



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

**VERSLO EKONOMIKA**

**Aidas Jonika**

**MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS**

<b>APB „APRANGA“ ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMAS NAUDOJANT ĮVAIRIUS VERTINIMO BŪDUS</b>	<b>DETERMINATION OF THE COMPANY APB „APRANGA“ VALUE USING DIFFERENT VALUATION METHODS</b>
--	---

**Magistrantas** \_\_\_\_\_

(parašas)

**Darbo vadovas:** \_\_\_\_\_

(parašas)

Doc. Dr. A. Laurinavičius

**Darbo įteikimo data:**

**Registracijos Nr.**

Vilnius, 2020

Vilniaus universitetas  
Ekonomikos ir verslo administravimo  
fakultetas

Verslo ekonomikos studijų programos baigiamasis magistro darbas

Pavadinimas **APB „Apranga“ įmonės vertės nustatymas naudojant įvairius vertinimo metodus**

Autorius **Aidas Jonika**

Vadovas **doc. dr. A.Laurinavičius**

Kalba: lietuvių

### **Santrauka**

Šiame darbe yra aptariami fundamentalūs verslo vertinimo aspektai, remiantis tinkama praktika nustatoma tikroji įmonės vertė. Darbe klasifikuojami įvairūs verslo vertinimo metodai, kurie yra populiariausi ir labiausiai paplitę šiandieninėje literatūroje ir praktikoje. Pirmoje darbo dalyje, remiantis moksline literatūra yra aprašomi pagrindiniai verslo vertinimo metodai, jų trūkumai bei privalumai, pateikti esminiai skaičiavimo principai. APB „Apranga“ įmonės vertės nustatymui pasirinkti keturi metodai: diskontuotų pinigų srautų, kapitalizuoto pinigų srauto, perteklinio pelno bei palyginamosios vertės. Antra darbo dalis susideda iš APB „Apranga“ finansinės bei santykinių rodiklių analizės. Santykiniai rodikliai yra palyginami su to paties sektoriaus įmonėmis. Trečioje darbo dalyje nustatoma APB „Apranga“ įmonės vertė remiantis keturiais skirtingais metodais: diskontuotų pinigų srautų, kapitalizuoto pinigų srauto, perteklinio pelno ir palyginamosios vertės. Gauti rezultatai apibendrinami ir pateikiamos išvados.

Darbo apimtis – p. 66 teksto be priedų, 9 paveikslai., 22 lentelės., 39 literatūros šaltinių. Darbo priedai pridedami atskirai.

**Raktiniai žodžiai:** įmonės vertė, diskontuoti pinigų srautai, diskontuoto pinigų srauto metodas, laisvieji pinigų srautai, diskonto norma, tęstinė vertė, vidutinė svertinė kapitalo kaina, kapitalizuoto pinigų srauto metodas, perteklinio pelno metodas, palyginamosios vertės metodas.

Vilnius University  
Faculty of economics and business  
administration

Business economics study program master thesis

Title **Determination of the company APB „Apranga“ value using different valuation methods**

Author **Aidas Jonika**

Academic supervisor **doc. dr. A.Laurinavičius**

Language: English

#### **Annotation**

This thesis discusses the fundamental aspects of business valuation. Based on analysts insights and good practice, the true value of a company is determined. Thesis classifies various business valuation methods that are most common in today's scientific literature and practice. In the first part of the work, based on the scientific literature, the main business valuation methods, their advantages and disadvantages are described, and the essential principles of calculation are presented. Four methods were chosen to determine the fair value of APB „Apranga“: discounted cash flow, capitalized cash flow, excess earnings and relative valuation. The second part consists of the financial analysis of financial and relative indicators of APB „Apranga“. The obtained results are compared with companies in the same sector. In the third part, based on methods outlined above, the fair value of APB „Apranga“ is determined. The obtained results are summarized and conclusions are presented.

Thesis consists of: 66 pages without appendixes, 9 illustrations., 22 tables., 39 literature sources. Appendixes included.

**Key words:** company value, discounted cash flow, free cash flow to the company, discount rate, terminal value, wheighted average cost of capital, capitalized cash flow method, excess earnings method, relative value method.

## TURINYS

<b>ĮVADAS</b> .....	<b>7</b>
<b>1. VERSLO VERTĖS NUSTATYMO SISTEMA</b> .....	<b>9</b>
1.1 Verslo vertės samprata ir vertinimo tikslai .....	9
1.2 Pagrindiniai turto ir verslo vertinimo metodai .....	12
1.2.1 Plačiausiai taikomi vertės nustatymo metodai .....	13
1.2.2 Kiti vertinimo metodai .....	15
1.3 Diskontuotų pinigų srautų metodas.....	18
1.3.1 Metodo esmė, privalumai (trūkumai) bei taikymo galimybės .....	18
1.3.2 Pagrindiniai diskontuotų pinigų srautų komponentai .....	21
1.4 Kapitalizuoto pinigų srauto metodas.....	28
1.5 Perteklinio pelno metodas .....	29
1.6 Tinkamo verslo vertės nustatymo metodo pasirinkimas .....	31
1.7 Verslo vertę lemiantys veiksniai .....	32
<b>2. APB „APRANGA“ FINANSINĖS VEIKLOS ANALIZĖ</b> .....	<b>35</b>
2.1 APB „Apranga“ veiklos apžvalga .....	35
2.2 APB „Apranga“ finansinė analizė.....	38
<b>3. APB „Apranga“ VERTĖS NUSTATYMAS</b> .....	<b>46</b>
3.1 Vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu .....	46
3.2 APB „Apranga“ vertės nustatymas taikant kapitalizuoto pinigų srauto metodą .....	58
3.3 APB „Apranga“ vertės nustatymas taikant perteklinio pelno metodą .....	58
3.4 APB „Apranga“ vertės nustatymas palyginamosios vertės metodu.....	61
<b>IŠVADOS</b> .....	<b>62</b>
<b>LITERATŪROS SĄRAŠAS</b> .....	<b>64</b>
<b>PRIEDAI</b> .....	<b>67</b>

## LENTELIŲ SĄRAŠAS

- 1 lentelė. Verslo vertinimo tikslai
- 2 lentelė. Kiti vertinimo metodai
- 3 lentelė. Beta rodiklių reikšmės
- 4 lentelė. Kapitalizacijos normos rodiklio reikšmės pagal turto klasę ir gyvavimo laikotarpį
- 5 lentelė. Vertinimo metodo naudojimas, atsižvelgiant į vertinimo tikslą
- 6 lentelė. APB „Apranga“ įmonių struktūra
- 7 lentelė. APB „Apranga“ įmonės akcininkų sąrašas
- 8 lentelė. APB „Apranga“ pardavimo pajamų, savikainos prognozės 2020-2024 metais
- 9 lentelė. APB „Apranga“ prognozuojamos veiklos sąnaudos ir EBITDA 2020-2024 metais
- 10 lentelė. APB „Apranga“ ilgalaikio turto ir kapitalo sąnaudų prognozės 2020-2024 metais
- 11 lentelė. APB „Apranga“ nusidėvėjimo ir EBIT prognozės 2020-2024 metais
- 12 lentelė. APB „Apranga“ apyvartinio kapitalo pokyčio prognozės 2020-2024 metais
- 13 lentelė. APB „Apranga“ prognozuojami laisvieji pinigų sautai 2020-2024 metais
- 14 lentelė. APB „Apranga“ svertiniai kapitalo kaštai
- 15 lentelė. APB „Apranga“ laisvieji ir diskontuoti pinigų srautai 2020-2024 metais
- 16 lentelė. APB „Apranga“ vertės apskaičiavimas DCF metodu
- 17 lentelė. APB „Apranga“ WACC ir pastovaus augimo koeficientai
- 18 lentelė. APB „Apranga“ vertės skirtingais vertinimo metodais
- 19 lentelė. APB „Apranga“ jautrumo analizė koreguojant diskonto normą
- 20 lentelė. APB „Apranga“ jautrumo analizė koreguojant pastovaus augimo tempą
- 21 lentelė. APB „Apranga“ EV/EBITDA ir EV/Pajamos multiplikatorių reikšmės
- 22 lentelė. APB „Apranga“ vertės nustatymas EV/EBITDA ir EV/Pajamos būdais

## **PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS**

- 1 pav. Teorinis DCF metodo verslo vertinimo modelis
- 2 pav. Veiksniai lemiantys laisvus pinigų srautus
- 3 pav. Įmonės pinigų srautų prognozavimo etapai
- 4 pav. APB „Apranga“ įmonės valdymo struktūra
- 5 pav. APB „Apranga“ ilgalaikio ir trumpalaikio turto pokyčiai 2015-2019 metais
- 6 pav. APB „Apranga“ išsipareigojimų ir nuosavo kapitalo pokyčiai 2015-2019 metais
- 7 pav. Lietuvos BVP kitimo tendencijos 2012-2019 metais, bei prognozės 2020-2024 metais
- 8 pav. APB „Apranga“ akcijos kaina 2020.11.19
- 9 pav. APB „Apranga“ akcijų kainos pokytis 2015-2019 metais

## ĮVADAS

**Temos aktualumas.** Verslas prasideda nuo vertės kūrimo. Kiekvienos įmonės tikslas yra efektyviai kurti vertę, kuri generuotų pakankamą pelną po sąnaudų. Šiuolaikiniame verslo pasaulyje terminai „vertė“ ir „vertinimas“ yra labai svarbūs. Žinios apie tai, kiek verta yra įmonė yra svarbios tiek įmonės savininkams, tiek ir akcininkams deraybose dėl įmonės įsigijimo ar pardavimo. Verslo vertinimui reikalingos išsamios žinios bei didelė patirtis apie įvairius veiknius. Tai susideda iš supratimo apie vertinimo tikslus, įtaką vertei darančių veiksnių, žinios apie konkretčius verslo sektorius, bendras supratimas apie rinkos ekonomiką, taip pat, gebėjimas pasirinkti tinkamą vertinimo metodą bei jo taikymą.

Verslą reikia vertinti dėl daugelio priežasčių, tokių kaip jų pirkimas ir pardavimas, įtraukimo į apyvartą gavimas, paveldimo turto mokesčio ir kapitalo prieaugio mokesčio apskaičiavimas. Verslo vertinimo tikslas nustato tinkamą metodą ir metodiką, kuri turi būti taikoma. Paprastai vertinimo sunkumai yra taikomi tik nekotiruojamoms bendrovėms, nes biržoje kotiruojamos bendrovės turi kotiruojamą akcijų kainą. Tačiau net biržoje kotiruojamos įmonės gali pateikti vertinimo sunkumų, pavyzdžiui, bandydamos nuspėti perėmimo įtaką akcijų kainai. Kai įmonė perkama, ką turi naujieji savininkai, priklauso nuo jų turimos akcijų paketo: daugumos savininkai gali naudotis savo uždarbio dalimi ir, atsižvelgiant į tai, kad jie gali likviduoti, savo grynojo įmonės turto dalį. Mažumos savininkai: turi teisę gauti dividendus, kuriuos dauguma nusprendžia išmokėti, ir dalį grynojo turto, jei dauguma nusprendžia likviduoti įmonę.

Taigi, kadangi mažumos savininkai neturi daug galios ir neturi jokios kontrolės, 20% bendrovės akcijų turėtų būti mažesnė nei 20% visos jos vertės. Ir atvirkščiai, 80% akcijos vertė turėtų viršyti 80% visos įmonės vertės. Daugumos savininkai turėtų būti pasirengę mokėti už kontrolę priemoną. Verslo vertinimas yra dabartinės verslo vertės nustatymo, objektyvių priemonių taikymo ir visų verslo aspektų įvertinimo procesas. Labiau išsivysčiusiose šalyse yra taikomi įvairūs verslo vertinimo metodai, kadangi Lietuvos patirtis šioje srityje yra pakankamai nedidelė bei nėra pakankamai daug literatūros, telieka pasinaudoti vakarų šalyse taikomais verslo vertinimo metodais bei taikyti juos Lietuvos įmonėms.

**Tyrimo problematika.** Mokslinėje literatūroje yra aprašyta daug įvairių verslo vertinimo metodų. Vienas iš universaliausių yra laikomas diskontuotų pinigų srautų metodas (toliau - DCF). Šis metodas yra plačiai paplitęs mokslininkų tarpe. Tačiau, reikia pastebėti, jog iki šiol mokslininkai buvo labiau linkę vertinti įmones, kurių akcijomis yra prekiaujama biržose. Didžioji dauguma Lietuvos įmonių akcijomis nėra prekiaujama biržose, todėl kyla problemų taikant šį vertinimo metodą.

**Tyrimo objektas** – APB „Apranga” tikrosios vertės nustatymas pagal skirtingus vertinimo metodus.

**Tyrimo tikslas** – atlikti įmonės tikrosios vertės sampratos, vertinimo tikslų bei metodų analizę, išanalizuoti įmonės tikrosios vertės nustatymo metodiką pritaikant diskontuotų pinigų srautų, kapitalizuoto pinigų srauto, perteklinio pelno bei palyginamosios vertės metodą ir pritaikyti ją įmonei APB „Apranga”.

**Darbo uždaviniai:**

- apibūdinti verslo vertinimo sampratą remiantis moksline literatūra;
- nustatyti pagrindinius veiksnius įtakančius įmonės vertę;
- išanalizuoti vertės vertinimo principus ir vertės nustatymo metodus;
- atlikti APB „Apranga” veiklos finansinę analizę bei atlikti finansinių rodiklių prognozes 2020-2024 metams;
- nustatyti APB „Apranga” įmonės vertę, palyginti su sektoriaus įmonėmis bei akcijos rinkos kaina;

**Darbo struktūra.** Darbas suskirstytas į tris dalis. Pirmoje dalyje apžvelgiami teoriniai problemos aspektai, aprašomos įmonės vertės sampratos, taip pat, analizuojami verslo vertės vertinimo pagrindai, padedantys suprasti vertinimo esmę. Antroje dalyje atlikta APB „Apranga” finansinės veiklos analizė. Trečioje dalyje taikant diskontuotų pinigų srautų, kapitalizuoto pinigų srauto, perteklinio pelno bei palyginamosios vertės metodus, nustatoma APB „Apranga” tikroji įmonės vertė. Atlikti skaičiavimai palyginami su sektoriaus įmonėmis. Darbo pabaigoje yra apibendrinami gauti rezultatai bei pateikiamos išvados.



