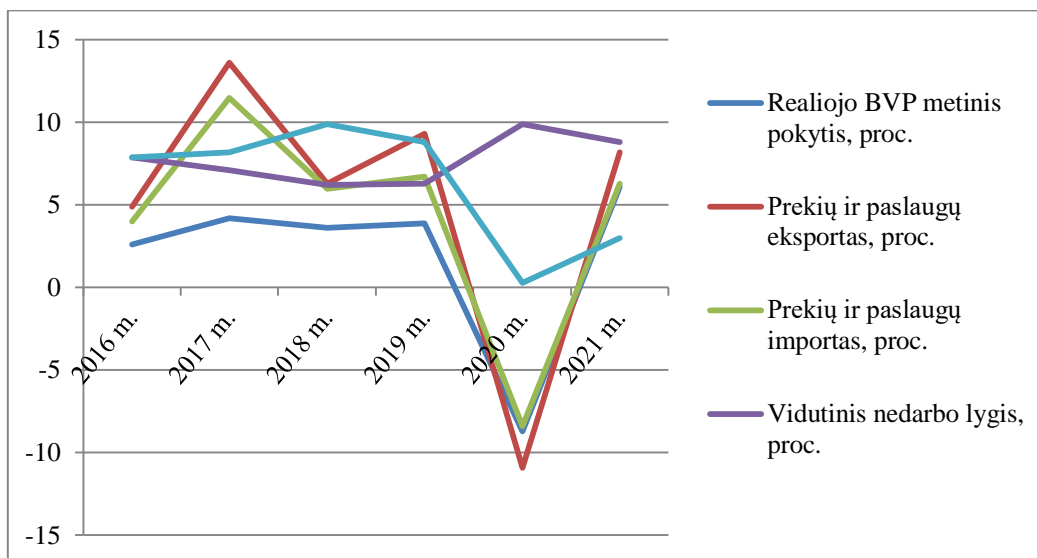
3.4.1. Makroekonominės prognozės ir pieno sektoriaus apžvalga prasidėjus pandemijai

Remiantis ekonomisto T. Povilausko prognozėmis, Lietuva 2020 m. pirmąjį pusmetį patirs recesiją. Priešingai nei 2008 – 2009 m. krizės metu, recesijos mastą mažins ekonomikos skatinimo priemonės. Prognozuojamas Lietuvos ekonomikos nuosmukis nebus didesnis nei vidutiniškai Europos Sąjungoje, tačiau remiantis pesimistiniu scenarijumi, Lietuvos BVP gali kristi daugiau negu 9 proc. 2021 m., praėjus koronavirusui, dėl bazės efekto prognozuojamas žymus ekonomikos augimas 6 proc. Atitinkamai 2022 – 2023 m. galima tikėtis 3 – 4 proc. augimo.

20 lentelė. **Makroekonomikos rodikliai ir prognozės**
(sudaryta autorės remiantis SEB banko makroekonomikos prognozėmis)

Rodiklis	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.	Prognozė	
					2020 m.	2021 m.
Realiojo BVP metinis pokytis, proc.	2,6	4,2	3,6	3,9	-8,7	6,1
Prekių ir paslaugų eksportas, proc.	4,9	13,6	6,3	9,3	-10,9	8,2
Prekių ir paslaugų importas, proc.	4,0	11,5	6,0	6,7	-8,4	6,3
Vidutinis nedarbo lygis, proc.	7,9	7,1	6,2	6,3	9,9	8,8
Vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio metinis pokytis, proc.	7,9	8,2	9,9	8,8	0,3	3,0

20 lentelėje galima matyti SEB banko pateikiamas makroekonomikos rodiklių prognozes 2020 – 2021 m. 2020 m. matomas ypač stiprus BVP sumažėjimas, tačiau 2021 m. ekonomistai vertina optimistiškai. Prekių ir paslaugų eksportas ir importas taip pat stipriai sumažėjo, tai lėmė uždarytos valstybių sienos, pasikeitę vartotojų įpročiai, dėl karantino sustabdyta įvairių įstaigų veikla. Vidutinis nedarbo lygis 2020 m. siekia 9,9 proc., 2021 m. ekonomistai prognozuoja pagerėjimą.



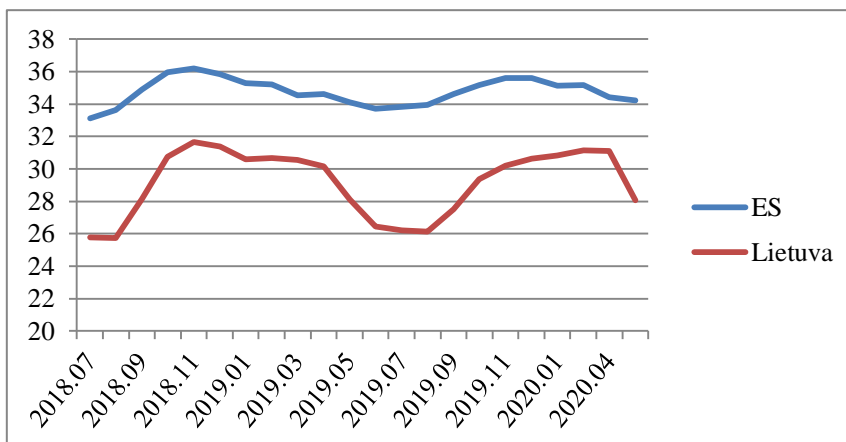
14 pav. Lietuvos makroekonomikos rodikliai ir prognozės, proc.
(sudaryta autorės remiantis SEB banko makroekonomikos prognozėmis)

14 paveiksle matomas ryškus makroekonomikos rodiklių sumažėjimas 2020 m. AB „Pieno žvaigždės“ net 30 proc. pardavimų vykdoma į ES šalis, o apie 13 proc. produkcijos eksportuojama NVS narėms ar Azijos rinkai, remiantis SEB banko prognozėmis, prekių eksporto rodiklis 2020 m. sumažės iki – 10,9 proc., 2021 m. galima matyti rodiklio didėjimą iki 8,2 proc.



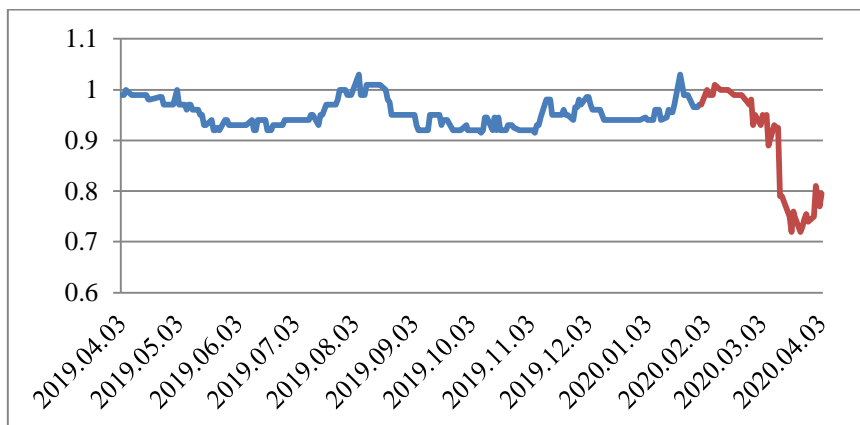
15 pav. Realiojo BVP metinis pokytis ir prognozės, proc.
(sudaryta autorės remiantis International Monetary Fund prognozėmis)

Diagramoje galima matyti, jog 2008 m. pasiekus piką, BVP rodiklis staigiai sumažėjo, o Lietuva patyrė recesiją. Remiantis ekonomistų įžvalgomis, 2019 m. Lietuvos ekonomikos augimo trukmė tapo rekordinė, augimas truko devynerius metus iš eilės. Paskutinį kartą toks ekonomikos augimas buvo pastebėtas prieš krizę. Tačiau 2020 m. koronaviruso pandemija padarė didelę įtaką Lietuvos ekonomikai.



16 pav. **Natūralaus pieno supirkimo vidutinė kaina Lietuvoje ir ES, Eur/100 kg**
(sudaryta autorės remiantis NASDAQ Baltic duomenimis)

Diagramoje galima matyti, jog pieno supirkimo kaina Lietuvoje nuo 2020 sausio iki balandžio mėn. sumažėjo 9 proc., tačiau analizuojant vidutinę pieno supirkimo kainą ilgesniu laikotarpiu nuo 2014 m. (žr. 6 pav.), galima pastebėti, jog pieno supirkimo kaina kiekvienais metais, vasaros sezono metu, nukrenta iki 25 Eur/100kg, nors Europos Sąjungoje tokio stipraus kainos sumažėjimo nepastebima.



17 pav. **AB „Pieno žvaigždės“ akcijos kainos kitimas, 2019.04 – 2020.04 laikotarpiu, Eur**
(sudaryta autorės remiantis NASDAQ Baltic duomenimis)

17 paveiksle pateikiama AB „Pieno žvaigždės“ akcijos kainos kitimas. Itin ryškus akcijos kainos sumažėjimas matomas nuo vasario mėn. Šiam sumažėjimui taip pat įtakos turėjo koronaviruso pandemija Lietuvoje.

3.4.2. Įmonės vertės apskaičiavimas įvertinus COVID – 19 viruso įtaką

Daugelis ekonomistų koronaviruso pandemija lygina su 2008 m. prasidėjusiu ekonominės krizės laikotarpiu, tačiau dauguma pritaria, jog toks pats scenarijus nepasikartos. Analizuojant įmonės istorinius rezultatus, galima matyti, jog 2008 m. prasidėjusi ekonominė krizė sukūrė pieno perdirbimo sektorių. Šiais metais visos rinkoje pirmaujančios pieno perdirbimo bendrovės, kartu ir AB „Pieno žvaigždės“ patyrė nuostolius, kurie privertė keisti įmonių strategijas. 2009 – 2010 m. įmonės pardavimai sumažėjo 8 proc. lyginant su 2008 m. pardavimais. Praėjus ekonominei krizei, 2010 m. ekonomistai prognozavo spartų ekonomikos augimą, bei atsigavimą. Analizuojant istorinius rodiklius, galima matyti, jog prognozės išsipildė.

Išanalizavus istorinius, bei prognozuojamus pagrindinius makroekonominis rodiklius, toliau formuojamos prielaidos finansinių ataskaitų sudarymui:

Pieno kainos ir pieno sektoriaus augimo tendencijas aptartos ir išanalizuotos praeitime poskyryje, todėl galima daryti prielaidą, jog ji keisis panašiai kaip ir BVP. Remiantis BVP augimo prognozėmis, infliacija, bei istoriniais įmonės rezultatais, galima daryti prielaidą, jog 2020 m. įmonės pajamos vidutiniškai sumažės 9 proc. Atitinkamai 2020 m. prognozuojamas pardavimų augimas 6 proc. Nuo 2022 m. prognozuojamas pajamų didėjimas vidutiniškai 3 proc.

21 lentelė. **AB „Pieno žvaigždės“ pardavimų prognozės įvertinus COVID – 19 viruso įtaką**
(sudaryta autorės remiantis AB „Pieno žvaigždės“ finansinėmis ataskaitomis)

Metai	2015	2016	2017	2018	2019	Prognozės				
						2020	2021	2022	2023	2024
Pardavimai, tūkst, Eur	163790	150126	167753	168662	170596	156505	166490	171634	176938	182405
Pokytis, proc.	-46,30	-9,10	10,51	0,54	1,13	-9,00	6,00	3,00	3,00	3,00

21 lentelėje pateikiama AB „Pieno žvaigždės“ istoriniai, bei prognozuojami pardavimai įvertinus COVID – 19 viruso įtaką. Žinant pardavimų prognozes, galima prognozuoti ir kitus pelno (nuostolių) ataskaitos straipsnius.

Remiantis atlikta vertikaliąja pelno (nuostolių) ataskaitos analize (3 priedas), galima pastebėti, jog visą analizuojamą laikotarpį, savikaina vidutiniškai sudarė 0,82 pardavimų, tačiau dėl prognozuojamo pieno žaliavų kainų augimo 1 – 2 proc. per metus, galima daryti prielaidą, jog gamybos kaštai taip pat išaugs, bei kasmet sudarys 0,84 pardavimų. Tokiu pat tempu keisis ir kiti grynąjį pelną ir laisvus pinigų srautus veikiantys veiksniai.

Nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos planuojamos kaip santykinis dydis su ilgalaikiu turtu. Planuojama, jog akcinis kapitalas ir rezervai prognozuojamu laikotarpiu nekis ir išliks tokie

patys, kaip ir 2019 m. Remiantis pardavimų prognozę, taip pat buvo apskaičiuotas apyvartinio kapitalo pokytis.

AB „Pieno žvaigždės“ kiekvienais metais investuoja į gamybos optimizavimą, bei kasmet atnaujina technologinę bazę. Taigi, remiantis įmonės vykdoma investicijų politika ir darant prielaidą, jog investicijos didės, buvo atliktas investicijų prognozavimas.

1) AB „Pieno žvaigždės“ laisvi pinigų srautai įmonei

Norint objektyviai ir teisingai nustatyti įmonės vertę, praeitame poskyryje buvo nustatyta, jog patikimiausias yra DCF metodas. Būtent šiam tikslui pasiekti, remiantis suformuotomis prielaidomis, buvo sudarytos AB „Pieno žvaigždės“ prognostinės finansinės ataskaitos. Šių finansinių ataskaitų duomenys prognozuojami nuo pardavimų, įvertinus COVID – 19 viruso įtaką šalies ekonomikai, naujausias specialistų prognozes, bei istorinius duomenis.

22 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ FCFE skaičiavimas, įvertinus COVID – 19 viruso įtaką, tūkst. Eur

(sudaryta autorės remiantis prognostinėmis įmonės finansinėmis ataskaitomis. 13 priedas)

	2019 m.	2020 m.	2021 m.	2022 m.	2023 m.	2024 m.
EBIT	3383	-2267	1022	1080	1140	1203
Nusidėvėjimas	6254	5691	6033	6214	6400	6592
Investicijos	-4827	-1467	-1511	-1557	-1603	-1652
Mokesčiai EBIT'ai	-364	-382	-401	-421	-442	-465
FCFE	4446	1575	5143	5316	5494	5679

2) AB „Pieno žvaigždės“ diskonto norma (WACC)

Kadangi Beta koeficientas apskaičiuojamas remiantis istoriniais duomenimis, tai reiškia, jog kapitalo sąnaudos (laukiama aktyvo grąža, Re) yra lygi 9,9 proc. Ši, praeitame poskyryje apskaičiuota Re reikšmė bus naudojama tolimesniame įmonės diskonto normos nustatyme. Skolinto kapitalo kaina buvo apskaičiuota dabartinę skelbiamą palūkanų normą padauginus iš pelno mokesčio ir yra lygi 5,51 proc.

Laikantis prielaidos, jog prognozuojamas pelno mokesčio tarifas, bei palūkanų norma nesikeis, todėl diskontuojant prognozuojamus laisvus pinigų srautus bus naudojama anksčiau paskaičiuota diskonto norma, kuri lygi 9,5 proc.

3) AB „Pieno žvaigždės“ įmonės vertė, įvertinus COVID – 19 viruso įtaką

Turint visus reikiamus rodiklius įmonės vertės nustatymui, toliau bus apskaičiuota įmonės vertė:

23 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ vertės ir akcijos vertės apskaičiavimas
(sudaryta autorės)

Įmonės vertės apskaičiavimas	
WACC, proc.	9,5
DCF suma už 2020 – 2024 metus, tūkst, Eur	17206
Amžinojo augimo norma, proc.	1,5%
Tęstinoji vertė, tūkst, Eur	45094
Įmonės vertė, tūkst, Eur	62299
Akcijos vertės apskaičiavimas	
Akcijų skaičius	45134419
Vienos akcijos vertė, Eur	1,38

Remiantis prognostinėmis ataskaitomis, kurios buvo sudarytos remiantis naujausiomis prognozėmis ir prielaidomis dėl COVID – 19 viruso pandemijos Lietuvoje ir Europoje, diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota įmonės vertė: **62.298** tūkst. Eur. Įmonė 2019 metų pabaigoje turėjo 45.134.419 akcijas, tai reiškia, jog tikroji akcijos vertė lygi **1,38** Eur.

3.4.3. Gautų rezultatų analizė

Išanalizavus BVP kitimo tendencijas, buvo daroma prielaida, jog pieno kainos ir pieno sektoriaus augimą sąlygoja BVP augimas. Ištyrus naujausias makroekonominės prognozes, planuojamas Lietuvos BVP kritimas 9 proc. 2021 m., pasibaigus koronavirusui, dėl bazės efekto prognozuojamas žymus ekonomikos augimas 6 proc. Atitinkamai 2022 – 2023 m. prognozuotas 3 – 4 proc. augimas. Norint iširti galimą pandemijos įtaką, buvo apskaičiuota naujoji įmonės vertė. Įvertinus COVID – 19 viruso žalą, naudojant DCF metodą, apskaičiuota įmonės vertė lygi 62.298 tūkst. Eur., vienos akcijos vertė 1,38 Eur. Lyginant su nustatyta verte iki koronaviruso pandemijos, įmonės vertė sumažėjo 23 proc., todėl galima teigti, jog viruso sukelta pandemija ir tokie veiksniai kaip smukęs vidaus ir eksporto rinkos vartojimas, pasikeitę vartotojų įpročiai, bei daugelis kitų, stipriai sąlygos įmonės ateities rezultatus, bei vertę.