# 1. VERSLO VERTĖS NUSTATYMO SISTEMA

Ši darbo dalis bus skirta aptarti teorinius vertinimo aspektus, taip pat, padės pasirinkti vertinimo metodus, kad nustatyti tiksliausią bei labiausiai pagrįsta APB „Apranga“ įmonės vertę. Pirmą, bus pateiktas teorinis vertinimo apibrėžimas. Antra, aktualiausi vertinimo metodai bus apibūdinti, analizuojant kiekvieno privalumus bei trūkumus. Po to, tinkamiausi metodai bus atrinkti ir aprašyti išsamiau.

## 1.1 Verslo vertės samprata ir vertinimo tikslai

Svarbiausias finansų valdymo tikslas yra didinti savininkų turto ir tuo pačiu įmonės vertę. Įgyvendinant šį tikslą, įmonės kuria įvairias strategijas bei įvairius finansų valdymo modelius. Įmonės vertės didinimas yra šiuolaikinės vadybos koncepcija, kuri buvo pradėta nagrinėti XX amžiaus antroje pusėje tokių mokslininkų kaip T.Koller, J.Murrin, R.Schmitdt. Žymiausi Lietuvos mokslininkai analizavę įmonės vertės aspektus A.Dzikevičius, J.Žaptorius, A.Nekrošius, V.Vaškelaitis.

Įmonė – tai ūkinis vienetas, kuris turi vardą ir yra įsteigtas įstatymų nustatyta tvarka. Kaip ir daugumos įmonių, pagrindinis tikslas yra pelno maksimizavimas. Esant įmonės susijungimams, įmonei parduodant yra svarbu teisingai nustatyti įmonės tikrąją vertę. Dėl šios priežasties įmonės vertės nustatymo procesas yra sudėtingas procesas, kuris pirma prasidėjo JAV po Didžiosios depresijos (Esteban, 2012).

Fernandez (2007), Marieta (2009) teigia, jog vertė neturi būti painiojama su kaina. Vertė yra tam tikro laikotarpio naudingumo matas, nustatytas pagal tam tikrą vertinimo metodą, o kaina yra dydis, sutartas tarp pirkėjo ir pardavėjo, parduodant prekę ar paslaugą.

Įmonės vertė – tai „apskaičiuota bendra pinigų suma, nenumatant sumų nusidėvėjimui ir amortizacijai, už kurią galėtų būti iškeistas verslas vertinimo dieną, sudarius tiesioginį komercinį sandorį tarp norinčio parduoti pardavėjo ir norinčio pirkti pirkėjo po šio turto tinkamo pateikimo į rinką, jeigu abi sandorio šalys veiktų dalykiškai, be prievartos ir nevaržomos kitų sandorių ir interesų“ (Čepulis ir kt., 2011). Įmonės tirkioji vertė yra pateikiama pagal vertintojo supratimą ir dažniausiai atspindi subjektyvią jo nuomonę.

Damodaran (2012) teigia, jog investuotojai neturi mokėti daugiau už turtą, nei jo vertė. Fernandez (2007) pateikia tokį pavyzdį: stipri ir didelė užsienio įmonė nori pirkti gerai žinomą ir šiuo metu populiarią vietinę įmonę, o ne jos įrangą, turimas technologijas ir pan. Tokiu atveju užsienio pirkėjai gali vertinti tik perkamos įmonės vardą, o ne jos įrangą, turimas technologijas ir

pan. Šis teiginys parodo, jog dažnai įmonės vertė yra sutapatinama su įmonės pardavimo kaina, kurią nulemia parduodamo įmonės vardas bei reputacija rinkoje.

Vertės apibrėžimas priklauso nuo to, koks yra vertinimo tikslas bei vertinamos įmonės tipas. Negalima teikti, jog yra vienas teisingas vertės sąvokos apibrėžimas. Žemiau pateikti įvairių autorių vertės sąvokos apibrėžimai.

Pagal CFA Institute (2008) „vertės nustatymas – tai turto vertės nustatymas, paremtas kintamaisiais, susijusiais su investicijų ateities pelnu, arba lyginimu su panašiu turtu”.

Pagal Damodoran (2002) vertė – „žinojimas, kiek turtas yra vertas ir kas daro įtaką tai vertei – būrinybė protingiems sprendimams priimti: renkantis investicijas portfeliui, sprendžiant tinkamą kainą mokėti arba gauti bendrovių susijungimuose, investicijų, dividendų pasirinkimuose”.

Pagal Kancerevyčių (2009) – „įmonės vertinimas, taip pat jos akcijų – įmonės savininkų nuosavybės vertinimas yra subjektyvus dalykas. Vertinimo rezultatai gali labai skirtis ir priklauso nuo vertinimo tikslo bei pasirinkto vertinimo modelio”.

Pagal Ruškį (2001) – „vertės nustatymas leidžia pagrįsti akcijų vertę”.

Pagal Palepu, Healy ir Bernard (2000) – „vertinimas – procesas, kurio metu prognozės paverčiamos į apytikrį įmonės vertės arba įmonės dalies vertės apskaičiavimą“.

Pagal Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymą, „vertė – prekių (paslaugų) ar kito turto, ar verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą vertinimo metodą“.

Tarptautiniuose apskaitos standartuose, tikrajai vertei apibrėžti vartojamas angliškasis terminas „*fair value*“. Tai yra teisingas ir nešališkas vertės sąvokos apibrėžimas. Remiantis pirmuoju verslo apskaitos standartu (VAS), tikroji vertė – tai yra tokia vertė, už kurią ketinančios pirkti (parduoti) turtą nesusijusios šalys gali apsikeisti turtu ar paslaugomis arba daryti tarpusavio įsipareigojimo užskaitą. Tarptautiniuose vertinimo standartuose (TVS), tikroji vertė apibrėžiama kaip įvertinta kaina, už kurią gali būti apsikeista turtu ar įsipareigojimu tarp dviejų sąmoningai ir laisva valia veikiančių šalių ir atspindi atitinkamas toms šalims priklausančias turto dalis. Wnuczak (2011) tikrosios vertės sąvoką apibūdina kaip pilnos informacijos simetrija tarp susitariančių šalių. Pasak Aleknevičienės (2011) „tikroji vertė – vertė, parodanti kiek vertas konkretus turtas investuotojo nuomone. Ji priklauso nuo laukiamo pinigų srauto ir pageidaujamo pelningumo, t.t. lygi dabartinei vertei”. Kadangi įmonės balansinė vertė parodo tik retrospektyvią informaciją bei vertina atskiras turto rūšis, todėl kiekvienos įmonės tikroji vertė yra priklausoma nuo ateities pinigų srautų ir investuotojų pageidaujamo pelningumo.

Verslo vertinimas yra sudėtingas procesas, reikalaujantis daug žinių iš įvairių mokslo sričių, sprendžiant tiek teorines, tiek praktines problemas susijusias su vertinimu (Maczynska,

2005). Įmonės tikrosios vertės nustatymas yra naudingas visais daugeliu aspektų. Damodaran (2002) teigia, jog egzistuoja du pagrindiniai įmonės vertinimo kraštutiniai požiūriai. Vieni mano, jog vertinimas yra sudėtingas procesas, kiti teigia jog vertinimu galima manipuliuoti. Įmonės vertinimo tikslas yra suteikti savininkams, potencialiems pirkėjams ir kitoms suinteresuotoms šalims apytikslę vertę iš to, ko verta įmonė (Bodie, Kane and Marcus, 2008).

Mokslinėje literatūroje išskiriama daug įmonės vertinimo tikslų. Pagal Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo įstatymą, turtas vertinamas, kai:

- keičiasi jo savininkas, t.y. turtas parduodamas, perduodamas kaip nepiniginis (turtinis) įnašas, mainomas, dovanojamas, paveldimas;
- jis apdraudžiamas;
- jis apmokestinamas ar deklaruojamas;
- jis jungiamas su kitu turtu, padalijamas ar atidalijamas iš bendro turto;
- jis įkeičiamas;
- jis įrašomas į finansinės apskaitos dokumentus;
- jis išjuojamas arba perduodamas kitiems asmenims pasaugos, panaudos pagrindais ar patikėjimo teise;
- jis paimamas įstatymų nustatyta tvarka visuomenės poreikiams;
- jis pripažįstamas bešeimininkiu;
- įmonėms taikomos bankroto procedūros;
- vykdomi teismų sprendimai, nutartys ir nutarimai civilinėse bylose, teismų nuosprendžiai ir nutartys baudžiamosiose bylose dėl turtinių išieškojimų, hipotekos teisėjų nutartys įkeistą turtą parduoti iš varžytinių;
- to pageidauja turto savininkas arba turto vertinimo užsakovas.

Reikia pastebėti, jog įmonės egzistavimui bei ateities perspektyvoms labiausiai yra suinteresuoti jos savininkai ir darbuotojai. Būtent todėl visada yra aktualu žinoti kas labiausiai įtakoja įmonės vertės augimą.

Kancerevyčius (2009) pateikia platesnį ir aiškesnį verslo vertinimo tikslų paskirstymą pagal subjektą. Įmonės vertinimo tikslai apibendrinti 1 lentelėje.

## 1 lentelė

### Verslo vertinimo tikslai

Subjektas	Vertinimo tikslas
Įmonė kaip juridinis asmuo	užtikrinti ekonominę saugumą; parengti įmonės plėtros planus; akcijų emisija; įvertinti valdymo efektyvumą.
Savininkas	rasti turto panaudojimo būdą; restruktūrizacija; pagrįsti įmonės ar jos dalies pardavimo kainą; nustatyti įmonės likvidavimo rezultatus.
Kredito įstaigos	patikrinti skolininko finansinę veiklą; nustatyti paskolos užstato vertę.
Draudimo įstaigos	nustatyti draudimo įmokos dydį; nustatyti draudimo išmokos dydį.
Vertybinių popierių biržos	apskaičiuoti konjunktūros charakteristikas; vertybinių popierių kainų pagrįstumas.
Draudimo įstaigos	nustatyti draudimo įmokos dydį; nustatyti draudimo išmokos dydį.
Vertybinių popierių biržos	apskaičiuoti konjunktūros charakteristikas; vertybinių popierių kainų pagrįstumas.
Investuotojai	pagrįsti investavimą į įmonę; nustatyti įmonės, kurią norima pirkti, vertę.
Valstybės institucijos	paruošti įmonės privatizacijai; nustatyti mokesčių bazę; bankroto procedūros vykdymas ir likvidacija; įvertinimas teisiniu tikslu.

*Šaltinis:* Sudaryta autoriaus, remiantis Kancerevyčius (2009).

Įmonės tikrosios vertės nustatymas – svarbus ir atsakingas procesas, nuo kurio priklauso tolimesnė įmonės veikla, todėl ši veiklos sritis turi būti nuodugniai ištyrinėta. Kadangi atlikti vertinimą pagal tarptautinius standartus yra pakankamai sudėtingą ir nėra daug profesionalių vertintojų, kurie gali tai atlikti, užsienio šalių patirtis yra labai naudinga ir ja reikėtų taikyti.

Apibendrinant galima teigti, jog yra daug priežasčių, dėl kurių yra naudinga nustatyti tikrąją įmonės vertę, todėl norint tinkamai įvertinti, reikia tinkamai atlikti įmonės vertinimą.

### 1.2 Pagrindiniai turto ir verslo vertinimo metodai

Mokslinėje literatūroje pastebima, jog iki šiol vyksta mokslininkų diskusijos, kuris vertinimo metodas yra efektyviausias konkrečiai įmonei. Todėl kiekvienai situacijai turi būti parenkamas skirtingas vertinimo metodas. Dėl skirtingų interesų įmonės savininkas ar potencialus pirkėjas skirtingai suvokia verslo vertę. Įmonės savininko prioritetą yra kuo brangiau parduoti

įmonę, o pirkėjo, įsigyti įmonę už kuo konkurencingesnę kainą. Dažnai pasitaiko, jog taikant skirtingus vertinimo metodus, pasiekiamas skirtingas rezultatas t.y. nustatoma skirtinga įmonės vertė, todėl tinkamas vertinimo metodo pasirinkimas lemia tikslesnę įmonės vertę.

Įmonės vertinimo metodas pasirenkamas atsižvelgiant į keletą svarbių kriterijų, tokių kaip įmonės tipas - uždaroji akcinė bendrovė (UAB) ar akcinė bendrovė (AB), įmonės dydis, šaka, kurioje įmonė egzistuoja bei kiti veiksniai. Esminis skirtumas tarp įmonių tipo yra tas, kad įmonių, kurių akcijomis viešai neprekiuojama, tikslas yra ne galutinio pelno maksimizavimas, o bendra nauda, kurią gauna savininkai (Sinkevičienė, 2007). Priešingai yra įmonėse, kurių akcijos yra kotiruojamos biržoje, nes tokiu atveju, įmonės pelnas turi įtakos akcijų kainoms rinkoje (Damodaran, 2002). Konkretaus vertinimo metodo parinkimas taip pat priklauso nuo informacijos gavimo, nes remiantis netikslią informaciją įmonės vertinimas sąlygoja klaidingą vertinimo rezultatą. Atliekant įmonės vertinimą yra naudojama vidinė ir išorinė informacija. Įmonės vidinę informaciją sudaro:

- finansinės ataskaitos;
- aiškinamieji raštai;
- finansinės prognozės;
- kiti įmonės vidaus dokumentai.
- Įmonės išorinę informaciją sudaro:
  - analogiškų įmonių finansinių rodiklių vertinimas;
  - rinkos ir ūkio šakos tendencijos;
  - vartotojų poreikių analizė;
  - konkurencinė aplinka;
  - bendra makroekonominė perspektyva ir pan.

### **1.2.1 Plačiausiai taikomi vertės nustatymo metodai**

Įvairioje mokslinėje literatūroje autorių (Marieta, 2009), (Kancerevyčius, 2009), (Fernandez, 2008), (Perek, 2012), (Damodaran, 2012) yra aptariami įvairūs vertinimo metodai, nuo paprasčiausių iki labai sudėtingų, kurie retai yra taikomi praktikoje. Reikia pastebėti, jog dauguma vertinimo metodų yra subjektyvus. Vertinimo metodai yra įvairiai klasifikuojami, tačiau dažniausiai aprašomi ir naudojami metodai išskirti Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo įstatyme:

- palyginamosios vertės;
- atkuriamosios vertės;
- naudojimo pajamų vertės.