IŠVADOS

1. Mokslinėje literatūroje verslo vertinimas apibūdinamas kaip procesas, kurio metu pagal vertintojo pasirinktą verslo vertinimo metodą, atsižvelgiant į vertinamą įmonę, bei rinkos situaciją, analizuojami įmonės duomenys ir nustatoma įmonės vertė. Rinkos vertės sąvoka literatūroje apibūdinama kaip konkreti pinigų suma, nustatoma vykdant lygiaverčius mainus, kuomet dvi sandorio šalys, laisvai be kitų sandorių bei interesų įtakos, sutinka vykdyti mainus.
2. Autoriai įvardina įvairių verslo vertinimo tikslų, tačiau visi su vertinama įmone susiję, rinkos dalyviai nori vieno rezultato, teisingos ir nešališkos verslo vertės, kuri padėtų priimti teisingus sprendimus tolimesnėje įmonės veikloje.
3. Turto vertinimo procedūra vykdoma pagal kelis pagrindinius žingsnius, kurių įgyvendinimas svarbus, norint užtikrinti sklandų ir objektyvų verslo vertinimą, todėl verslo vertinimo procedūra gali skirtis, priklausomai nuo užsakovų pageidavimų, tikslų, bei poreikių.
4. Nustatant įmonės vertę galima naudoti pasaulyje gerai žinomus metodus, kurie yra klasifikuojami į tris grupes: vertinimas turto požiūriu, vertinimas pajamų požiūriu, vertinimas rinkos požiūriu. Naudojant visus tris požiūrius, gaunamas ne tik tikslesnis rezultatas, tačiau labiau pagrįstas ir objektyvus, nes skirtingi metodai leidžia apžvelgti įmonės dabartinę arba ankstesnę įmonės padėtį, ar prognozuoti būsimą.
5. Balansinės vertės, santykinių koeficientų ir DCF metodai turi tiek privalumų, tiek trūkumų:
 - Balansinės vertės metodas vienas nesudėtingiausių, tačiau gauti duomenys dažnai neatitinka realios turto vertės, nes šis metodas paremtas tik praeities duomenų analize, neatsižvelgiama į ateities rinkos situaciją prognozes ir ignoruojamas nematerialus turtas, bei galimos rizikos. Tačiau šio metodo paprastumas leidžia jį naudoti papildomu elementu, nustatant net ir stambios įmonės galutinę verslo vertę.
 - Santykinių koeficientų metodo tikslumas ir patikimumas tiesiogiai proporcingas prieinamos informacijos, lyginamų objektų, bei naudojamų koeficientų kiekiui, todėl autoriai rekomenduoja šiuo metodu apskaičiuotą vertę naudoti tik kitais metodais gautų rezultatų validumo patikrinimui.
 - DCF metodas laikomas vienu sudėtingiausių, bet tuo pačiu ir vienu patikimiausių. Taikant DCF metodą, reikšmingą įtaką galutiniam rezultatui daro suformuotos

prielaidos, kurios privalo atspindėti ekonominę situaciją, pramonės sektoriaus tendencijas bei įmonės situaciją. Svarbu, kad nustatant laisvus pinigų srautus, bei diskonto normą šie visi komponentai atsispindėtų galutinėje įmonės vertėje. Taigi, šis metodas bus korektiškas tik tuo atveju, jeigu padarytos prielaidos bus teisingos ir pagrįstos.

6. Išnagrinėjus AB „Pieno žvaigždės“ veiklą bei pieno perdirbimo sektoriaus rinką, buvo nustatyta, kad ši bendrovė yra rinkos lyderė. Atlikta finansinė analizė parodė, jog AB įmonė sėkmingai vykdo savo finansinę veiklą, neturi esminių finansinių sunkumų.
7. Įvertinus įmonę trimis skirtingais metodais, buvo gautos skirtingos AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės:
 - Balansinės vertės metodu gauta mažiausia įmonės vertė – 28.822 tūkst. Eur, vienos akcijos vertė remiantis šio metodo rezultatais 2019 metais buvo lygi 0,64 Eur.
 - Santykinių koeficientų metodu apskaičiuota vidutinė įmonės verslo vertė – 70.030 tūkst. Eur, vienos akcijos vertė 1,45 Eur.
 - Prieš vertinant įmonę DCF metodu, buvo apskaičiuotas CAPM modelis, kuris padeda įvertinti laukiamą aktyvo grąžą. Apskaičiuota įmonės β reikšmė (0,64) yra gana artima sektoriaus β , todėl apskaičiuota laukiama aktyvo grąža 9,9 proc.
 - DCF metodu nustatyta didžiausia įmonės vertė – 81.854 tūkst. Eur, vienos akcijos vertė 1,81 Eur.
8. Atlikus diskonto normos ir amžinojo augimo normos pokyčio jautrumo analizę akcijos kainai, nustatyta, jog net ir minimalūs, bent vieno iš komponentų pokyčiai, daro ženklų įtaką įmonės akcijos kainai. Todėl būtina išlikti objektyviam ir remtis pagrįstomis ir logiškomis prielaidomis įvertinant šiuos du komponentus.
9. Išanalizavus BVP kitimo tendencijas, buvo daroma prielaida, jog pieno kainos ir pieno sektoriaus augimą sąlygoja BVP augimas. Ištyrus naujausias makroekonominės prognozes, planuojamas Lietuvos BVP kritimas 9 proc. 2021 m., praėjus koronavirusui, dėl bazės efekto prognozuojamas žymus ekonomikos augimas 6 proc. Atitinkamai 2022 – 2023 m. prognozuotas 3 – 4 proc. augimas. Norint iširti galimą pandemijos įtaką, buvo apskaičiuota naujoji įmonės vertė. Įvertinus COVID – 19 viruso žalą, naudojant DCF metodą, apskaičiuota įmonės vertė lygi 62.298 tūkst. Eur., vienos akcijos vertė 1,38 Eur. Lyginant su nustatyta verte iki koronaviruso

pandemijos, įmonės vertė sumažėjo 23 proc., todėl galima teigti, jog viruso sukelta pandemija stipriai sąlygoja įmonės ateities rezultatus ir vertę.

10. Gauti skirtingi akcijos kainos ir rinkos kainos rezultatai priklauso nuo išorinių ekonominių ir rinkos veiksnių. Nors pieno sektorius laikomas vienu stabiliausių ekonomikoje, svarstant galimybę investuoti į tokias įmones kaip AB „Pieno žvaigždės“, reikėtų įvertinti visas rizikas ir priimti racionalų sprendimą, nes šio sektoriaus bendrovės taip pat gali būti paveiktos ekonominių ir kitokių krizių metu, kaip koronaviruso, kuomet galimi dideli nuostoliai. Apibendrinant atliktą tyrimą, galima teigti, jog įmonės vertės nustatymo rezultatas įprastai yra subjektyvus ir priklauso nuo vertintojo patirties, bei ateities prognozių sudarymo. Rinkos nepastovumas neleidžia nustatyti tikslios ateinančių laikotarpių tendencijos, finansines perspektyvas įmanoma prognozuoti ribotam, kelių metų laikotarpiui.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. AB „Pieno žvaigždės“ finansinės ataskaitos. Prieiga per internetą: <https://pienzvaigzdes.lt/lt/lt/content/11-finansines-ataskaitos> (žiūrėta: 2020 m. gegužės 3 d.).
2. AB „Pieno žvaigždės“ finansinė apžvalga 2020 m. *Apie Investavimą Paprastai: aipt.lt*. Prieiga per internetą: <https://www.aipt.lt/ab-pieno-zvaigzdes/> (žiūrėta: 2020 m. gegužės 7 d.).
3. AB „Rokiškio sūris“ finansinės ataskaitos. Prieiga per internetą: <https://www.nasdaqbaltic.com/statistics/lt/ir/55abe99803/reports> (žiūrėta: 2020 m. gegužės 3 d.).
4. AB „Žemaitijos pienas“ finansinės ataskaitos. Prieiga per internetą: <https://www.zpienas.lt/lt/finansines-ataskaitos> (žiūrėta: 2020 m. gegužės 3 d.).
5. Agricultural outlook (EOCD) 2018 – 2030. *European Commission: ec.europa.eu*. Prieiga per internetą: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/food-farming-fisheries/farming/documents/medium-term-outlook-2018-report_en.pdf (žiūrėta: 2020 m. gegužės 3 d.).
6. Bačkytė, A. (2010). *Įmonės vertės maksimizavimas vertės veiksmių kontekste*. Kaunas: Akademija, p. 194–200.
7. Brukštaitienė, D. (1998) *Verslo vertinimo sistemos vystymas Lietuvoje*. *Ekonomika ir vadyba*. p. 30–43.
8. Burkšaitienė, D. (2001). *Verslo vertės nustatymo principų plėtotė. Inžinerinė ekonomika*. Kaunas: Technologija, Nr. 3 (23). p. 20–28.
9. BVP 2020 m. *Lietuvos Respublikos finansų ministerija: finmin.lt*. Prieiga per internetą: www.finmin.lt (žiūrėta: 2020 m. balandžio 20 d.).
10. Chistauskas Č., Kazlauskienė V. (2008). Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers. *Engineering economics No 2* (57).
11. Chmieliauskaitė M. (2006). *Ekonominės pridėtinės vertės modelis ir jo nauda SVV*. Kolpingo kolegijos konferencijos medžiaga. Prieiga per internetą: http://www.elibrary.lt/resursai/Mokslai/Kolegijos/Kolpingo_kolegija/konferencija2006/04.pdf (žiūrėta 2020 m. sausio 25 d.).
12. Consumer Market Outlook. *Statista: statista.com*. Prieiga per internetą: <https://www.statista.com/outlook/40010100/100/milk/worldwide> (žiūrėta: 2020 m. Gegužės 7 d.).
13. Copeland T., Koller T., Murrin, J. (2000). *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. Third Edition. McKinsey & Company, Inc, p. 56–87.