*Palyginamosios vertės metodas* (angl. Excess Earnings). Pardavimo kainos analogų arba santykinės vertės metodas, kuriam palyginti naudojamos panašios rinkos kainos ar panašų turtą turinčios įmonės. Šio vertinimo pagrindas yra tas, kas vidinės turto vertės neįmanoma įvertinti, nes turto vertė priklauso nuo kainos, už kurią rinka yra pasiruošusi sumokėti už ją. Todėl, palyginamosios vertės metodas taikytinas įmonėms su identišku turtu. (Damodaran, 2006). Damodaran siūlo klasifikuoti į keturias grupes: pajamų kintamieji, balancinės vertės kintamieji, specifinės pramonės šakos kintamieji. Pritaikant šį vertinimo metodą yra būtina surasti keletą panašių įmonių, tačiau kyla klausimas kas yra panaši įmonė? Pasirinkta įmonė vertinimui, yra ne tik ta, kuri veikia tame pačiame sektoriuje, bet ir ta, kuri turi panašius pinigų srautus, riziką bei augimo potencialą (Damodaran, 2006). Damodaran (2012) išskiria tokius palyginamosios vertės būdus:

- rasti analogišką įmonę;
- analizuoti segmentą, kurioje įmonė egzistuoja;
- palyginimas paremtas vertinimu.

Verslo vertei palyginamuoju metodu apskaičiuoti naudojama formulė:

$$\text{Verslo vertė} = \text{multiplikatorius} \times \text{finansinis rodiklis (bazė)}$$

(1 formulė)

*Atkuriamosios vertės (kaštų)* metodas, kurio pagrindas yra skaičiavimai, kiek kainuotų atkurti esamos fizinės būklės ir esamų eksploatacinių bei naudingumo savybių objektus pagal vertinimo metu taikomas darbų technologijas bei kainas.

Šio metodo vertė suskirstyta dviem etapais:

1. nustatomi vertinamo objekto atstatymo kaštai;
2. nustatoma vertinamo objekto nusidėvėjimo vertė.

Atstatymo kaštams naudojami šie būdai:

1. vertinamo objekto atkūrimas;
2. vertinamo objekto pakeitimas kitu objektu.

Atstatomosios vertės metodo taikymui rekomenduotini objektai:

1. įrenginius bei inžinerinės infrastruktūros objektus;
2. gyvenamuosius būstus, namus ir jų priklausinius;
3. gamybinės, ūkinės / komecinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius;
4. specialiosios paskirties turtą (maldos namus, sporto objektus, valdžios institucijų ir reprezentacinius pastatus, elektrines, specialius įrenginius ir k.t);
5. kitą turtą, tais atvejais, kai jo vertės negalima nustatyti anksčiau minėtais vertės nustatymo metodais.

*Naudojimo pajamų vertės* (pajamų kapitalizavimo arba pinigų srautų diskonto) metodas, kai turtas vertinamas ne kaip įvairaus turto visuma, bet kaip objektas, nešantis pelną. Šis metodas taikytinas tais atvejais, kai tikimasi, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai parodys turto vertę rinkoje.

Šiuo metodu rekomenduojama vertinti:

1. gyvenamuosius butus ir namus bei jiems priklausančius objektus;
2. gamybinės, ūkinės / komercinės paskirties pastatus, statinius bei įrenginius;
3. įmones, išskyrus smulkias arba likviduojamas;
4. kitą turta, kaip verslo objektą, nešantį pelną, arba tikintis, jog vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės jo vertę rinkoje.

### **1.2.2 Kiti vertinimo metodai**

Yra daugybė kitų vertinimo metodų be DCF metodo, kurie yra plačiai naudojami praktikoje. Šie metodai dažniausiai yra naudojami tam, kad gautus rezultatus būtų galima palyginti tarpusavyje, ir tokiu būdu labiau pagrįsti skaičiavimus.

Neretai skirtingų ekspertų vertinimai skiriasi ~30 % ir daugiau. Tokį skirtumą įtakoja, vertinimo procese subjektyvus vertintojo požiūris į tam tikrus rodiklius. Žinoma, skirtingi vertinimo metodai taip pat gali lemti skirtingus rezultatus. Dažniausiai parduodant verslą pardavėjo vertintojas kainą bus nustatęs didesnę, negu tą kainą nustatė pirkėjo vertintojas. Taip yra dėlto, kad pardavėjas norės parduoti verslą kuo brangiau o pirkėjas jį įsigyti kuo pigiau. Jei būtų viena teisinga vertė ir ji sutaptų su tikrąja akcijos verte, prekyba akcijomis taptų nebeįmanoma, nes nebeliktų suinteresuotų, tikinčių jos nuvertinimu ar pervertinimu investuotojų. Remiantis išanalizuota finansine literatūra (Kancerevyčius, 2009, Damodaran, 2012; CFA Institute, 2008). Kiti verslo vertės nustatymo metodai pateikti 2 lentelėje.

## 2 lentelė

## Kiti vertinimo metodai

Metodo pavadinimas	Metodo aprašymas	Privalumai	Trūkumai
<b>1. Palyginamosios vertės metodai</b>			
<b>Kainos ir pelno koeficiento</b> ( <i>angl. price earnings multiple</i> )	Tai vienas iš lyginamųjų metodų, kuris skaičiuojamas lyginant vertinamos įmonės ir kitų tame sektoriuje dirbančių įmonių finansiniai rodikliai. Šis metodas remiasi kainos-pelno koeficientu ( <i>angl. price/earnings ratio, P/E ratio</i> ). Labiau taikomas listinguojamoms įmonėms.	Lengvai apskaičiuojamas. Remiasi faktiniais rinkos duomenimis. Informacija yra lengvai prieinama.	Kadangi atsižvelgiama tik į tam tikrus įmonės finansinius rodiklius, susiduriama su tam tikrais netikslumais. Metodas gali būti taikomas tik įmonei, kuri yra listinguojama bei uždirba pelną.
<b>Pardavimų koeficiento</b> ( <i>angl. price to sales multiple</i> )	Pardavimų koeficiento metodas taikomas lyginant įmonės akcijų kainą su įmonės generuojamomis pajamomis tenkančiomis vienai akcijai. Metodas taikomas naudojant metinius pardavimų duomenis bei pramonės šakos multiplikatorių, kurio reikšmė yra nuo 0,25 – 1 ir daugiau.	Šis metodas lengvai suprantamas ir tikslus.	Įmonės pardavimai nenusako visų įmonės būklės aspektų, todėl rodiklis gali būti interpretuojamas įvairiai. Įmonė gali būti nuostolinga, ten jei ir pardavimai yra dideli.
<b>Pelno multiplikatoriaus</b> ( <i>angl. profit multiple</i> )	Verslo vertė nustatoma naudojant pelno prieš mokesčius duomenis ir rinkos multiplikatorių. Rodiklio reikšmė gali siekti nuo 1 iki 5.	Šis metodas yra lengvai suprantamas ir pakankamai tikslus.	Metodo taikymas Lietuvoje yra gana retas.
<b>Spėjimo</b> ( <i>angl. rule of thumb</i> )	Tai greitas ir grubus metodas, remiasi šakos vidurkiais. Šiuo metodu neįmanoma nustatyti tikslios įmonės vertės, metodo pagalba sudaromas tik bendras išpūdis vertinimo procesui pradėti.	Lengvai pritaikomas praktikoje.	Šis metodas skirtas tik pradiniam vertinimui.
<b>2. Turto pagrįsti metodai</b>			
<b>Balansinės vertės</b> ( <i>angl. book value</i> )	Tai vienas iš paprasčiausių vertinimo metodų, nes tai yra įmonės akcininkų nuosavybės vertė balanse (kapitalas ir rezervai). Nuosavybė lygi turto ir įsipareigojimų skirtumui.	Lengvai pritaikomas praktikoje.	Finansiniai duomenys gali būti pateikti neteisingi, turto vertė gali būti pervertinta ir neatspindėti realios vertės.
<b>Likvidacinės vertės</b> ( <i>angl. liquidation value</i> )	Šiuo metodu skaičiuojama ne balansinė turto vertė, o likvidacinė, kuri dažniausiai yra mažesnė už balansinę vertę.	Lengvai pritaikomas praktikoje.	Šis metodas naudojamas tik likvidacinės vertės nustatymui.
<b>3. Naudojimo pajamų vertės metodai</b>			
<b>Diskontuoto (būsimo) pelno</b> ( <i>angl. discounted (future) earnings</i> )	Vienas iš universaliosiausių verslo vertinimo metodų. Įmonės vertė apskaičiuojama diskontuojant būsimą pelną.	Šis metodas yra techniškai pranašesnis už kitus metodus.	Diskonto normos parinkimas, skaičiuojant pinigų srautus neįvertinamas neapibrėžtumas.
<b>Dividendų kapitalizacijos</b> ( <i>angl. dividend capitalization</i> )	Šis metodas paremtas dabartinės dividendų vertės skaičiavimu. Naudojamas tik įmonėms kurios moka dividendus.	Metodas pakankamai tikslus ir lengvai pritaikomas praktikoje.	Dividendų kapitalizacijos modelis taikomas tik dividendus mokančioms įmonėms.

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Kancerevyčius, 2009, Damodaran, 2012, CFA Institute, 2008.



Analitikai naudoja platų vertinimo metodų spektrą, kuris apima tiek paprastus, tiek ir sudėtingesnius. Dauguma metodų yra glaudžiai tarpusavyje susiję bei papildantys vienas kitą. Praktikoje dažniausiai yra taikomas diskontuotų pinigų srautų, diskontuotų dividendų bei ekonominio pelno metodai. Kiti metodai, tokie kaip spėjimo, įsteigimo kaštų, dažniausiai sutinkami tik literatūroje.

Įvairūs praktikai bei mokslininkai yra linkę šiuos metodus grupuoti skirtingai, tačiau grupavimo principai dažniausiai išlieka panašūs. Dažniausiai išskiriami trys verslo vertinimo požiūriai (*ang.* approaches) – palyginamosios vertės, atstatomosios vertės bei naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba diskontuotų pinigų srautų) metodai.

1. *palyginamosios vertės*: kainos ir pelno, kainos ir pardavimų, kainos ir balansinės vertės, kiti metodai, besiriamieji rodikliai;
2. *turtu pagrįstas*: balansinės vertės, pakoreguotos balansinės vertės, pakeitimo (atstatymo) kaštų, 3. likvidacinės vertės;
3. *naudojimo pajamų vertės*: diskontuotų pinigų srautų, pajamų kapitalizacijos, pertelkinio pelno.

Norint nustatyti tikslesnę verslo vertę, verslą reikėtų įvertinti dviem ar trimis metodais, o gautus rezultatus palyginti. Vertinimo proceso pabaigoje reikia gauti 2-3 skaičius, kurie rodo tikėtiną įmonės vertę. Galutinis skaičius nėra nurodomas. Viena kaina negali būti, nes vertinimas susijęs su daugeliu prielaidų ir iš esmės stengiamasi nuspėti įmonės ateitį. Niekas negali tiksliai nustatyti, kokie bus pinigų srautai ateityje. Kartais kiekvienam iš dviejų ar trijų rezultatų suteikiamas svertas pagal tikimybę, ir tada jau galima pateikti vieną labiausiai tikėtiną vertės variantą (Grondskis, 1999).

## 1.3 Diskontuotų pinigų srautų metodas

### 1.3.1 Metodo esmė, privalumai (trūkumai) bei taikymo galimybės

Diskontuotų pinigų srautų metodas (*angl.* Discounted Cash Flow, DCF). Diskontuotų pinigų srautų metodas mokslinėje literatūroje yra pažymimas kaip vienas iš universaliausių ir tiksliausių bei turintis didžiausią teorinį pagrindą metodų įmonės vertei nustatyti. Praktikoje šis metodas paplitęs, nes jo pagalba galima tiksliai ir objektyviai nustatyti įmonės vertę.

Pagal DCF metodą įmonė vertinama pagal būsimųjų pinigų srautų gryjąją vertę (*ang.* Net Present Value, NPV), kuri yra diskontuojama pagal atitinkamą diskonto normą (Brigham, Gapenski, 1997). Nustatant įmonės vertę, naudojami laisvieji pinigų srautai tenkantys įmonei (*angl.* Free Cash Flow to the Firm, FCFF), o vertinant įmonės turtą, naudojami laisvieji pinigų srautai tenkantys turtui (*angl.* Free Cash Flow to Equity, FCFE).

DCF metodas yra pagrįstas ateities perspektyvomis, todėl reikia palyginti daug prognozių apie būsimą įmonės verslo situaciją ir visą ekonomiką. Nedideli pagrindinių prielaidų pokyčiai gali lemti didelius įmonės vertės pokyčius. Todėl yra labai svarbu žinoti, kurios prielaidos yra naudojamos ir kokią įtaką jos daro vertinimo rezultatams.

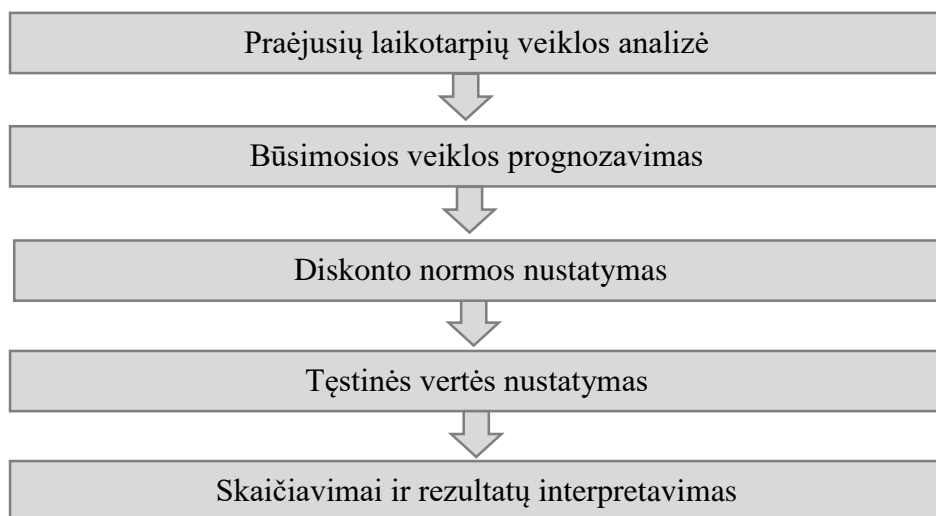
DCF metodo analizė yra „galinga“ priemonė, naudojama ne tik vertinant įmones, bet ir vertinant pradinius viešus siūlymus (*angl.* Initial Public Offering, IPO) ir kitą finansinį turtą. Tai yra tokia galinga finansų priemonė, kad ją plačiai naudoja investicinių bankų specialistai, konsultacinės įmonės ir vadovai visame pasaulyje atliekant įvairias užduotis. Ši priemonė taip pat vadinama „daugumos įmonių kapitalo biudžeto sudarymo sistemų širdimi (Luehrman, 1998).