14. Damodaran, A. (2011). *On Valuation security analysis for investment and corporate finance*. Second edition. Wiley & Sons, p. 97–139.
15. Damodaran, A. (2007). *Dark side of valuation: Valuing Old Tech, New Tech and New Economy Companies*. Prentice–Hall, p. 15–48.
16. Damodaran, A. (2002) *Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley and Sons, Inc. ISBN 0–471–41490–5. p. 523–534.
17. Damodaran, A. (2005) Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Foundations and Trends in Finance, Vol. 1, No. 8 (2005)*. p. 693–784.
18. DePamphilis, D. M. (2012) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Sixth edition. Elsevier Inc. p. 235–259.
19. Džikevičius, A. (2005). *Verslo vertinimo sistema*. Finansų ir investicijų valdymas: finansai.tripod.com. Prieiga per internetą: <http://finansai.tripod.com/vvs.htm> (žiūrėta 2020 m. kovo 8 d.).
20. Džikevičius, A., Michnivič, E., Ževžikova, O. (2008) Stochastinis verslo vertinimo modelis. *Verklas: Teorija ir Praktika, 9(3)*. p. 229–237.
21. Faugere, C., Shawky, H. (2000) *A valuation formula for firms in the early stage of their lifecycle*. Socialinių mokslų tyrimų tinko elektroninė biblioteka:papers.ssrn.com. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=525546#PaperDownload (žiūrėta 2020 m. kovo 9 d.).
22. Fernandez, P. (2002) *Valuation methods and shareholder value creation*. Amsterdam: Academic Press. ISBN 0–12–253841–2. p. 289–322.
23. Fernandez, P. (2002). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. 2002 January. University of Navarra. Working paper. WP No 449. Navaros Universiteto IESE verslo mokykla: iese.edu. Prieiga per internetą: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0449-E.pdf> (žiūrėta 2019 m. gruodžio 19 d.).
24. Fernandez, P. (2002). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions*. University of Navarra – IESE Business School. Socialinių mokslų tyrimų tinko elektroninė biblioteka:papers.ssrn.com. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=12696 (žiūrėta 2020 m. kovo 8 d.).
25. Fernandez, P. (2004). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. Madrid: IESE Business School. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=568144 (žiūrėta 2019 m. gruodžio 7 d.).

26. Galinienė, B. (2005) *Turto ir verslo vertinimo sistema*. Vilniaus universiteto leidykla. 252. ISBN 9986–19–663–9. p. 23–69.
27. Galinienė, B. (2005). *Turto ir verslo vertinimo sistema. Formavimas ir plėtros koncepcija*. Vilnius: VU leidykla, 2004. p. 243.
28. Galinienė, B., Juškaitis, D. (2012). Lietuvos turto ir verslo vertinimo sistemos raida: teisinis, metodologinis ir organizacinis aspektai. *Verslo ir teisės aktualijos*. 7(1). p. 67–84.
29. Gordon, A., Holms, B. *Vertinimo požiūriai*. Verslo patarėjai: mkf.com. Prieiga per internetą: <http://www.mkf.com/part3.htm> (žiūrėta 2020 m. kovo 9 d.).
30. Hitchner, J. R. (2003). *Financial valuation, Applications and Models*. John Wiley & Sons, Inc. p. 1203–1245.
31. Hitchner, J. R. (2017). *Financial Valuation : Applications and Models*. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey., p. 109–115; 139–195.
32. International Monetary Fund, Real GDP growth 2020. *International Monetary Fund: imf.org*. Prieiga per internetą: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/EU/EURO/EUQ/LTU (žiūrėta: 2020 m. balandžio 3 d.).
33. Kancerevyčius, G. (2004) *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smaltijos leidykla. 884 p. ISBN 9955–551–40–2. p. 240–266.
34. Kaplan, S. CFA (2008). *Free Cash Flow Valuation*. Prieiga per internetą: <http://jsinclaironline.com/free%20cash%20flow%20valuation.pdf> (žiūrėta 2020 m. kovo 20 d.).
35. Kazlauskienė, V. (2005) *Verslo vertės veiksnių pagrįstas verslo vertinimo modelis: daktaro disertacija* (rankraštis). Kaunas: Kauno technologijos universitetas.
36. Kenneth, R., Ferris, B. S., Pecherot, P. (2002) *Valuation . Avoiding the winner's curse*. Financial times–Prentice Hall ISBN 0–13–034804–x. p. 274–350.
37. Kumar, R. (2016) *Valuation. Theories and Concepts*. Elsevier Inc. p. 145–170; 205–219; 255–260.
38. Larrabee, D.; Voss, J. (2013) *Valuation Techniques : Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options*. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey. p. 105–114.
39. Lietuvos investicijų indeksas 1996 – 2019 m. *INVL Asset Management: invl.com*. Prieiga per internetą: <https://www.invl.com/lit/lt/investavimas/lietuvos-investiciju-indeksas> (žiūrėta: 2020 m. balandžio 27 d.).

40. Lietuvos pieno produktų gamintojų apžvalga. *Investuotojų portalas: traders.lt*. Prieiga per internetą: <https://www.traders.lt/page.php?id=29092> (žiūrėta: 2020 m. balandžio 25 d.).
41. Lietuvos Respublikos Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas 2011.06.22, Nr. XI-1497. Vilnius. *Teisės aktų registras: e-tar.lt*. Prieiga per internetą: <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.D2209F75A97F> (žiūrėta 2020 m. kovo 9 d.).
42. Linholm, A. L., Gibler, K. M. (2006). *Measuring the added value of corporate real estate management*. Pacific Rim Real Estate Society Meeting. New Zeland. 2006. Prieiga per internetą: http://www.prrs.net/Papers/Lindholm_Measuring%20Added_Value_Corporate_RE_Management.pdf (žiūrėta 2020 m. sausio 25 d.).
43. Metodinis vadovas. Verslo pardavimas ir įsigijimas. *Europos verslo informacijos centras: eic-Vilnius.lt*. Prieiga per internetą: <http://www.eic-vilnius.lt/home/eic/lt/FilesForDownload/files/metodinis%20vadovas.pdf> (žiūrėta 2019 m. gruodžio 20 d.).
44. Nekrošius, A., Vaškelaitis, V. (2001) *Diskontuotų pinigų srautų metodai akcijų vertės nustatymo procese*. Ekonomika ir vadyba 2001. ISBN 9986-13-924-4. p. 73-97.
45. Norvaišienė, R. (2003) *Įmonės vertės nustatymo probleminiai aspektai*. Ekonomika ir vadyba. 3 knyga. ISBN 9955-09-389-7. p. 38.
46. OECD-FAO Agricultural Outlook 2018-2027. *Organisation for Economic Co-operation and Development: oecd.org*. Prieiga per internetą: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=84955> (žiūrėta: 2020 m. balandžio 3 d.)
47. Pieno perdirbimo sektoriaus Lietuvoje apžvalga 2018 m. *Apie Investavimą Paprastai: aipt.lt*. Prieiga per internetą: <https://www.aipt.lt/pieno-perdirbimo-sektoriaus-lietuvoje-2018-m-apzvalga/> (žiūrėta: 2020 m. balandžio 25 d.).
48. Pieno sektoriaus apžvalga Lietuvoje 2018 m. *Strategija. Efektyvumas. Vertė.: ekt.lt*. Prieiga per internetą: https://www.ekt.lt/wp-content/uploads/2019/01/Pieno-tyrimas_19.01.pdf (žiūrėta: 2020 m. balandžio 20 d.).
49. Pieno sektorius. *Lietuvos pienininkų asociacija „Pieno centras“: pieno-centras.lt*. Prieiga per internetą: <http://pieno-centras.lt/pieno-sektorius/pieno-sektorius-ps> (žiūrėta: 2020 m. balandžio 25 d.).
50. Pignataro, P. (2013) *Financial Modeling and Valuation : A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey. p. 291-310