Metodo esmė yra pagrįsta ateities pinigų srautais ir diskonto norma. Šis metodas labiausiai taikytinas įmonėms su teigiamais pinigų srautais bei pagrįstomis ateities pinigų srautų prognozėmis. Taikant DCF metodą, dabartinė vertė yra nustatoma diskontuojant ateities pinigų srautus nustatyta diskonto norma, kuri atspindi būtiną investuojamo kapitalo grąžą bei riziką, susijusią su vertinamu objektu. Diskontavimas – dabartinio mokėjimų srauto, kuris gali būti gautas ateityje, vertės nustatymo procesas. Diskontavimas yra pagrindinis veiksnys, naudojamas nustatant ateities pinigų srautus. Įmonės įvertinimo DCF metodu procesas apima keletą skirtingų etapų. Pirmajame etape kuriami scenarijai ateities penkerių – dešimties metų ateities laisvųjų pinigų srautų (FCFF) numatymui. Vėliau turi būti nustatyta tinkama diskonto norma, kad diskontuojant visus būsimus ateities pinigų srautus būtų galima apskaičiuoti jų dabartinę vertę.

Kitame etape reikia nustatyti tęstinę įmonės vertę. Tęstinė yra grynoji dabartinė visų būsimų pinigų srautų, sukauptų pasibaigus laikotarpiui, vertė. Žemiau pateikiami diskontuotų pinigų srautų metodo proceso etapai:

1. Praeities rezultatų analizė;

2. Ateities rezultatų prognozė;
3. Laisvųjų pinigų srautų apskaičiavimas;
4. Diskonto normos nustatymas;
5. Verslo vertės apskaičiavimas.



*1 paveikslas.* Teorinis DCF metodo verslo vertinimo modelis.

*Šaltinis.* Sudaryta autoriaus remiantis Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., 2010.

DCF metodo privalumai:

- parodo turto sugebėjimą generuoti pajamas;
- padeda įvertinti išorinės aplinkos riziką;
- įvertina ateities pinigų srautus;
- nepriklauso nuo rinkos lūkesčių svravimo;
- tinka investuojant ilgam laikotarpiui, kai investuotojas gali įtakoti įmonėje vykstančius procesus;
- pasižymi universalumu.

Renkantis verslo vertinimo metodą paprastai atsižvelgiama į galimybę gauti reikalingą informaciją. Remiantis neteisinga ar pasenusia informacija galutinis rezultatas gali būti netikslus. Kuo ilgesnis pinigų srautų prognozavimo laikotarpis, tuo vertinimo procesas yra sudėtingesnis.

Taikant DCF metodą, įmonė laikoma kaip būsimų pinigų srautų šaltinis. Pagal veiklos tęstinumo principą vertinamos veikiančios ir artimiausiu laiku veiksiančios įmonės, todėl daroma prielaida, jog įmonė savo veiklą vykdys ir ateityje.

Diskontuotų pinigų srautų metodas turi ir trūkumų:

DCF metodo tikslumas priklauso nuo grynųjų pinigų prognozių tikslumo, todėl finansiniai duomenys turi didelę svarbą;

- reikalauja daug duomenų ir informacijos, kuri kartais sunkiai prienama;

- verslo vertinimas taikant DFC metodą yra sudėtingas procesas, beveik visuomet yra reikalinga išorinė pagalba;
- šio metodo pagalba yra nustatomi konkretūs skaičiai, kurie visgi yra tik prielaidos;

Siekiant kuo efektyviau pritaikyti DCF metodą, jis gali būti modifikuojamas ir pritaikomas konkrečiam atvejui.

Remiantis Damodaran (2002), kai kurioms įmonėms nėra palanku taikyti diskontuotų pinigų srautų metodą:

- nuostolį patiriančioms bei neigiamus pinigų srautus turinčioms įmonėms, todėl dėl didelės bankroto tikymybės prognozuoti pinigų srautus yra itin sudėtinga;
- cikliškumą turinčioms įmonėms. Įmonių pelningumas ir pinigų srautai ekonominio pakilimo metu didėja ir mažėja esant ekonominiam nuosmukiui. Taikant šį metodą, pinigų srautai išsilygina, todėl nebeatspindi realios situacijos;
- Nenaudojamo turto turinčioms įmonėms, kadangi diskontuotų pinigų srautų metodas naudoja tik turto vertę, kuris sukuria pinigų srautus. Tokiu būdu nenaudojamo turto vertė neiškaičiuojama ir sumažina įmonės vertę;
- Jei įmonė turi nenaudojamų patentų, nors jie ir turi vertę. Šis metodas neįtraukia tokių patentų vertės, nes jie nesukuria pinigų srautų ir įmonės vertė sumažėja;
- Įmonės, kurios yra restruktūrizavimo procese. Restruktūrizuojant įmonę perkamas ir parduodamas turtas, keičiasi kapitalo struktūra, diviendų mokėjimo politika, todėl yra sudėtinga prognozuoti pinigų srautus bei įvertinti įmonės rizikos laipsnį;
- Įmonėms susijusioms su įmonių pirkimais. Sudėtinga įvertinti kokią įtaką įmonės pinigų srautams bei rizikos parametrų turės naujai įsigyta įmonė;
- Uždaroms, mažoms įmonėms. Problema iškyla nustatant diskonto normą. Diskonto norma nustatoma remiantis istorinėmis įmonės akcijų kainomis, kadangi mažų įmonių akcijos nėra kotiruojamos, tai padaryti yra sudėtinga;

Diskontuotų pinigų srautų metodo pagrindas yra dabartinė vertė, kuri apskaičiuojama pagal formulę:

$$CV = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t}$$

(2 formulė)

kur, CV – įmonės vertė;

$FCF_t$  – pinigų srautai t laikotarpiu;

$t$  – metai;

$n$  – prognozuojamas laikotarpis;

k – diskonto norma;

Damodaran (2002) išskiria keturis pagrindinius diskontuotų pinigų srautų metodo elementus:

1. pinigų srautai;
2. diskonto norma;
3. prognozuojamas laikotarpis;
4. tęstinė vertė.

P pinigų srautai yra geriausiai apibūdinantis įmonės būsimų pajamų įvertinimo rodiklis. Kuo prognozuojamas laikotarpis ilgesnis, tuo labiau argumentuota įmonės esama vertė. Mokslinėje literatūroje dažniausiai rekomenduojama naudoti prognozuojamą laikotarpį nuo 3 iki 7 metų. Pasak Ribal, Blasco, Segura (2010), prognozavimo laikotarpis turėtų trukti iki 10 metų, kadangi ilgesnis laikotarpis gali būti taikomas tik stabiliai veikiančioms įmonėms. Pagal Petersen, Plenborg, Scholer (2006) atliktus tyrimus, dauguma verslo vertinimo analitikų analitikų remiasi 2 – 12 metų prognozėmis. Kaip teigia Ribal, Blasco, Segura (2010), vertinant UAB prognozuojamas laikotarpis turi būti trumpesnis nei vertinant AB, kadangi AB dažniausiai neturi strateginio planavimo, todėl galima daryti išvadą, jog nustatyti tinkamą UAB prognozavimo laikotarpį yra problematiška.

### 1.3.2 Pagrindiniai diskontuotų pinigų srautų metodo komponentai

Įmonių, kurių akcijos nėra kotiruojamas vertybinių popierių biržose, vertinimas yra ganėtinai sudėtingas procesas. DFC metodas yra labiau taikytinas didelėms, viešai listinguojamoms įmonėms.

Dėl šios priežasties, šis metodas nėra lengvai pritaikomas įmonėms, kurių akcijos nėra listinguojamas. Uždarųjų akcinių bendrovių vertinimas tampa vis aktualesnis, tačiau mokslinėje literatūroje pastebima, jog autoriai dažniausiai pateikia tik bendrus DFC metodo taikymo etapus, uždarųjų akcinių bendrovių ir akcinių bendrovių vertinimo skirtumus. Dažnai pasigendama gilesnių tyrimų, susijusių su uždarųjų akcinių bendrovių vertinimo metodikos nustatymu taikant DFC metodą.

*Diskonto normos nustatymas.* Diskonto norma yra vienas iš esminių DCF metodo kintamųjų, todėl ji turi būti įvertinta kuo tiksliau, kad atspindėtų realią įmonės vertę. Nustatant įmonės vertę, vienas iš pagrindinių principų yra nesumaišyti pinigų srautų ir diskonto normos (Damodaran, 2002). Neteisingai nustatyta diskonto norma sąlygos klaidingą įmonės vertę. Pagal Damodaran, diskonto normos parikimas turi atitikti riziką ir pinigų srautus, kurie yra diskontuojami. Diskonto norma taip pat priklauso nuo to ar atliekamas visos įmonės vertinimas,

ar tik nuosavo kapitalo vertinimas. Vertinant įmonę, pinigų srautai diskontuojami naudojant vidutinę svertinio kapitalo kainą (WACC), o vertinant nuosavą kapitalą – nuosavo kapitalo pinigų srautai. Be to, diskonto norma turėtų būti išreikšta ta pačia valiuta kaip ir pinigų srautai, pastarieji turi būti nominalūs arba realieji. Taip pat, reikia turėti omenyje, kad diskonto normos laikui bėgant kinta (Damodaran, 2002). WACC tikslas yra nustatyti kiekvienos kapitalo struktūros dalies kainą, atsižvelgiant į nuosavo kapitalo, skolos ir privilegijuotųjų akcijų dalį.

- Kapitalo sąnaudos turi atspindėti realius laisvų pinigų srautus, todėl rekomenduojama laikytis šių pagrindinių taisyklių:
- įtraukiami visi įmonės kapitalo šaltiniai, įskaitant paprastąsias ir privilegijuotąsias akcijas, obligacijas ir bet kokias kitas ilgalaikes skolas;
- visi skaičiavimai atliekami išskaičiuojant mokesčius;
- naudojamos nominaliosios pelningumo normos, gautos realiojo pelningumo, atsižvelgiant į numatomą infliaciją, pagrindu;
- atliekamos sisteminės rizikos pataisos, kai atsižvelgiama į visus kapitalo davėjus;
- naudojami kiekvieno finansinio elemento rinkos vertės lyginamieji svoriai;
- atsižvelgiama į pinigų srauto pasikeitimus per prognozuojamą laikotarpį, kuriuos gali sukelti tikėtinų infliacijos tempų, sisteminės rizikos arba kapitalo struktūros pokyčiai.

Damodaran (2002) pateikią šią WACC skaičiavimo formulę:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times K_e + \frac{D}{E + D} \times K_d(1 + T)$$

(3 formulė)

kur, WACC – vidutinė svertinė kapitalo kaina,

$D$  – įsipaeigojimai (ilgalaikiai);

$E$  – nuosavas kapitalas;

$K_e$  – nuosavo kapitalo kaina;

$K_d$  – skolinto kapitalo kaina;

$T$  – mokestinė norma.

Diskontuotų pinigų srautų metodo pagrindą sudaro tikslus piniginių srautų planavimas. Vertinama įmonė privalo turėti mažiausiai penkerių metų strateginį veiklos planą, kurio sudėtyje būtų ir finansinis planas. Be detalaus finansinio plano, kuriame atsispindi būsimųjų pinigų srautai, šis metodas nėra taikytinas, kadangi be būsimųjų pinigų srautų prognozės neįmanoma nustatyti

verslo vertės. Būsimųjų piniginių srautų planą gali parengti vertinamos įmonės darbuotojai arba specialiai pasamdyti ekspertai (Smalenskas, 1998).

Prognozuojant pinigų srautus, daromos prielaidos, kurios remiasi kruopščia verslo, verslo šakos ir rinkos raidos analize. Dažniausiai prognozė prasideda nuo integruotų pelno (nuostolio) ataskaitų ir balansų sudarymo. Iš jų yra sudaroma finansinės būklės pakitimų (pinigų srautų) ataskaita. Taip pat gali būti nustatomi prognozuojamieji finansiniai rodikliai ir jų tarpusavio ryšiai. Prireikus sudaromi keli verslo plėtojimo scenarijai. Kiekvienas scenarijus vertinamas atskirai. Bendrai verslo vertei nustatyti skaičiuojamas svertinis gautų rezultatų vidurkis, kur svertai yra scenarijaus pasitvirtinimo tikimybės. Dažnai pagal kiekvieną scenarijų atliekama verslo plėtojimo jautrumo analizė, leidžianti nustatyti, kurios sudedamosios verslo dalys daugiausia lemia verslo vertę (Grondskis, 1999).