51. Pinto, J. E.; Henry, E.; Robinson, T. R.; Stowe, J. D.; Paul, F.; Miller, Jr. CFA, (2015). *Equity Asset Valuation*. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey. p. 231–263.
52. Povilaukas, T. (2020). *Lietuvos ekonomikos apžvalga Nr. 71*. Prieiga per internetą: https://www.seb.lt/sites/default/files/web/document/lietuvos_makroekonomikos_apzvalga/lt_ekonomikos_apzvalga_nr_71_final.pdf (žiūrėta: 2020 m. gegužės 3 d.).
53. Pratt, P. S.; Grabowski, R. J. (2014). *Cost of Capital*. John Wiley & Sons, Inc. p. 522–559.
54. Pratt, S.P.; Niculita, A.V. (2008). *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. Fifth Edition. USA, The McGraw–Hill Companies. p. 503–570.
55. Rūškys, G. (2001). Kam reikalingas firmos vertės nustatymas? *Verslo banga: verslas.banga.lt*. Prieiga per internetą: <http://verslas.banga.lt/t/patark.full/3c22dbbfbd260?vbanga2žc611178d7f4ba55c0d707928f0319e> (žiūrėta 2019 m. gruodžio 7 d.).
56. Stanzl, W. (2001) *Corporate Finance II*. Yale school of management. Yale vadybos mokykla: yale.edu Prieiga per internetą: <http://som.yale.edu/~ws69/teaching/mgt541/sessionII.pdf> (žiūrėta 2020 m. kovo 9 d.).
57. Stundžienė, A. (2006). *Įmonių vertinimas klasifikavimo metodais: daktaro disertacija* (rankraštis). Kaunas: Kauno technologijos universitetas.
58. Tomaševič V. (2011). *Diskontuotų pinigų srautų metodų taikymo ypatumai investicinių projektų ir verslo vertinimo kontekste. – Ekonomikos ir turto vertės pokyčiai: tendencijos ir valdymo priemonės*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, p. 150–170.
59. Wilbur, M. Y. (2002) *A basic guide for valuing a company*. New York: John Wiley and Sons, Inc. ISBN 0–471–15047–9. p. 92–124.
60. Žaptorius J. (2006). Įmonės vertė: vertinimo koncepcija ir finansavimo politikos įtaka. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos, nr. 1 (6)*, p. 190–197.
61. Žaptorius, J.; Garbanovas, G. (2007). *Verslo vertės kintamųjų rizikingumas ir tarpusavio įtaka*. Verslas: teorija ir praktika.
62. 200–asis TVS. Verslo subjektai ir teisės į verslą. Tarptautiniai vertinimo standartai. *International Valuation Standards Council*. (2011). Prieiga per internetą: http://aivaweb.com/content/page.php?namežaiwaweb.com&user_idž3496&protectidž2666273641792779671&previewžpreview&pg_kodasz.000008308.000008774 (žiūrėta: 2019 m. guodžio 19 d.).

THE ANALYSIS OF BUSINESS EVALUATION METHODS SUITABILITY FOR AB PIENO ŽVAIGŽDĖS

Justina PATAŠIŪTĖ

Paper for the Master's degree

Business Economics Master's Program

Vilnius University, Faculty of Economics and Business administration, Management Department

Supervisor – prof. Dr. A. Paškevičius

Vilnius, 2020

SUMMARY

78 pages, 23 charts, 17 pictures, 62 references.

The *main purpose* of this master thesis analyze and evaluate business evaluation approaches, their advantages, disadvantages, as well as apply opportunities. Based on the theoretical analysis, to calculate the business value of Pieno Žvaigždės AB, to evaluate the profit and market approach method, to determine the evaluation of companies with COVID - 19 virus.

The work consist of three main parts: analysis of literature, methodology, research and its results and conclusion. The first part discusses the definitions, cases and goals related to business valuation provided by various Lithuanian and foreign authors. It also talks about the principles, approaches and methods of business evaluation. The evaluation process is discussed, business value factors and their influence on business value determination are analyzed. The second part presents the research plan prepared by the author, and introduces the company's valuation book value, relative coefficients, and discounted cash flow methodology. In the third part, a reasonable evaluation of Pieno Žvaigždės AB is performed after applying the research plan discussed earlier. The conclusion summarizes the main concepts of literature analysis and performed research.

In order to investigate the possible impact of the pandemic, the new value of the company was calculated. After estimating the damage of COVID - 19 virus using DCF method, the estimated value of the company is 62,298 thousand. Eur., The value of one share is 1.38 Eur. Compared to the value determined before the coronavirus pandemic, the value of the company decreased by 23%, so it can be said that the pandemic caused by the virus will strongly determine the company's future results and value.

PRIEDAI

1 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ balansas

(tūkst. Eur.)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Prognozės				
							2020	2021	2022	2023	2024
Materialus ir kitas turtas	55857	50825	48682	44940	42234	47342	48762	50225	51732	53284	54882
Finansinis turtas	111	370	304	1099	1852	1571	1618	1667	1717	1768	1821
Iš viso ilgalaikio turto	55968	51195	48986	46039	44086	48913	50380	51892	53449	55052	56704
Atsargos	16827	14298	12633	16078	13423	11388	11957	12555	13183	13842	14534
Gautinos sumos	16168	12609	13682	12463	11166	9986	10485	11010	11560	12138	12745
Grynieji pinigai	716	551	841	256	4795	3599	3779	3968	4166	4375	4593
Kitas trumpalaikis turtas	358	0	845	440	0	0	0	0	0	0	0
Iš viso trumpalaikio turto	34069	27458	28001	29237	29384	24973	26222	27533	28909	30355	31873
Iš viso turto	90037	78653	76987	75276	73470	73886	76602	79425	82358	85407	88576
Akcinis kapitalas ir rezervai	27554	27743	25918	23180	23180	22550	22550	22550	22550	22550	22550
Sukauptas pelnas	12232	4437	5696	752	2950	6272	8188	6529	4756	2863	844
Iš viso akcininkų nuosavybės	39786	32180	31614	23932	26130	28822	30738	29079	27306	25413	23394
Finansiniai įsipareigojimai	20192	28040	23997	1641	15,512	22,731	24522	26403	28378	30452	32629
Kiti įsipareigojimai	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	20192	28040	23997	1641	15512	22731	24522	26403	28378	30452	32629
Finansiniai įsipareigojimai	15993	4787	6343	32692	13217	5144	6935	8816	10791	12865	15042
Mokėtinos sumos	14066	13578	15033	17011	18611	17189	14407	15127	15883	16677	17511
Kiti įsipareigojimai	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	30059	18365	21376	49703	31828	22333	21342	23943	26674	29542	32553
Iš viso nuosavybės ir įsipareigojimų	90037	78585	76987	75276	73470	73886	76602	79425	82358	85407	88576

2 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ pelno (nuostolių) ataskaita

(tūkst. Eur.)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
							<i>5 proc.</i>	<i>5 proc.</i>	<i>5 proc.</i>	<i>5 proc.</i>	<i>5 proc.</i>
Pardavimo pajamos	239,617	163,790	150,126	167,753	168,662	170,596	179,126	188,082	197,486	207,361	217,729
Pardavimų savikaina	- 202,310	- 130,422	- 118,653	- 140,478	- 138,862	- 137,205	- 144,065	- -151,269	- 158,832	- 166,774	- 175,112
Bendrasis pelnas	37,307	33,368	31,473	27,275	29,800	33,391	35,061	36,814	38,654	40,587	42,616
Veiklos sąnaudos	-31,912	-29,930	-29,335	-30,378	-27,807	-29,383	-30,852	-32,395	-34,014	-35,715	-37,501
Kita veiklos pajamos	1,217	617	587	436	620	625	656	689	724	760	798
EBIDTA	12,972	11,025	9,169	3,851	8,176	9,637	9,994	10,365	10,750	11,151	11,568
Nusidėvėjimas ir amortizacija	8,794	8,204	7,618	7,390	6,803	6,254	6,442	6,635	6,834	7,039	7,250
EBIT	4,178	2,821	1,551	-3,539	1,373	3,383	3,552	3,730	3,916	4,112	4,318
Finansinė veikla	-971	-868	-994	-722	-1,001	-952	-904	-859	-816	-775	-737
EBT (pelnas prieš apmokestinimą)	5,641	3,187	1,731	-3,389	1,492	3,681	3,960	4,249	4,547	4,856	5,176
Pelno mokestis	-662	-525	69	1,661	706	364	382	401	421	442	465
Grynasis pelnas	4,979	2,662	1,800	-1,728	2,198	4,045	4,342	4,650	4,968	5,298	5,641

3 priedas. AB "Pieno žvaigždės" pelno (nuostolių) ataskaitos vertikaloji analizė

	2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.
Pajamos	239617	100	163790	100	150126	100	167753	100	168662	100	170596	100
Pardavimų savikaina	-202310	-	-130422	-	-118653	-	-140478	-	-138862	-	-137205	-
Bendrasis pelnas	37307	15.57	33368	20.37	31473	20.96	27275	16.26	29800	17.67	33391	19.57
Kitos veiklos pajamos	1217	0.51	617	0.38	587	0.39	436	0.26	620	0.37	625	0.37
Kitos veiklos sąnaudos	-250	-0.10	-267	-0.16	-250	-0.17	-140	-0.08	-97	-0.06	-	-
Pardavimų ir platinimo sąnaudos	-19740	-8.24	-17279	10.55	-17422	11.60	-18017	10.74	-16667	-9.88	-29383	-
Administracinės sąnaudos	-11922	-4.98	-12384	-7.56	-11663	-7.77	-12221	-7.29	-11043	-6.55	-	17.22
Gautinų sumų ir sutarčių turto vertės (sumažėjimas)/sumažėjimo atstatymas	-	-	-	-	-	-	-	-	-120	-0.07	-	-
Veiklos pelnas (nuostoliai)	6612	2.76	4055	2.48	2725	1.82	-2667	-1.59	2493	1.48	4633	2.72
Finansinės veiklos pajamos	174	0.07	20	0.01	34	0.02	196	0.12	91	0.05	185	0.11
Finansinės veiklos sąnaudos	-1145	-0.48	-888	-0.54	-1028	-0.68	-918	-0.55	-1092	-0.65	-1137	-0.67
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos	-971	-0.41	-868	-0.53	-994	-0.66	-722	-0.43	-1001	-0.59	-952	-0.56
Pelnas prieš apmokestinimą	5641	2.35	3187	1.95	1731	1.15	-3389	-2.02	1492	0.88	3681	2.16
Pelno mokesčio sąnaudos	-662	-0.28	-525	-0.32	69	0.05	1661	0.99	706	0.42	364	0.21
Ataskaitinių metų pelnas	4979	2.08	2662	1.63	1800	1.20	-1728	-1.03	2198	1.30	4045	2.37
Ataskaitinių metų bendrosios pajamos iš viso	4979	2.08	2662	1.63	1800	1.20	-1728	-1.03	2198	1.30	4045	2.37

4 priedas. AB "Pieno žvaigždės" pelno (nuostolių) ataskaitos horizontalioji analizė

	2014	2015			2016			2017			2018			2019		
	tūkst. Eur	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.
Pajamos	239617	163790	-75827	-31.65	150126	-89491	-37.35	167753	-71864	-29.99	168662	-70955	-29.61	170596	-69021	-28.80
Pardavimų savikaina	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	202310	130422	71888	-35.53	118653	83657	-41.35	140478	61832	-30.56	138862	63448	-31.36	137205	65105	-32.18
Bendrasis pelnas	37307	33368	-3939	-10.56	31473	-5834	-15.64	27275	-10032	-26.89	29800	-7507	-20.12	33391	-3916	-10.50
Kitos veiklos pajamos	1217	617	-600	-49.30	587	-630	-51.77	436	-781	-64.17	620	-597	-49.06	625	-592	-48.64
Kitos veiklos sąnaudos	-250	-267	-17	6.80	-250	0	0.00	-140	110	-44.00	-97	153	-61.20	-	-	-
Pardavimų ir platinimo sąnaudos	-19740	-17279	2461	-12.47	-17422	2318	-11.74	-18017	1723	-8.73	-16667	3073	-15.57	-29383	-9643	48.85
Administracinės sąnaudos	-11922	-12384	-462	3.88	-11663	259	-2.17	-12221	-299	2.51	-11043	879	-7.37	11922	-100.00	
Gautinų sumų ir sutarčių turto vertės (sumažėjimas)/sumažėjimo atstatymas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-120	-	-	-	-	-
Veiklos pelnas (nuostoliai)	6612	4055	-2557	-38.67	2725	-3887	-58.79	-2667	-9279	-140.34	2493	-4119	-62.30	4633	-1979	-29.93
Finansinės veiklos pajamos	174	20	-154	-88.51	34	-140	-80.46	196	22	12.64	91	-83	-47.70	185	11	6.32
Finansinės veiklos sąnaudos	-1145	-888	257	-22.45	-1028	117	-10.22	-918	227	-19.83	-1092	53	-4.63	-1137	8	-0.70
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos	-971	-868	103	-10.61	-994	-23	2.37	-722	249	-25.64	-1001	-30	3.09	-952	19	-1.96
Pelnas prieš apmokestinimą	5641	3187	-2454	-43.50	1731	-3910	-69.31	-3389	-9030	-160.08	1492	-4149	-73.55	3681	-1960	-34.75
Pelno mokesčio sąnaudos	-662	-525	137	-20.69	69	731	110.42	1661	2323	-350.91	706	1368	-206.65	364	1026	-154.98
Ataskaitinių metų pelnas	4979	2662	-2317	-46.54	1800	-3179	-63.85	-1728	-6707	-134.71	2198	-2781	-55.85	4045	-934	-18.76
Ataskaitinių metų bendrosios pajamos iš viso	4979	2662	-2317	-46.54	1800	-3179	-63.85	-1728	-6707	-134.71	2198	-2781	-55.85	4045	-934	-18.76

5 priedas. AB "Pieno žvaigždės" balanso vertikaloji analizė

	2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	proc.
Materialus ir kitas turtas	55857	62.04	50825	64.62	48682	63.23	44940	59.70	42234	57.48	47342	64.07
Finansinis turtas	111	0.12	370	0.47	304	0.39	1099	1.46	1852	2.52	1571	2.13
Iš viso ilgalaikio turto	55968	62.16	51195	65.09	48986	63.63	46039	61.16	44086	60.01	48913	66.20
Atsargos	16827	18.69	14298	18.18	12633	16.41	16078	21.36	13423	18.27	11388	15.41
Gautinos sumos	16168	17.96	12609	16.03	13682	17.77	12463	16.56	11166	15.20	9986	13.52
Grynieji pinigai	716	0.80	551	0.70	841	1.09	256	0.34	4795	6.53	3599	4.87
Kitas trumpalaikis turtas	358	0.40	0	0.00	845	1.10	440	0.58	0	0.00	0	0.00
Iš viso trumpalaikio turto	34069	37.84	27458	34.91	28001	36.37	29237	38.84	29384	39.99	24973	33.80
Iš viso turto	90037	100	78653	100	76987	100	75276	100	73470	100	73886	100
Akcinis kapitalas ir rezervai	27554	30.60	27743	35.30	25918	33.67	23180	30.79	23180	31.55	22550	30.52
Sukauptas pelnas	12232	13.59	4437	5.65	5696	7.40	752	1.00	2950	4.02	6272	8.49
Iš viso akcininkų nuosavybės	39786	44.19	32180	40.95	31614	41.06	23932	31.79	26130	35.57	28822	39.01
Finansiniai įsipareigojimai	20192	22.43	28040	35.68	23997	31.17	1641	2.18	15512	21.11	22731	30.76
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	20192	22.43	28040	35.68	23997	31.17	1641	2.18	15512	21.11	22731	30.76
Finansiniai įsipareigojimai	15993	17.76	4787	6.09	6343	8.24	32692	43.43	13217	17.99	5144	6.96
Mokėtinos sumos	14066	15.62	13578	17.28	15033	19.53	17011	22.60	18611	25.33	17189	23.26
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	30059	33.39	18365	23.37	21376	27.77	49703	66.03	31828	43.32	22333	30.23
Iš viso nuosavybės ir įsipareigojimų	90037	100	78585	100	76987	100	75276	100	73470	100	73886	100

6 priedas. AB "Pieno žvaigždės" balanso horizontalioji analizė

	2014	2015			2016			2017			2018			2019		
	tūkst. Eur	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.	tūkst. Eur	tūkst. Eur	proc.
Materialus ir kitas turtas	55857	50825	-5032	-9.01	48682	-7175	-12.85	44940	10917	-19.54	42234	13623	-24.39	47342	-8515	-15.24
Finansinis turtas	111	370	259	233.33	304	193	173.87	1099	988	890.09	1852	1741	15.68	1571	1460	13.15
Iš viso ilgalaikio turto	55968	51195	-4773	-8.53	48986	-6982	-12.47	46039	-9929	-17.74	44086	11882	-21.23	48913	-7055	-12.61
Atsargos	16827	14298	-2529	-15.03	12633	-4194	-24.92	16078	-749	-4.45	13423	-3404	-20.23	11388	-5439	-32.32
Gautinos sumos	16168	12609	-3559	-22.01	13682	-2486	-15.38	12463	-3705	-22.92	11166	-5002	-30.94	9986	-6182	-38.24
Grynieji pinigai	716	551	-165	-23.04	841	125	17.46	256	-460	-64.25	4795	4079	569.69	3599	2883	402.65
Kitas trumpalaikis turtas	358	0	-358	-100	845	487	136.03	440	82	22.91	0	-358	100.00	0	-358	100.00
Iš viso trumpalaikio turto	34069	27458	-6611	-19.40	28001	-6068	-17.81	29237	-4832	-14.18	29384	-4685	-13.75	24973	-9096	-26.70
Iš viso turto	90037	78653	11384	-12.64	76987	13050	-14.49	75276	14761	-16.39	73470	16567	-18.40	73886	16151	-17.94
Akcinis kapitalas ir rezervai	27554	27743	189	0.69	25918	-1636	-5.94	23180	-4374	-15.87	23180	-4374	-15.87	22550	-5004	-18.16
Sukauptas pelnas	12232	4437	-7795	-63.73	5696	-6536	-53.43	752	11480	-93.85	2950	-9282	-75.88	6272	-5960	-48.72
Iš viso akcininkų nuosavybės	39786	32180	-7606	-19.12	31614	-8172	-20.54	23932	15854	-39.85	26130	13656	-34.32	28822	10964	-27.56
Finansiniai įsipareigojimai	20192	28040	7848	38.87	23997	3805	18.84	1641	18551	-91.87	15512	-4680	-23.18	22731	2539	12.57
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	20192	28040	7848	38.87	23997	3805	18.84	1641	18551	-91.87	15512	-4680	-23.18	22731	2539	12.57
Finansiniai įsipareigojimai	15993	4787	11206	-70.07	6343	-9650	-60.34	32692	16699	104.41	13217	-2776	-17.36	5144	10849	-67.84
Mokėtinos sumos	14066	13578	-488	-3.47	15033	967	6.87	17011	2945	20.94	18611	4545	32.31	17189	3123	22.20
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	30059	18365	11694	-38.90	21376	-8683	-28.89	49703	19644	65.35	31828	1769	5.89	22333	-7726	-25.70
Iš viso nuosavybės ir įsipareigojimų	90037	78585	11452	-12.72	76987	13050	-14.49	75276	14761	-16.39	73470	16567	-18.40	73886	16151	-17.94