Pinigų srautų diskonavimo būdas dažniausiai taikomas, kai reikia vertinti verslą (įmonės, investicinio projekto ir kitų objektų vertinimas). Vertinant šiuo būdu, verslo vertė (VV) yra lygi verslo savininkų nuosavybės vertės ( $V_n$ ) ir verslo skolų vertės ( $V_s$ ) sumai (LB tinklalapis):

$$VV = V_n + V_s \quad (4 \text{ formulė})$$

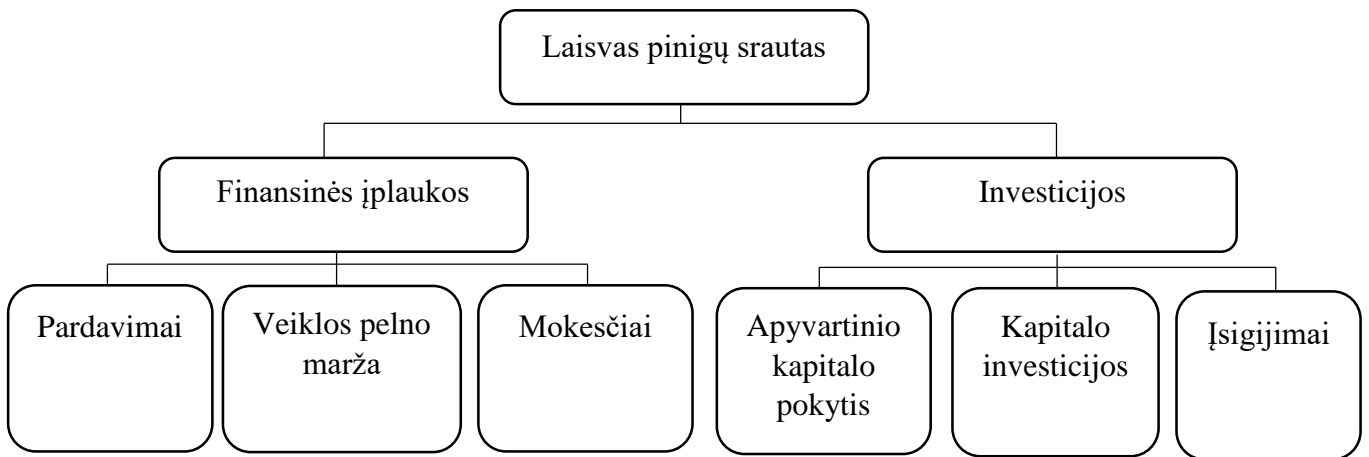
*Laisvas pinigų srautas.* Laisvas pinigų srautas (*angl.* Free Cash Flow to the Firm, FCFF), tai suma, kurios nereikia veiklai ar re-investavimui (Brealey, Myers ir Allen, 2006).

Laisvieji pinigų srautai nustatomi remiantis įmonės veiklos prognozėmis. Laisvas pinigų srautas – vienas svarbiausių rodiklių, parodančių verslo įprastinės veiklos vertę. Laisvą pinigų srautą sudaro įprastinės veiklos pelnas atskaičius mokesčius, pridėjus nepinigines išlaidas bei atsižvelgus į apyvartinėms lėšoms, įrangai ar kitam turtui skirtas investicijas. Palūkanų, dividendų ar kitų su finansine veikla susijusių pinigų srautų šis srautas neapima. Planuojant pinigų srautus, patogiausia naudoti pinigų srautų ataskaitą, kuri modifikuojama atsižvelgiant į vertinimo tikslus. Pinigų srautų prognozė - tai būsimi pinigų gavimai, išleidimai bei prognozuojamas pinigų balansas tam tikro laikotarpio pabaigoje.

Pinigų srautų ataskaitoje visi pinigų srautai skirstomi į tris grupes:

- pinigų srautai vykdant pagrindinę įmonės veiklą;
- pinigų srautai vykdant investicinę veiklą;
- pinigų srautai vykdant finansinę veiklą.

Veiksniai, lemiantys laisvus pinigų srautus pavaizduoti 2 paveiksle.



2 paveikslas. Veiksniai lemiantys laisvus pinigų srautus.

Šaltinis: Sudaryta autoriaus.

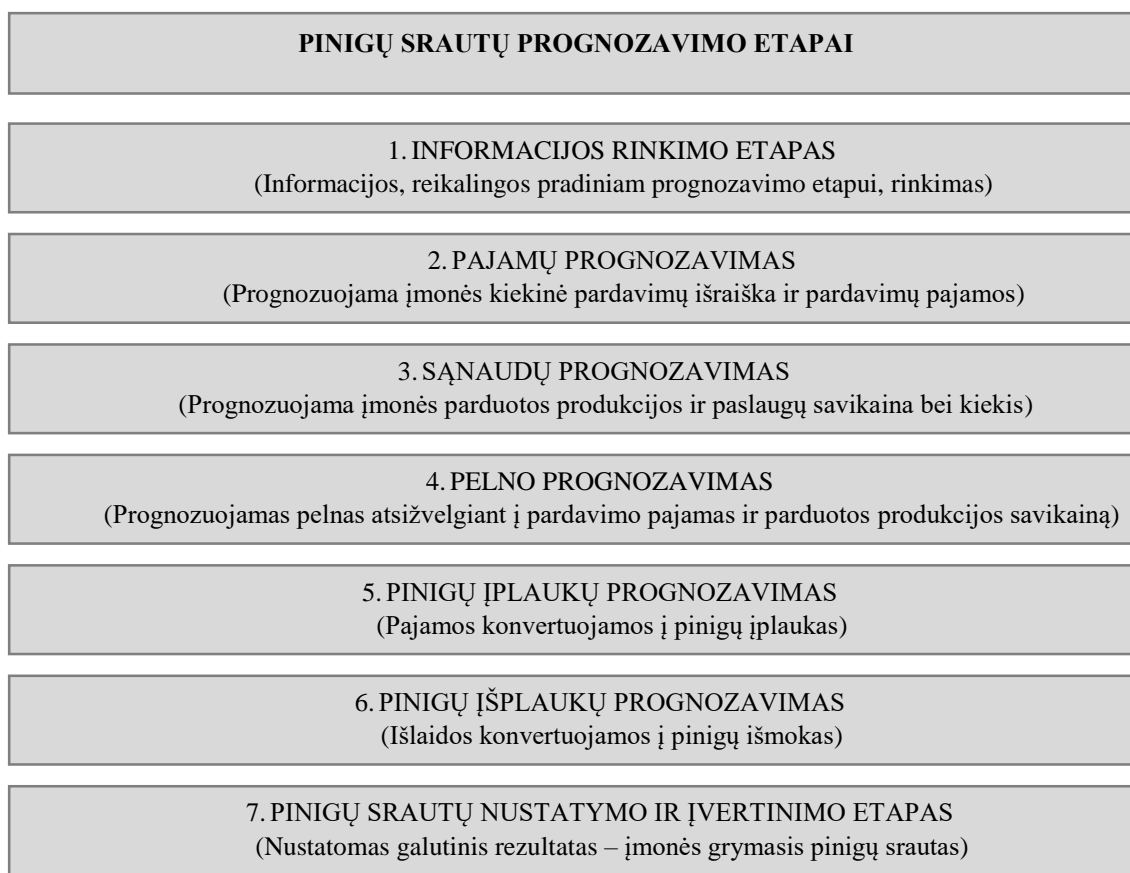
Laisvas pinigų srautas apskaičiuojamas atimant mokesčius iš įmonės pelno prieš palūkanas ir mokesčius (*ang.* Earnings before Interest and Taxes, EBIT), gaunant grynąjį veiklos pelną po mokesčių (*angl.* Net Operating profit after Tax, NOPAT). Visi kiti kaštai, kaip nusidėvėjimas ir amortizacija (*angl.* Depreciation and Amortization, D&A) pridedami, kadangi jie negeneruoja pinigų srautų. Tuomet atimamos kapitalo sąnaudos (*angl.* Capital Expenditures, Capex), nes šie pinigų srautai yra įtraukti į turto dalį balanse, o ne į pelno (nuostolio) ataskaitą. Taip pat, atimamas grynojo apyvartinio kapitalo pokytis (*ang.* Net Working Capital, NWC), nes neatspindi jokių faktinių pinigų srautų. (Damodaran, 1996) FCFF skaičiavimas pateiktas 5 formulėje.

$$FCFF = NOPAT + D\&A - Capex - \Delta NWC$$

(5 formulė)



Prognozuojant pinigų srautus galima išskirti į 7 tarpusavyje susijusius etapus (žr. 3 pav.).



3 paveikslas. Įmonės pinigų srautų prognozavimo etapai

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Rutkauskas, Damašienė, 2002.

*Nuosavo kapitalo kaina.* Nuosavo kapitalo kainą galima apibrėžti kaip gražos normą, kurios reikalauja investuotojai, siekdami įvertinti ar investuoti į tam tikrą turtą ar ne. Yra du būdai apskaičiuoti nuosavo kapitalo kainą – dividendų augimo modelis arba rizikos ir gražos modelis (Damodaran, 2002). Šiame darbe nustatant nuosavo kapitalo kainą bus taikomas rizikos/grąžos modelio metodas. Tokio pasirinkimo priežastis yra ta, jog dividendų augimo modelis reikalauja, jog įmonė mokėtų dividendus ateityje. Dėl rinkos sąlygų pasikeitimo ir krizinio laikotarpio, dividendų išmokėjimas įgauna labai didelį neapibrėžtumą, ko pasekoje yra sudėtinga prognozuoti dividendų dydį ateityje. CAPM modelis (*angl.* Capital Asset Pricing Model, CAPM) parodo investuotojo gražos ir rizikos santykį, t.y. kokią riziką prisiima investuotojas tikėdamasis gauti gražą iš tam tikros akcijos. Reikalaujama graža, tai nuosavo kapitalo graža (*ang.* Return on Equity, ROE), kurios investuotojai tikisi, prisiimdami su tuo susijusią riziką, todėl ji yra prilyginama įmonės nuosavo kapitalo kainai. Remiantis CAPM modeliu, reikalaujama graža, arba šiuo atveju COE, gaunama naudojant šią formulę (Ross, Westfield ir Jordan, 2008):

$$COE = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

(6 formulė)

kur,  $COE$  - nuosavo kapitalo kaina;

$R_f$  – nerizikinga pelno norma;

$R_m$  – rizikos premija (rinkos);

$\beta$  – beta koeficientas.

*Skolinti kapitalo kaina.* Skolinto kapitalo kaina (ang. Cost of Debt, COD) yra nustatoma kaip palūkanų norma, kuria šiuo metu galima pasiskolinti, nes tai atspindi esamą rinkos palūkanų normą (Damodaran, 2008). Yra du būdai skolinto kapitalo kainai nustatyti. Pirmas apima įmonės išleistų obligacijų iki išpirkimo pajamingumą arba įvertinant įsipareigojimų neįvykdymo rizikos skirtumo dėl įmonės reitingo (Damodaran, 2008). Skolinto kapitalo kaina apskaičiuojama pagal (7 formulę):

$$K_d = i * (1 - T)$$

(7 formulė)

kur,  $K_d$  – skolinto kapitalo kaina;

$i$  - metinė palūkanų norma;

$T$  – pelno mokesčio norma.

*Beta.* Beta koeficientas yra investuotojo portfelio rizikos matas (Rhaiem, Ben ir Mabrouk, 2007. Brealey, Myers ir Allen, (2006) beta rodiklį apibūdina, kaip regresinės tiesės nuolydį. Koeficientas beta rodo vertybinių popierių ar akcijų pokytį visos rinkos atžvilgiu. Akcijų ar vertybinių popierių, kurių beta koeficientas yra aukštas, greičiau sureaguos į akcijų rinkos pokyčius, kai akcijų ar vertybinių popierių vertė padidės arba sumažės daugiau nei rinkos vidurkis. Taip pat, tai yra akcijų sisteminės rizikos rodiklis, naudojamas konkrečiai investicijai įvertinti. Apskaičiuojant beta rodiklį svarbu tinkamai interpretuoti, galimos skirtingos 4 rodiklio reikšmės:

3 lentelė

*Beta rodiklių reikšmės*

Neigiama rodiklio reikšmė	Akcijų grąža juda priešinga linkme nei visos rinkos grąža.
0 – 1,0	Galima teigti, jog šios akcijos yra mažiau rizikingos, nei portfelis.
1,0	Kiekviena individuali akcija bus tiek rizikinga, kiek pati rinka.
> 1	Akcija galima laikyti rizikingesne nei visa rinka. Tokių akcijų portfelis rodytų didesnę variaciją.

Šaltinis: Valentinavičius, 2010.

Koeficientas padeda prognozuoti verslo vertės pokyčius, keičiantis rinkai, todėl tai tiesiogiai nulemia investavimo riziką.

Koeficientas skaičiuojamas pagal 8 formulę:

$$\beta_l = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E} \times (1 - T)\right) \quad (8 \text{ formulė})$$

kur,  $\beta_l$  – svertinis beta koeficientas;

$\beta_u$  – nesvertinis beta koeficientas;

$D/E$  – įsiskolinimo ir nuosavybės santykis;

$T$  – prognozuojamas pelno mokestis.

*Tęstinė vertė* – Nustatant tęstinę įmonės vertę daroma prielaida, jog įmonės veikla bus tęsima ateityje, todėl ateities pinigų srautai taip pat turi būti prognozuojami neribotam laikotarpiui. Nuspėti įmonės veiklos ilgalaikę perspektyvą yra pakankamai sudėtinga, todėl tęstinė vertė yra pagrįsta vidutiniais (pastoviais) augimo tempais, kuriuos galima lengviau suprognozuoti.

Damodaran (2006) siūlo įvertinti pinigų srautus konkrečiam augimo periodui ir sustabdyti pinigų prognozes kažkur ateityje ir paskaičiuoti tęstinę vertę  $n$  metais. Tęstinė vertė apskaičiuojama pagal formulę:

$$TV = \frac{FCF_n (1 + g)}{(r - g)} \quad (9 \text{ formulė})$$

kur,  $TV$  – tęstinė vertė;

$FCF_n$  – laisvų pinigų srautas  $t$  periodu;

$g$  – pastovaus augimo norma;

$n$  – paskutinis laikotarpis, kurio pajamos yra prognozuojamos;

$r$  – diskonto norma.

Edsinger, Stenberg (2008) išskiria svarbiausius kriterijus įmonės prognozuojamo laikotarpio tęstinumui:

- įmonės augimo pastovumas bei gauto pelno reinvestavimas;
- įmonė generuoja pastovią investuoto kapitalo gražą.

Nustatant tęstinę vertę taikomi 3 diskontuoto pinigų srauto būdai.

- ilgalaikė, tiksliai apibrėžta prognozė;

- didėjančio laisvųjų pinigų srauto neribotam laikui formulė;
- vertės matų formulė.