7 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ ir jos pagrindinių konkurentų likvidumo, apyvartumo, pelningumo, bei išipareigojimų rodikliai

1 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ ir jos pagrindinių konkurentų bendrojo likvidumo rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės“	1,13	1,50	1,31	0,59	0,92	1,12
AB „Rokiškio sūris“	2,44	2,86	5,21	3,55	2,92	3,18
AB „Žemaitijos pienas“	2,91	2,41	3,82	3,42	2,05	3,12

2 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ ir jos pagrindinių konkurentų skubaus padengimo koef. rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės“	0,57	0,72	0,72	0,26	0,50	0,61
AB „Rokiškio sūris“	1,33	1,27	3,03	2,16	1,44	1,41
AB „Žemaitijos pienas“	1,27	1,16	2,24	1,78	0,95	1,52

3 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ ir jos pagrindinių konkurentų grynojo apyvartinio kapitalo rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės“	4010	9093	6625	-20466	-2444	2640
AB „Rokiškio sūris“	57182	63940	66104	63662	69790	73247
AB „Žemaitijos pienas“	29064	29505	45657	43582	29740	42735

4 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ ir jos pagrindinių konkurentų padengimo grynaisiais pinigais rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės“	0,02	0,03	0,04	0,01	0,15	0,16
AB „Rokiškio sūris“	0,08	0,04	0,15	0,63	0,07	0,09
AB „Žemaitijos pienas“	0,46	0,49	1,05	0,68	0,23	0,49

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

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės“	0,04	0,12	0,09	-0,27	-0,03	0,04
AB „Rokiškio sūris“	0,41	0,41	0,46	0,39	0,41	0,43
AB „Žemaitijos pienas“	0,42	0,37	0,48	0,44	0,26	0,34

6 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ ir jos pagrindinių konkurentų atsargų apyvartumo rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės“	14,31	11,50	11,93	10,46	12,61	15,04
AB „Rokiškio sūris“	5,66	3,60	6,62	7,03	3,78	3,50
AB „Žemaitijos pienas“	6,46	5,72	5,87	5,84	5,73	5,74

7 lentelė. AB „Pieno žvaigždės“ ir jos pagrindinių konkurentų grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumo rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės“	60,06	18,08	22,75	-8,22	-69,26	64,86
AB „Rokiškio sūris“	4,36	3,07	3,42	3,83	2,92	2,84
AB „Žemaitijos pienas“	5,55	5,05	3,28	3,95	5,98	4,34

8 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų ilgalaikio turto apyvartumo rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	4,30	3,21	3,08	3,65	3,84	3,50
AB „Rokiškio sūris”	5,70	3,49	3,73	3,29	3,18	3,34
AB „Žemaitijos pienas”	6,24	5,00	4,50	4,47	3,14	2,98

9 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų turto apyvartumo rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	2,67	2,09	1,96	2,23	2,30	2,32
AB „Rokiškio sūris”	1,77	1,27	1,59	1,50	1,20	1,22
AB „Žemaitijos pienas”	2,33	1,86	1,57	1,72	1,55	1,48

10 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų debitorinio įsiskolinimo apyvartumo rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	14,90	13,04	11,02	13,50	15,16	17,15
AB „Rokiškio sūris”	7,10	5,86	5,68	7,51	6,12	5,49
AB „Žemaitijos pienas”	15,58	11,81	8,93	10,06	10,14	10,12

11 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų kreditorinio įsiskolinimo trukmės rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	21,43	30,26	36,55	37,01	40,28	36,78
AB „Rokiškio sūris”	33,89	33,66	21,26	33,64	38,31	29,60
AB „Žemaitijos pienas”	26,16	30,76	22,00	21,18	25,33	22,36

12 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų grynojo pelningumo rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	0,02	0,02	0,01	-0,01	0,01	0,02
AB „Rokiškio sūris”	0,00	0,02	0,05	0,03	0,01	0,02
AB „Žemaitijos pienas”	0,02	0,04	0,12	0,03	0,06	0,06

13 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų bendrojo pelningumo rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	0,15	0,20	0,21	0,16	0,18	0,20
AB „Rokiškio sūris”	0,08	0,12	0,15	0,12	0,10	0,10
AB „Žemaitijos pienas”	0,17	0,25	0,26	0,21	0,20	0,22

14 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų akcinio kapitalo pelningumo (ROE) rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	0,18	0,10	0,07	-0,07	0,09	0,18
AB „Rokiškio sūris”	0,00	0,03	0,09	0,06	0,01	0,03
AB „Žemaitijos pienas”	0,07	0,11	0,25	0,09	0,12	0,14

15 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų investicijų pelningumo (ROI) rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	0,06	0,03	0,02	-0,02	0,03	0,05
AB „Rokiškio sūris”	0,00	0,03	0,07	0,05	0,01	0,02
AB „Žemaitijos pienas”	0,05	0,08	0,20	0,07	0,09	0,10

16 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų skolos koef. rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	0,56	0,59	0,59	0,68	0,64	0,61
AB „Rokiškio sūris”	0,30	0,25	0,14	0,18	0,24	0,22
AB „Žemaitijos pienas”	0,25	0,28	0,19	0,23	0,29	0,31

17 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų skolos - nuosavybės koef. rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	1,26	1,44	1,44	2,15	1,81	1,56
AB „Rokiškio sūris”	0,43	0,34	0,17	0,21	0,31	0,29
AB „Žemaitijos pienas”	0,34	0,39	0,24	0,29	0,42	0,44

18 lentelė. AB „Pieno žvaigždės” ir jos pagrindinių konkurentų finansinių įsipareigojimų rodikliai

Įmonė	2014 m.	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
AB „Pieno žvaigždės”	2,26	2,44	2,44	3,15	2,81	2,56
AB „Rokiškio sūris”	1,43	1,34	1,17	1,21	1,30	1,30
AB „Žemaitijos pienas”	1,34	1,39	1,24	1,29	1,42	1,44

8 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ ir jos pagrindinių konkurentų santykinų koeficientų skaičiavimas

Koeficientas	AB „Pieno žvaigždės“	AB „Žemaitijos pienas“	AB „Rokiškio sūris“
Vienai akcijai tenkantis pelnas	0,09	0,22	0,05
Grynasis pelnas	4045000	10776000	1819000
Akcijos kaina	0,94	1,74	2,52
Akcijų skaičius	45134419	48375000	35867970
Pardavimai	170596000	185550000	203675000
Pardavimai akcijai = pardavimai/akcijų skaičius	3,78	3,84	5,68
Nuosavybė	28822000	86718000	130319000
Kapitalizacija	42426353,86	84172500,00	90387284,40
Ilgalaikiai įsipareigojimai	22731000	18300000	3611000
Trumpalaikiai finansiniai įsipareigojimai	22333000	20165000	36281000
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai	3599000	9901000	2619000
Grynoji skola	41465000	28564000	37273000
EBITDA	10724000	17078000	10865000
P/BV	1,47	0,97	0,69
P/S	0,25	0,45	0,44
EV/EBITDA	7,82	6,60	11,75
P/E	10,49	7,81	49,69
EV	83891353,86	112736500,00	127660284,40

9 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ akcijos kainų standartinio nuokrypio skaičiavimas

Data	PZV1L	Graža, proc.	Nuokrypis	Nuokrypis kvadratu
2019.04.03	0,99			
2019.04.04	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.05	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.08	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.09	1,00	1,01	0,94	0,88
2019.04.10	0,99	-1,00	-1,07	1,14
2019.04.11	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.12	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.15	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.16	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.17	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.18	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.23	0,98	-1,01	-1,08	1,17
2019.04.24	0,98	0,00	-0,07	0,00
2019.04.25	0,99	0,51	0,44	0,19
2019.04.26	0,99	0,00	-0,07	0,00
2019.04.29	0,97	-1,52	-1,59	2,54
2019.04.30	0,97	0,00	-0,07	0,00
...
2020.03.13	0,79	0,00	-0,07	0,00
2020.03.16	0,76	-3,80	-3,87	14,95
2020.03.17	0,75	-1,32	-1,39	1,92
2020.03.18	0,72	-4,00	-4,07	16,56
2020.03.19	0,76	5,56	5,49	30,10
2020.03.20	0,75	-1,32	-1,39	1,92
2020.03.23	0,72	-4,00	-4,07	16,56
2020.03.24	0,73	1,39	1,32	1,74
2020.03.25	0,75	2,05	1,99	3,94
2020.03.26	0,76	1,34	1,27	1,62
2020.03.27	0,74	-1,99	-2,06	4,23
2020.03.30	0,75	1,35	1,28	1,64
2020.03.31	0,81	8,00	7,93	62,89
2020.04.01	0,79	-2,47	-2,54	6,45
2020.04.02	0,77	-2,53	-2,60	6,77
2020.04.03	0,80	3,25	3,18	10,09
Vidurkis:		-0,07	Variacija:	3,29
			Standartinis nuokrypis:	1,81

10 priedas. AB „Pieno žvaigždės“ akcijos kainų standartinio nuokrypio skaičiavimas

Data	OMX Baltic Benchmark GI	Graža, proc.	Nuokrypis	Nuokrypis kvadratu	Nuokrypis x Nuokrypis
2019.04.03	942,39				
2019.04.04	945,97	0,38	0,30	0,09	-0,02
2019.04.05	944,75	-0,13	-0,21	0,04	0,01
2019.04.08	939,76	-0,53	-0,61	0,37	0,04
2019.04.09	942,1	0,25	0,17	0,03	0,16
2019.04.10	944,69	0,27	0,20	0,04	-0,21
2019.04.11	948,27	0,38	0,30	0,09	-0,02
2019.04.12	952,35	0,43	0,35	0,12	-0,02
2019.04.15	956,73	0,46	0,38	0,15	-0,03
2019.04.16	957,63	0,09	0,02	0,00	0,00
2019.04.17	955,71	-0,20	-0,28	0,08	0,02
2019.04.18	954,95	-0,08	-0,16	0,02	0,01
2019.04.23	953,37	-0,17	-0,24	0,06	0,26
2019.04.24	953,8	0,05	-0,03	0,00	0,00
2019.04.25	955,72	0,20	0,12	0,02	0,05
2019.04.26	958,25	0,26	0,19	0,04	-0,01
2019.04.29	957,25	-0,10	-0,18	0,03	0,29
2019.04.30	960,33	0,32	0,24	0,06	-0,02
...
2020.03.13	831,48	0,20	0,12	0,01	-0,01
2020.03.16	752,64	-9,48	-9,56	91,37	140,17
2020.03.17	753,86	0,16	0,09	0,01	-0,01
2020.03.18	753,97	0,01	-0,06	0,00	0,24
2020.03.19	774,81	2,76	2,69	7,22	-3,72
2020.03.20	806,99	4,15	4,08	16,62	-16,59
2020.03.23	777,46	-3,66	-3,74	13,96	-20,50
2020.03.24	791,62	1,82	1,74	3,04	-2,42
2020.03.25	787,09	-0,57	-0,65	0,42	2,64
2020.03.26	787,8	0,09	0,01	0,00	0,02
2020.03.27	786,35	-0,18	-0,26	0,07	-0,52
2020.03.30	771,62	-1,87	-1,95	3,80	-2,48
2020.03.31	777,91	0,82	0,74	0,54	-1,52
2020.04.01	766,1	-1,52	-1,60	2,54	-2,04
2020.04.02	765,37	-0,10	-0,17	0,03	-1,37
2020.04.03	763,54	-0,24	-0,32	0,10	0,80
Vidurkis:		-0,08	Variacija:	0,47	Kovariacija: 0,30
			Standartinis nuokrypis:	0,69	

**11 priedas. 2020.01.05. A. Damodaran paskaičiuotas maisto perdirbimo sektoriaus β
(angl. k.)**

Date updated:	5-Jan-20							<p align="center">Notes</p> <p>if you are looking for a pure-play beta, i.e., a beta for a business, the unlevered beta corrected for cash is your best bet. Since even sector betas can move over time, I have also reported the average of the this sector beta across time in the last column. This number, for obvious reasons, is less likely to be volatile over time.</p>									
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu																
What is this data?	Beta, Unlevered beta and other risk measures US companies																
Home Page:	http://www.damodaran.com																
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html																
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls																
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm																
Do you want to use marginal or effective tax rates in unlevering betas?								Marginal									
If marginal tax rate, enter the marginal tax rate to use								25.00 proc.									
											<i>Unlevered beta corrected for cash - Over time</i>						
Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered beta	Cash /Firm value	Unlevered beta corrected for cash	HiLo Risk	Standard deviation of equity	Standard deviation in operating income (last 10 years)	2015	2016	2017	2018	2019	Average (2015-2020)	
Food Processing	88	0.88	37.38 proc.	6.44 proc.	0.68	1.89 proc.	0.70	0.509 4	31.53 proc.	20.15 proc.	0.82	0.74	0.63	0.56	0.61	0.68	

12 priedas. AB „Pieno žvaigždės” vertės nustatymas

Pinigų srautų prognozė (tūkst. Eur)

Metai	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	3383	3458	3519	3560	3576	3560
Nusidėvėjimas	6254	6442	6635	6834	7039	7250
Investicijos	-4827	-1467	-1511	-1557	-1603	-1652
Mokesčiai EBIT'ai	-364	-382	-401	-421	-442	-465
FCFF	4446	8050	8241	8416	8569	8694
<i>Įmonės vertės apskaičiavimas (tūkst. Eur)</i>						
WACC	9,5					
Diskontuoti pinigų srautai	-	7352	6873	6410	5960	5523
DCF suma už 2020-2024 metus	32118					
Amžinojo augimo norma	1,5 proc.					
Grynoji finansinė skola	22540					
Tęstinoji vertė	72274					
Įmonės vertė	81854					
<i>Akcijos vertės apskaičiavimas (tūkst. Eur)</i>						
Akcijų skaičius	45134419					
Vienos akcijos vertė	1,81					

13 priedas. AB „Pieno žvaigždės” prognostinės finansinės ataskaitos įvertinus COVID – 19 viruso įtaką

	Prognozės				
	2020	2021	2022	2023	2024
Materialus ir kitas turtas	45922	47299	48718	50180	51685
Finansinis turtas	1524	1570	1617	1665	1715
Iš viso ilgalaikio turto	47446	48869	50335	51845	53400
Atsargos	10819	11143	11477	11822	12176
Gautinos sumos	9487	9771	10064	10366	10677
Grynieji pinigai	3419	3522	3627	3736	3848
Kitas trumpalaikis turtas	0	0	0	0	0
Iš viso trumpalaikio turto	23724	24436	25169	25924	26702
Iš viso turto	71170	73305	75504	77769	80102
Akcinis kapitalas ir rezervai	22550	22550	22550	22550	22550
Sukauptas pelnas	6209	6271	6334	6397	6461
Iš viso akcininkų nuosavybės	28759	28821	28884	28947	29011
Finansiniai įsipareigojimai	22504	24378	26313	28312	30376
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	22504	24378	26313	28312	30376
Finansiniai įsipareigojimai	5093	5143	5195	5247	5299
Mokėtinos sumos	14814	14963	15112	15263	15416
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	19907	20106	20307	20510	20715
Iš viso nuosavybės ir įsipareigojimų	71170	73305	75504	77769	80102

	2020	2021	2022	2023	2024
	-9%	6%	3%	3%	3%
Pardavimo pajamos	156505	166490	171634	176938	182405
Pardavimų savikaina	-131464	-136522	-140740	-145089	-149572
Bendrasis pelnas	25,041	29,968	30,894	31,849	32,833
Veiklos sąnaudos	-26,739	-28,343	-29,193	-30,069	-30,971
Kita veiklos pajamos	569	603	621	640	659
EBIDTA	3,425	7,055	7,294	7,540	7,795
Nusidėvėjimas ir amortizacija	5,691	6,033	6,214	6,400	6,592
EBIT	-2,267	1,022	1,080	1,140	1,203
Finansinė veikla	-866	-918	-891	-864	-838
EBT (pelnas prieš apmokestinimą)	-1,995	1,310	1,431	1,555	1,683
Pelno mokestis	331	348	358	369	380
Grynasis pelnas	-1,664	1,658	1,789	1,924	2,063

14 priedas. AB „Pieno žvaigždės” vertės nustatymas įvertinus COVID – 19 viruso įtaką

<i>Pinigų srautų prognozė (tūkst. Eur)</i>						
Metai	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	3383	-2267	1022	1080	1140	1203
Nusidėvėjimas	6254	5691	6033	6214	6400	6592
Investicijos	-4827	-1467	-1511	-1557	-1603	-1652
Mokesčiai EBIT'ai	-364	-382	-401	-421	-442	-465
FCFF	4446	1575	5143	5316	5494	5679
<i>Įmonės vertės apskaičiavimas (tūkst. Eur)</i>						
WACC	9,5					
Diskontuoti pinigų srautai	-	1515	4762	4737	4711	4686
DCF suma už 2020-2024 metus	17206					
Amžinojo augimo norma	1,5%					
Tęstinoji vertė	45094					
Įmonės vertė	62299					
<i>Akcijos vertės apskaičiavimas (EUR)</i>						
Akcijų skaičius	45134419					
Vienos akcijos vertė	1,38					