Reikia konstatuoti, jog DCF metodas yra labai jautrus pagrindinių prielaidų pokyčiams. Pagrindinių kintamųjų reikšmių pasikeitimas, sąlygoja didelius galutinės vertės skirtumus. Kadangi tęstinė vertė sudaro didelę dalį įmonės vertės, tai turi didelę reikšmę DCF metodo pagrįstumui. Galima pakankamai lengva manipuliuoti DCF metodo analize. Norint gauti priimtinius rezultatus reikia tik pakoreguoti atskirų kintamųjų reikšmes. Šios korekcijos ekonominiu požiūriu gali būti ir labai nedidelės (pvz. amžino augimo ar wacc normos koregavimas keliais baziniais punktais). Bendrai diskonto ir amžino augimo normų diapazonas priklauso nuo konkrečios įmonės, jos veiklos situacijos ir daugelio kitų faktorių. Galima teigti, jog kuo įmonės rizikos lygis didesnis, tuo didesnės jos kapitalo sąnaudos. Nuolatinis visų pramonės šakų augimo tempas turėtų būti vienodas, nes pagal arbitražo teoriją (Tomas Björk, 2009), visos įmonės bei pramonės šakos ilguoju laikotarpiu augs tuo pačiu tempu.

*Prognozės laikotarpio nustatymas.* Prognozės nustatymui rekomenduotis laikotarpis yra 3-7 metai, tačiau, tačiau konkrečiam atvejui galimas ir ilgesnis prognozės periodas.

#### **1.4 Kapitalizuoto pinigų srauto metodas**

Kapitalizuoto pinigų srauto metodas (*angl.* Capitalized Earnings). Pelno kapitalizavimo metodas naudojamas diskontuojant numatomą pelną į dabartinę vertę. Pagal šį metodą pirmiausia reikia nustatyti kapitalizacijos normą – reikalaujamą pelningumą, kuris atlygintų už prisiimamą riziką. Gautas pelnas yra dalijamas iš šios kapitalizacijos normos. Kapitalizuoti galima gryjąjį pelną, prieš mokesčius ir palūkanas arba bet kurią kitą pelno bazę. Plačiausia prasme kapitalizacijos norma yra skaičius, naudojamas konvertuoti pelno srautą į dabartinę vertę (Kancerevyčius, 2009). Šis metodas gali būti netikslus, jei nebus pasirinkta tinkama kapitalizacijos norma. Pelno kapitalizacijos metodas dažniausiai taikomas paslaugų įmonėms, kurias netikslinga vertinti pagal materialaus turto balansines vertes (Kancerevyčius, 2009). Ateities rezultatai yra paremti įmonės istoriniais duomenimis. Dažniausiai yra naudojamas pelnas po mokesčių, tačiau galima taikyti ir kitą pelno bazę. Kapitalizuoto pinigų srautų metodą sudaro trys žingsniai (Pratt, 2008):

1. Prognozuojamas laisvas pinigų srautas sekančiais metais;
2. Apskaičiuojama kapitalizavimo norma;
3. Kapitalizuojamas laisvas pinigų srautas siekiant nustatyti dabartinę vertę.

Pinto (2010) pateikia kapitalizuoto pinigų srautų skaičiavimo formulę:

$$\text{Įmonės vertė} = \frac{FCFF_1}{c}$$

(10 formulė)

kur,  $FCFF_1$  – prognozuojamieji pinigų srautai sekantiems metams;

$c$  – kapitalizavimo norma.

Vietoje kapitalizavimo normos galima naudoti diskonto normą, vidutines svertinio kapitalo sąnaudas (WACC), tačiau darant prielaidą, jog ateities pinigų srautai kils, iš diskonto normos reikia atimti pastovaus augimo koeficientą. Kitu atveju, jeigu pinigų srautų pokyčiai nenumatomi, kapitalizavimo norma gali būti prilyginama diskonto normai (Pinto, 2010). Tokiu atveju formulė būtų:

$$c = WACC - g$$

(11 formulė)

kur,  $c$  – kapitalizavimo norma;

WACC – diskonto norma;

$g$  – pastovaus augimo tempas.

## 1.5 Perteklinio pelno metodas

Perteklinio pelno metodas (*angl.* Excess Earnings). Perteklinis pelnas atspindi perteklinę materialaus turto gražą (Ross F. H., Alessi A. A., 2011). Perteklinio pelno metodas dar žinomas kaip „formulės metodas“. Šis metodas apima įmonės materialiojo turto rinkos vertės ir ir metinės gražos normos, sandaugą. Šis metodas naudojamas vertinant verslą, atsižvelgiant į numatomą naudą ateityje naudojant tam tikrą pelno ar pinigų srautų, kuriuos generuoja įmonė, matą. Būsima nauda yra kapitalizuojama pritaikius atitinkamą kapitalizacijos normą. Šiuo metodu yra daroma prielaida, jog visas turtas, tiek materialus, tiek ir nematerialus yra neatskiriama verslo dalis ir jų vertės negali būti kažkoku būdu atskirtos. Kritinis verslo vertės komponentas yra įmonės gebėjimas generuoti būsimąjį pelną bei pinigų srautus.

Pratt (2008) pateikia šiuos skaičiavimo žingsnius:

- Nustatoma materialaus turto vertė;
- Nustatomas normalizuoto ekonominio pelno lygis;
- Apskaičiuojamas perteklinis pelnas. Nustatoma diskonto norma materialiam turtui, diskontuota materialaus turto vertė atimama iš normalizuoto ekonominio pelno.
- Nustatoma kapitalizacijos norma nematerialiam turtui;
- Kapitalizuojamas perteklinis pelnas, pritaikant kapitalizacijos normą;

- Įmonės vertė nustatoma sudedant kapitalizuotą perteklinį pelną ir nematerialaus turto vertę.

*Grynasis materialusis turtas* apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Grynasis materialusis turtas} = \text{turtas} - \text{įsipareigojimai} \quad (12 \text{ formulė})$$

*Normalizuotos pajamos.* Normalizuotos pajamos yra pajamos iš pagrindinės veiklos, atėmus vienkartinės pajamas. Nustatant vertę pertekliniu pelno metodu reikia kapitalizuoti pajamas, kurias generuoja grynasis įmonės materialusis turtas. Mokslinėje literatūroje nėra tiksliai apibrėžiama kokio tipo pajamų (pelnas prieš mokesčius, pelnas po mokesčių) naudojimas perteklinio pelno metodo pritaikyme būtų tikslingiausias.

*Reikalaujama grąža.* (Pratt, 2008) pateikia tokią skaičiavimo formulę:

$$\text{Reikalaujama grąža} = \text{grynasis materialusis turtas} \times \text{nuosavo kapitalo sąnaudos} \quad (13 \text{ formulė})$$

*Perteklinis pelnas.* Perteklinis pelnas apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Perteklinis pelnas} = \text{Normalizuotos pajamos} - \text{reikalaujama grąža} \quad (14 \text{ formulė})$$

*Kapitalizavimo norma.* Mokslinėje literatūroje sutinkama, jog perteklinio pelno metodo skaičiavime subjektyviausia dalis tenka kapitalizavimo normos nustatymui. Pratt (2008) teigia, jog kapitalizavimo norma turi būti didesnė nei nuosavo kapitalo kaina. Ross ir Alessi (2011) pateikia kapitalizavimo normų lentelę, kurioje kapitalizavimo norma priklauso nuo tipinės ilgalaikio turto gyvavimo trukmės (žr. 4 lentelę). Kuo ilgalaikio turto gyvavimo trukmė trumpesnė, tuo kapitalizacijos norma didesnė.

4 lentelė

*Kapitalizacijos normos rodiklio reikšmės pagal turto klasę ir gyvavimo laikotarpį*

<b>Turto klasė</b>	<b>Kapitalizacijos norma</b>	<b>Laikotarpis</b>
Pinigai ir jų ekvivalentai	0,1% – 2%	neribotas
Žemė	3% – 8%	neribotas
Žemė ir pastatai	7% – 12%	30 – 50 metų.
Statiniai ir įranga	12% – 20%	5 – 10 metų.
Nematerialusis turtas	15% – 40%	kintamas laikotarpis

*Šaltinis:* Sudaryta autoriaus remiantis Ross, Alessi, 2011.

*Nematerialus turtas.* Nematerialus turtas apskaičiuojamas kapitalizuojant perteklinį pelną:

$$\text{Nematerialus turtas} = \frac{\text{Perteklinis pelnas}}{\text{Kapitalizavimo norma}} \quad (15 \text{ formulė})$$

*Įmonės vertė.* Įmonės vertė apskaičiuojama pagal formulę:

$$\text{Įmonės vertė} = \text{Grynasis materialus turtas} + \text{nematerialus turtas} \quad (16 \text{ formulė})$$

*Jautrumo analizė.* Įmonės vertinime labai svarbus aspektas yra jautrumo analizė. Kadangi, kiekvienas vertinimas priklauso nuo pasirinktų kintamųjų ir kaip jie yra skaičiuojami, normalu, jog atsiranda tam tikras šališkumas, todėl remtis tik vienais rezultatais yra netikslinga. Gavus vertinimo rezultatus, galima analizuoti, kaip dėl tam tikrų kintamųjų reikšmių svyravimo, keičiasi įmonės vertė. Pasak Saltelli, Ratto, Andres ir kt. (2008) jautrumo analizė skirta analizuoti kaip skirtingos kintamųjų reikšmės gali paveikti modelio galutinius rezultatus. Kita vertus, jautrumo analizės rezultatai yra labai naudingi kuriant geriausius ir blogiausius scenarijus.

## 1.6 Tinkamo verslo vertės nustatymo metodo pasirinkimas

Kol kas nėra sukurto universalus įmonės vertinimo modelio, kuris būtų visuotinai taikomas, ir sunku pasakyti, ar pavyks jį sukurti. Pasaulio šalys labai skiriasi savo išsivystymo lygiu, tradicijomis, specifiniais ypatumais ir pan. Todėl ne visuomet įmanoma vienoje šalyje efektyvius verslo vertės metodus pritaikyti kitoje šalyje ir tikėtis, jog rezultatai bus tokie pat efektyvūs ir teisingi. Išsivysčiusiose šalyse vertinimo procesas yra tapęs strateginių uždavinių sprendimo sudedamąja dalimi. Jis padeda iširti potencialias įmonės galimybes kurti vertę ateityje. O besivystančiose šalyse situacija visiškai kitokia. Rinkos čia dar tik formuojasi. Besivystančiose šalyse vertinimo klausimas plačiau diskutuojamas. Šių šalių įmonės ir jų vadovai priešinasi siūlymui vertės maksimizavimo uždavinį pripažinti pagrindiniu įmonės tikslu. Todėl nepripažįstami ir šiuo pagrindu paremti įmonės vertinimo modeliai (Bogulauskas, Ulys, 2000).

Tam, kad vertinimo metodą pasirinkti būtų lengviau, pirmiausia reikia atsižvelgti į vertinimo tikslus (investavimo ir sprendimų priėmimo) ir priklausomai nuo tikslo pasirinkti vertinimo metodą. Atsižvelgiant į vertinimo tikslus 5 lentelėje pateikiama vertinimo metodų naudojimo analizė (Dagilienė, 2007).

## 5 lentelė

*Vertinimo metodo naudojimas, atsižvelgiant į vertinimo tikslą*

<b>Tikslas</b>	<b>Tinkamiausi metodai</b>	<b>Netinkami metodai</b>
Sprendimų priėmimas	Pridėtinės ekonominės vertės; Diskontuotų pinigų srautų metodas; Grynosios dabartinės vertės; Vidinės gražos normos; Buhalterinės vertės; Pinigų pridėtinės vertės; Finansiniai rodikliai.	Diskontuotų dividendų; Rinkos multiplikatoriaus; Dividendų/pajamų kapitalizacijos; Santykinės vertės; Likvidacinės vertės.
Investavimas	Rinkos vertės; Santykinės vertės; Rinkos multiplikatoriaus; Finansinių rodiklių; Dividendų/pajamų kapitalizacijos; Diskontuotų pinigų srautų; Diskontuotų dividendų.	Pelningumo indekso; Vidinės gražos normos; Pinigų pridėtinės vertės.

*Šaltinis:* Sudaryta autoriaus remiantis Dagilienė, 2007.

Atlikus teorinę vertinimo metodų analizę, buvo prieita išvada, jog geriausiai nustatyti APB „Apranga“ vertę bei akcijos kainą yra šie metodai: diskontuotų pinigų srautų, kapitalizuotų pinigų srautų, perteklinio pelno bei palyginamuoju metodu. Diskontuotų pinigų srautų metodas pasirinktas dėl išsamaus teorinio pagrindo ir plataus praktinio taikymo, taip pat, jog įmonė atitinka vieną iš pagrindinių šio metodo reikalavimų – įmonės akcijos listinguojamos biržoje. Kapitalizuoto pinigų srauto ir perteklinio pelno metodų pasirinkimas lėmė tai, jog įmonė numatomu laikotarpiu generuoja pastovų ir mažai kintamą gynąjį pelną. Perteklinio pelno metodas pasirinktas, nes įvertina tiek materialųjį, tiek ir nematerialųjį įmonės turtą, kuriuo yra sukuriama įmonės vertė. Palyginamasis metodas pasirinktas, dėl paprasto panaudojimo, be to šis metodas vertina panašaus sektoriaus įmonių dabartinę vertę.

Praktikoje dažniausiai yra naudojamas diskontuotų pinigų srautų metodas, tačiau, kaip jau anksčiau buvo minėta, alternatyvių metodų pasirinkimas suteikia galimybę įmonės vertę palyginti bei paanalizuoti įmonės verčių rezultatus.

### 1.7 Verslo vertę lemiantys veiksniai

Sąlygos ar situacijos, turinčios įtakos verslo veiklai, gali būti laikomos verslo aplinka. Kitaip tariant, verslo aplinka nurodo aplinką ir aplinkybes, kurios daro įtaką verslo veiklai. Šią aplinką sudaro verslo įmonės vidaus ar išorės jėgos ir veiksniai. Darbuotojų įgūdžiai ir gebėjimai, požiūris į darbą, tarpusavio santykiai vadovai, pavaldiniai ir kt. gali būti laikomi vidine verslo



aplinka. Tai yra svarbūs veiksniai, kurie gali turėti įtakos verslo veiklai. Kita vertus, išorinė aplinka nurodo visus tuos verslo aplinką įtakojančius veiksnius, kuriuos valdytojai nekontroliuoja ir gali daryti didelę įtaką verslo veiklai.

Dzikevičius (2005) išskiria šiuos pagrindinius įmonės vertę įtakojančius veiksnius:

1. Išoriniai politiniai, ekonominiai veiksniai (bendra šalies ekonominė, politinė, demografinė situacija, kreditavimo sistema, nedarbas, švietimo sistema ir t.t.);
2. Rinkos veiksniai: užimama rinkos dalis, konkurencijos pobūdis, paklausos ir pasiūlos būklė, vartotojai;
3. Nematerialusis įmonės turtas: patentai, vartotojų lojalumas, verslo augimo potencialas;
4. Darbuotojai: vadovaujančio personalo kvalifikacija ir gebėjimas siekti tikslų, priklausomybės laipsnis nuo tam tikrų pagrindinių žmonių, kitų darbuotojų kvalifikacija ir įsipareigojimai įmonei;
5. Įmonės turto ir įsipareigojimų būklė: disponuojamo turto vertė, įrengimų būklė, atsargų, gautinų ir mokėtinų sumų valdymo efektyvumas.

Investuotojai investuodami savo lėšas į verslą, reikalauja iš įmonių vadovų optimalaus kapitalo augimo, kuris duotų maksimalų pelną. Todėl į racionalų kapitalo valdymą turi būti kreipiama daug dėmesio. Verslą reikėtų suvokti kaip finansinių išteklių judėjimą, kurį įtakoja valdymo sprendimai. Verslo sėkmė priklauso nuo nenutrūkstanto teisingų sprendimų priėmimo. Kiekvienas sprendimas daro įmonei geresnį ar blogesnį ekonominį poveikį. Įmonės valdymo procesas – tai ekonominių sprendimų seka, kurie iššaukia finansinių išteklių judėjimą.

Sprendimai susiję su investicijomis į naujas technologijas, naujos produkcijos ar paslaugos įvedimu į rinką yra vieni svarbiausių, žiūrint į įmonės ateities perspektyvas ir gebėjimą duoti ilgalaikes pajamas. Likę sprendimai yra įmonės padalinių valdymo kasdieninio proceso dalis.

Finansų valdymas išeina iš apskaitos rėmų, ir jam svarbiausia ne didžiausias vienai akcijai tenkantis pelnas, bet didžiausia būsimųjų pinigų srautų vertė. Pagrindinės finansų valdymo funkcijos:

1. Investavimas. Tai tokie sprendimai, kurie sukuria įmonei ne tik pajamas, bet ir tie, kurie padeda taupyti;
2. Finansavimas. Tai sprendimai, kaip finansuoti investicinius projektus ir kokį finansavimo būdą pasirinkti įmonei;
3. Dividendų paskirstymas. Sprendžiama, kiek investicinių sprendimų sukurto pinigų srauto atiduoti akcininkams.

Kiekvienas sprendimas susijęs su įmonės valdymu turėtų didinti įmonės vertę, tačiau svarbu neužmiršti esminių dalykų:

1. Pinigai yra svarbiausia, dažnu atveju svarbiau nei pelnas. Įmonė gali uždirbti balansinį pelną, tačiau netūrėti pinigų kasoje arba sąskaitoje, ir negali apmokėti pateikiamų sąskaitų;
2. Esama turto struktūra turi būti analizuojama ir keičiama keičiantis ekonominėms sąlygoms;

Ar bus kuriama vertė įmonėje priklauso nuo:

- 1. teisingų investavimo sprendimų;
- 2. teisingo finansavimo (kapitalo struktūros) sprendimų;
- 3. teisingų reinvestavimo sprendimų (Grondskis, 1999).

Bendra visoms įmonėms išlieka pagrindinio ekonominio tikslo nustatymas. Brigham, Gapenski (1988) teigia, jog pasirinktų išteklių planingas panaudojimas, siekiant sukurti per tam tikrą laiką pagrįstą rinkos vertę, galinčią padengti visus sunaudotus išteklius ir užtikrinti priimtina pajamų lygį esant sąlygoms, atitinkančioms verslo savininkų rizikos lūkesčius.

## 2. APB „APRANGA“ FINANSINĖS VEIKLOS ANALIZĖ

### 2.1 APB „Apranga“ veiklos apžvalga

APB „Apranga“ („Aprangos“ Grupė) – mažmeninės prekybos drabužiais lyderė Baltijos šalyse, bendradarbiaujanti su garsiausiais prekės ženklais Europoje ir pasaulyje. „Aprangos“ grupę sudaro pagrindinė įmonė APB „Apranga“ ir 25 dukterinės įmonės. Pagrindinė Grupės bendrovė APB „Apranga“ nuo 1997 m. listinguojama „Nasdaq Vilnius“ vertybinių popierių biržoje. Nuo 2005 m. bendrovė įtraukta į Baltijos Oficialųjį prekybos sąrašą. APB „Apranga“ visą įstatinį kapitalą sudaro 55 291 960 vienetų 0,29 euro nominalios vertės paprastųjų vardinių akcijų (ISIN kodas LT0000102337). 2019 m. gruodžio 31 d. APB „Apranga“ turėjo 2 899 akcininkus. Pagrindinė patronuojanti įmonė, kurios finansinės ataskaitos skelbiamos viešai, yra UAB Konzernas „MG Baltic“. Pagrindinis Grupę kontroliuojantis asmuo yra p. D. J. Mockus, kuris kartu su susijusiomis bendrovėmis turi 40 839 248 vnt. APB „Apranga“ akcijų, sudarančias 73,86% įstatinio kapitalo ir bendro balsų skaičiaus.

2019 metais „Aprangos“ grupė atidarė 25 naujas parduotuves, 13 parduotuvių rekonstravo ir 21 uždarė. 2019 m. Grupė įvykdė didžiausią savo veiklos istorijoje tinklo vystymo ir pertvarkymo programą. Bendras realizuotų projektų plotas viršijo 25 tūkst. kv. m. Grupė Lietuvoje atidarė ar rekonstravo 9 parduotuves, Estijoje – 4 parduotuves, Latvijoje – net 25 parduotuves. Rezultate, visiškai atnaujintos pagal naujausius standartus parduotuvės sudaro 65% visų parduotuvių Latvijoje. APB „Apranga“ įmonių struktūra pavaizduota 6 lenetėle.

6 lentelė

*APB „Apranga“ įmonių struktūra 2019 metais*

APB „Apranga“		
Lietuva	Latvija	Estija
	SIA „Apranga“	OÜ „Apranga“
UAB „Apranga LT“	SIA „Apranga LV“	OÜ „Apranga Estonia“
UAB „Apranga BPB LT“	SIA „Apranga BPB LV“	OÜ „Apranga BEE“
UAB „Apranga PLT“	SIA „Apranga PLV“	OÜ „Apranga Trade“
UAB „Apranga SLT“	SIA „Apranga SLV“	OÜ „Apranga ST Retail“
UAB „Apranga MLT“	SIA „Apranga MLV“	OÜ „Apranga MDE“
UAB „Apranga HLT“	SIA „Apranga HLV“	OÜ „Apranga Hest“
UAB „Apranga OLT“	SIA „Apranga OLV“	
UAB „Apranga Ecom LT“	SIA „Apranga Ecom LV“	OÜ „Apranga Ecom EE“

*Šaltinis: APB „Apranga“ finansinės atskaitomybės ataskaita, 2019.*

Bendras parduotuvių plotas per 2019 metus išaugo 13,5% arba 11 tūkst. kv. m. Iš esmės, visą prekybos ploto augimą lėmė vykdomas tinklo pertvarkymas Latvijoje ir atitinkamai 11 naujų parduotuvių atidarymu naujame Rygos prekybos centre „Akropole“ 2019 m. balandžio mėnesį, 5 naujų parduotuvių atidarymu Rygos prekybos centre „Alfa“ 2019 m. rugsėjo mėnesį bei 2 naujų parduotuvių atidarymu išplėstame „Ulemiste“ prekybos centre Taline.

2019 m. balandžio 4 d. Grupė Latvijos sostinėje Rygoje atidarė vienuolika naujų parduotuvių, kurių prekybos plotas sudaro daugiau nei 8,5 tūkst. kv. m. „Akropole“ prekybos centre Rygoje atidarytos naujos „Apranga“, „Zara“, „Bershka“, „Pull&Bear“, „Stradivarius“, „Massimo Dutti“, „Oysho“, „Mango“, „Orsay“, „Moskito“ ir „Aldo“ parduotuvės. Išplėstame didžiausiame Taline prekybos centre „Ulemiste“ Grupė 2019 m. birželio 18 dieną atidarė 1 000 kv. m „Apranga“ parduotuvę, o 2019 m. spalio 3 dieną – 500 kv. m „Mango“ parduotuvę. 2019 m. gegužės 13 d. Grupė pradėjo prekybą internetu naujoje platformoje „Soulz.lt“. Lietuvoje veikianti internetinė parduotuvė apjungia didžiąją dalį „Aprangos“, „Aprangos galerijos“, „City“, „Tommy Hilfiger“, „Aldo“ ir kitų parduotuvių asortimento, pristato įvairius stiliaus derinius ir naujausias kolekcijas.

2019 m. rugsėjo mėnesį Grupė pradėjo bendradarbiavimą su internetine prabangos prekių platforma Farfetch. Tai leido pradėti pardavimus internetu iš 5 prabangos parduotuvių ir gerokai išplėsti pardavimų geografiją. 2019 m. rugpjūčio 23 d. Vilniuje prekybos centre „Akropolis“ Grupė po rekonstrukcijos atidarė didžiausią Lietuvoje naujausios koncepcijos „Zara“ parduotuvę. Šios parduotuvės plotas išaugo 1,5 tūkst. kvadratinį metrų iki 3,3 tūkst. kvadratinį metrų. 2019 m. rugsėjo 5 d. Grupė Latvijos sostinėje Rygoje atidarė aštuonias parduotuves prekybos centre „Alfa“. Prekybos centre atidaryta pirmoji Latvijoje „Zara Home“ bei naujos „Massimo Dutti“, „Oysho“, „Stradivarius“, „Moskito“ parduotuvės. Į naują prekybos centro dalį perkeltos „Pull&Bear“, „Bershka“ ir 2,9 tūkst. kvadratinį metrų naujausios koncepcijos „Zara“ parduotuvė. 2019 m. pabaigoje Taline Rotermanni kvartale Grupė po išplėtimo ir pilnos rekonstrukcijos atidarė didžiausią Baltijos šalyse 775 kv. m „Pull&Bear“ parduotuvę.

Esminės verslo funkcijos ir valdymas koncentruotas pagrindinėje bendrovėje APB „Apranga“. Dukterinės bendrovės vykdo tik mažą dalį funkcijų, jose dirba minimalus kiekis administracijos darbuotojų. Tuo tarpu bendrovėje APB „Apranga“ dirba absoliučiai didžioji dalis Grupės administracijos darbuotojų bei visi logistikos ir sandėlio darbuotojai.

2019 metais gruodžio 31d. įmonė turėjo 2 899 akcininkus, įmonės akcininkai, nuosavybės teise turintys ar valdantys daugiau nei 5% įstatinio kapitalo. APB „Apranga“ visą įstatinį kapitalą sudarančios 55 291 960 vienetų 0,29eur nominalios vertės paprastosios vardinės akcijos yra įtrauktos į Nasdaq Vilnius vertybinių popierių biržos oficialųjį prekybos sąrašą. Visos įmonės

įmonės akcijos suteikia vienodas teises akcininkams ir nėra akcininkų, turinčių specialias kontrolės teises. Žemiau pateikiamas įmonės akcininkų sąrašas:

7 lentelė

APB „Apranga“ įmonės akcininkų sąrašas

Akininkas	Akčių skaičius	Įstatinio kapitalo dalis, (%)
UAB „MG Baltic Investment“	34 442 189	62,3
UAB „Minvista“	6 397 059	11,6
Swedbank AS (Estija) klientai	3 719 099	6,7

Šaltinis: APB „Apranga“ finansinės atskaitomybės ataskaita, 2019.

APB „Apranga“ savo veikloje naudoja naujausias technologijas bei naujausius technologinius procesus, atitinkančius ekologinius standartus ir padedančius mažinti neigiamą įtaką aplinkai. Grupė 79% parduotuvių vietoje plastikinių įpakavimo priemonių naudoja popierines. Grupė taip pat skatina racionalų išteklių valdymą ir naudojimą, nuolatos ieško būdų mažinti elektros sąnaudas tinklui priklausančiose parduotuvėse, centriname biure bei logistikos sandėliuose.

Įmonės verslo filosofijos principai:

- Dirbti tik su sparčiausiai augančiais ir komerciškai sėkmingiausiais pasauliniais prekės ženklais ar tinklais, veikiančiais įvairiose rinkose;
- Rinktis tik geriausias vietas tinklo parduotuvėms įrengti;
- Įrengti optimalaus dydžio parduotuves pagal aukščiausius europinius dizaino ir technologijų reikalavimus;
- Siekti optimaliai išnaudoti akivaizdaus rinkos lyderio galią ir sparčios plėtros galimybes konkurencinėje aplinkoje.

*Įmonės valdymas.* Įmonės organai yra: visuotinis akcininkų susirinkimas, kolegialus valdymo organas - valdyba ir vienasmenis valdymo organas - Įmonės vadovas. Pagal Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymą įmonėje gali būti sudaromas vienas kolegialus valdymo organas. Įmonėje Stebėtojų taryba nesudaroma. Valdybą sudaro 6 valdybos nariai, renkami ketveriems metams, ir jie atstovauja akcininkus bei atlieka priežiūros ir kontrolės funkcijas.

Valdybos struktūra pavaizduota 4 paveiksle.



4 paveikslas. APB „Apranga“ įmonės valdymo struktūra.

Šaltinis: APB „Apranga“ finansinės atskaitomybės ataskaita, 2019.

APB „Apranga“ pardavimų pajamas sudaro pajamos gaunamos mažmeniniame parduotuvių tinkle (186 parduotuvės Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje) ir pajamos iš prekybos internetu. Kaip ir ankstesniais metais daugiau nei 95% pardavimo pajamų sudaro pardavimai specializuotose drabužių parduotuvėse. Likusias pardavimų pajamas sudaro avalynės ir namų apyvokos reikmenų pardavimai atitinkamose specializuotose parduotuvėse.

EUROSTAT duomenimis Baltijos šalių mažmeninė prekyba (išskyrus variklinių transporto priemonių, motociklų ir automobilių degalų prekybą) per 2019 m. sparčiausiai augo Lietuvoje (+5%) ir Estijoje (+5%). Latvijoje mažmeninės prekybos augimo tempai tuo pačiu laikotarpiu buvo lėtesni ir sudarė 3%. Europos Sąjungos (28 šalių) mažmeninė prekyba per 2019 m. išaugo apie 3% (t.y. šiek tiek daugiau nei 2018 metų atitinkamu laikotarpiu, kai augo 2%).

## 2.2 APB „Apranga“ finansinė analizė

*Horizontalioji analizė.* Ši analizė atliekama tada, kai finansinių ataskaitų dydžiai lyginami su praėjusio laikotarpio baziniais duomenimis. Horizontalioji analizė dažnai taikoma analizuojant įmonės balanso ir pelno (nuostolio) atsakaitų duomenis. Horizontaliosios analizės pagalba galima tinkamai įvertinti įmonės trumpalaikio ir ilgalaikio turto, pajamų ir sąnaudų, kapitalo bei laisvųjų pinigų srautų pokyčius.

Horizontalioji analizė padeda nustatyti turto ir savininkų nuosavybės bei įsipareigojimų konkrečių elementų kitimo tendencijas, šį kitimą palyginti su ankstesniu laikotarpiu šių elementų kitimu. Horizontaliosios analizės atmaina yra trendo analizė: analizuojami keliu metu (3-7) finansinių ataskaitų duomenys bei apskaičiuojami rodiklių pasikeitimai per keletą laikotarpių ir tokiu būdu atskleidžiamos įmonių finansinių rezultatų kitimo tendencijos, dėsniumai. Ši analizė parodo finansinių rodiklių dinamiką, tačiau neišryškina priežasčių, dėl kurių įvyko finansinių rodiklių pakitimai. Atliekant įmonės horizontaliąją analizę buvo pasirinktas 5 metų (2015 m. – 2019 m.) laikotarpis.

*Vertikalią (struktūrinę) analizę.* Vertikalią analizę atliekama tada, kai kiekvienas finansinės ataskaitos rodiklis yra lyginamas su bendroju baziniu rodikliu, gautas dydis išreiškiamas procentais. Užsienio šalių ekonomistai šią analizę dažnai vadina struktūrine analize. Bendras bazinis rodiklis gali būti įmonės balanso, aktyvų, pasyvų, pelno, kaštų ir pardavimo suma. Atliekant vertikalią analizę, visi balanso straipsniai lyginami su bendra turto arba savininko nuosavybės ir įsipareigojimų suma. Visi apskaičiuoti dydžiai išreiškiami procentais, t.y. atliekama balanso struktūros analizė. Balanso analizės pradžioje nustatoma ilgalaikio ir trumpalaikio turto lyginamasis svoris ir jo sudedamųjų elementų struktūra. Balanso turto straipsnis rodo, kaip buvo panaudotas turimas turtas, o savininkų nuosavybės ir įsipareigojimų straipsnis – turto šaltinius bei jo finansavimo būdus. Palyginus turto ir kapitalo struktūras, nustatomas finansavimo tikslumas ir su juo susijusios problemos. Šio palyginimo tikslas – nustatyti, kaip kapitalo panaudojimas atitinka investicijas ir kaip pardavimai leidžia apmokėti svetimą kapitalą. Iš vertikalios analizės duomenų matyti įmonės finansinės buklės kitimo tendencijos, įmonėje. Santykiniai rodikliai tam tikru mastu sumažina neigiamą infliacinių procesų, iškreipiančių absoliučius duomenis įtaką ir kartu leidžia juos objektyviau palyginti.

*Horizontalią ir vertikalią balanso analizę.* Šios analizės yra identiškos analitiku praktikoje taikomiems palyginimo bei dinamikos eilučių analizės, taip pat, rodiklių lyginamųjų svorių skaičiavimo būdams. Atliekant horizontalią bei vertikalią analizę, pasirinktas laikotarpis yra 2015-2019 m. Šis laikotarpis pasirinktas kadangi literatūroje rekomenduotinas laikotarpis yra 5-7 metai.

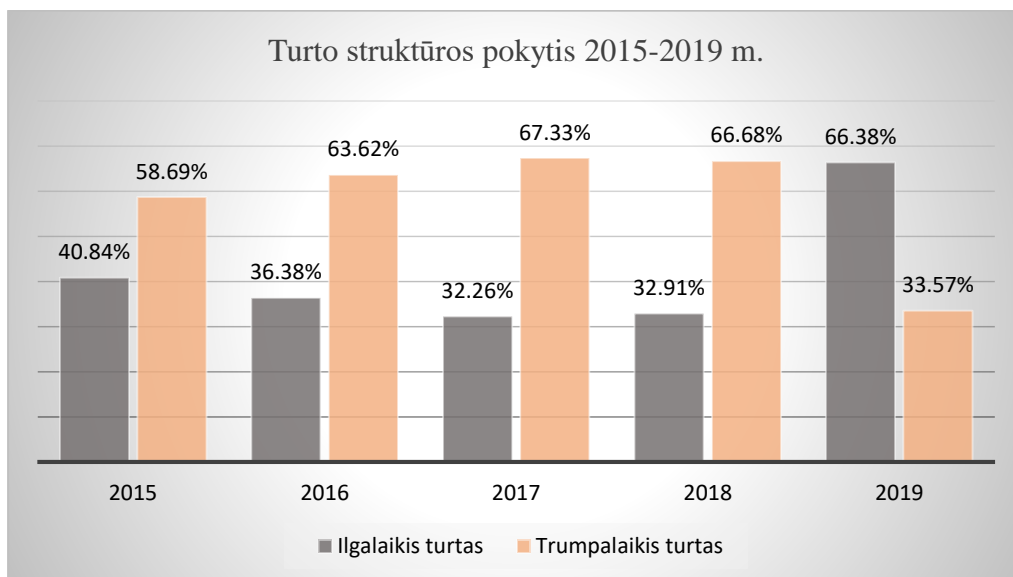
*Vertikalią ir horizontalią pelno (nuostolių) analizę.* Pasirinktas analizės laikotarpis 2015-2019 metai. Atlikus pelno (nuostolio) vertikalią analizę (žr. 10 priedą) analizuojamu laikotarpiu pardavimo savikaina sudaro vidutiniškai 55,49% pardavimo pajamų, bendrasis pelnas atitinkamai sudaro 45%. Įmonės veiklos sąnaudos sudaro vidutiniškai 38,11%, iš kurių bendrosios ir administracinės sąnaudos sudaro ~15% veiklos sąnaudų. Veiklos pelnas prieš finansinės veiklos sąnaudas sudaro vidutiniškai 7,11%. Pelno mokesčio sąnaudos analizuojamu laikotarpiu sudarė kiek daugiau nei 1%, o laikotarpio pelnas vidutiniškai sudarė 5,81%. 2017 metais laikotarpio pelnas sudarė 7,60% pardavimo pajamų ir tai buvo didžiausias grynas pelnas fiksuotas analizuojamu laikotarpiu. Mažiausias grynas pelnas buvo 2018 metais, kai grynas pelnas sudarė 4,10% pardavimo pajamų.

2015-2019 metų atlikta pelno (nuostolio) horizontalią analizę (žr. 8 priedą) rodo, jog APB „Apranga“ metais pardavimo pajamos vidutiniškai augo 17,59% (baziniai metai 2015 m.), bendras pokytis analizuojamu laikotarpiu sudarė 29,15%. Pardavimų augimas lyginant su praėjusiais metais buvo vidutiniškai ~7%. 2015-2019 metais pardavimai vidutiniškai augo 6,64% lyginant su praėjusiais metais. Prasčiausias pardavimų augimas (2,5%) užfiksuotas 2018m., tam

didžiausios įtakos turėjo ne tik neįprastai šiltos oro sąlygos bei pagrindinio įmonės partnerio verslo modelis, bet ir žiniasklaidoje didelio atgarsio sulaukęs MG Baltic politinis skandalas. Pardavimų savikaina augo šiek tiek sparčiau nei pardavimai, vidutiniškai 20,86% lyginant su baziniais 2015 metais. Pardavimų savikainos augimas lyginant su praėjusiais metais vidutiniškai sudarė 7,66%. Veiklos sąnaudos kito gan tolygiai, vidutiniškai apie 7%. Didžiausias veiklos sąnaudų pokytis buvo 2019 metais, kai sąnaudos padidėjo 8,24% lyginant su praėjusiais metais, tam didžiausios įtakos turėjo darbo užmokesčio sąnaudų padidėjimas, kuris bendrasis ir administracines sąnaudas padidino 12,32% lyginant su praėjusiais metais (2015-2018 metais bendrųjų ir administracinių išlaidų augimas siekė ~7,48%). 2017 metais įmonė pardavė nekilnojamąjį ilgalaikį turtą (apskaičiuota vertė apie 3,5 mln. EUR), tai ženkliai padidino kitų pajamų straipsnį. Visais kitais laikotarpiais kitos pajamos kito nežymiai. Veiklos pelnas analizuojamu laikotarpiu kito nepastoviai, iki 2017 metų turėjo tendenciją didėti, tačiau 2018 metais ženkliai sumažėjo, tačiau šį pokytį daugiausiai lėmė pajamos iš nekilnojamojo turto pardavimo, kurios dirbtinai „išpūtė“ praėjusių metų veiklos rezultatus. APB „Apranga“ grynas pelnas analizuojamu laikotarpiu kito netolygiai, 2017-2018 metais fiksuojamas grynojo pelno mažėjimas dėl susiklosčiusių išorinių makroekonominių bei politinių veiksnių, tačiau 2019 metais jau fiksuojamas ~16% grynojo pelno augimas. Reikia pastebėti, jog 2017-2018 metais įmonei buvo ganėtinai sudėtingi veiklos atžvilgiu, kas turėjo tiesioginės įtakos įmonės finansiniais rezultatais, tačiau APB „Apranga“ visu analizuojamu laikotarpiu dirbo pelningai.

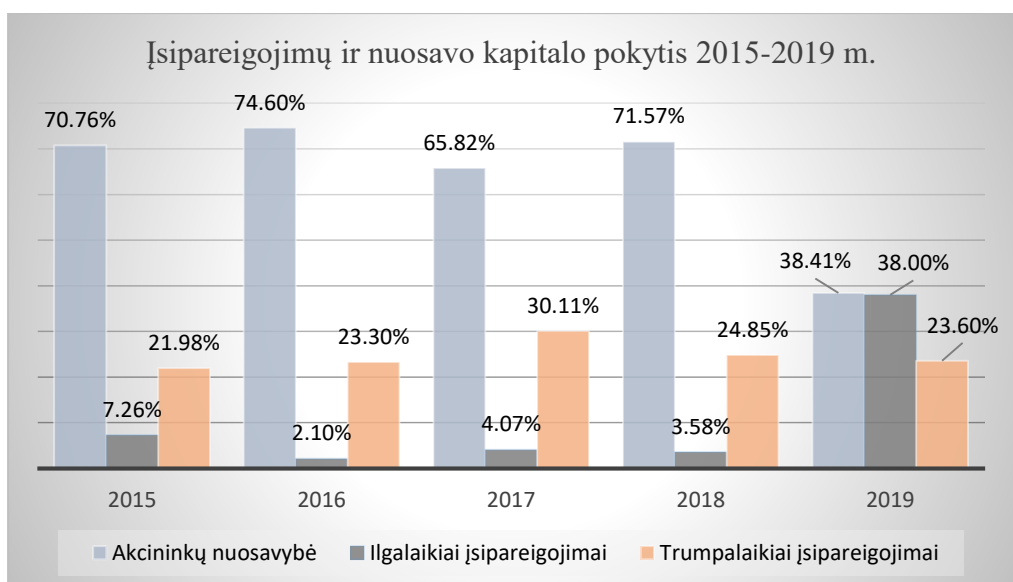
Atliekant vertikaliąją balanso analizę, galima nustatyti APB „Apranga“ balanso aktyvo ir pasyvo rodiklių struktūrą, t.y. apibūdinti įmonės turto pagrindinių elementų dalis bendroje turto sudėtyje, taip pat, kapitalo bei įsipareigojimų dalis balanse. Atlikus APB „Apranga“ 2015-2019 metų vertikaliąją balanso analizę (žr. 11 priedą), galima teigti, jog didžiąją dalį turto sudaro trumpalaikis turtas (vidutiniškai 41,64%), ilgalaikio turto dalis visame turte sudaro apie 58,09%. Esminis turto pokytis fiksuojamas 2019 metais, kai ilgalaikio turto dalis sudarė 66,24%, o trumpalaikis turtas 33,71%. Tokį pokytį sąlygojo naujo apskaitos standarto pakeitimas (TFAS 16), įsigaliojusio 2019 metų sausio 1 d, kuris turėjo reikšmingos įtakos įmonių finansiniams rodikliams, nes atsirado naudojimo teise valdomas turtas, kuris apskaitomas kaip ilgalaikis turtas, o pelno (nuostolio) ataskatitoje atitinkamai išaugo nusidėvėjimo sąnaudos. Be kita ko, nuomos sąnaudas pakeitus nusidėvėjimu, EBITDA rodikliui tai turėjo teigiamos įtakos. Šis pakeitimas taip pat turėjo tiesioginės įtakos įmonės balansiniams įsipareigojimams, kurie 2019 metais ženkliai padidėjo. Apžvelgiant trumpalaikio turto sudėtį, atsargos sudarė vidutiniškai 77,27% viso trumpalaikio turto, pardavimui skirtas finansinis turtas 3,13%, pinigai ir jų ekvivalentai 3,13%. APB „Apranga“ turto struktūros pokyčiai pavaizduoti 5 paveiksle.





5 paveikslas. APB „Apranga” ilgalaikio ir trumpalaikio turto pokyčiai 2015-2019 metais.  
Šaltinis. Sudaryta autoriaus.

Trumpalaikiai įsipareigojimai nuo nuosavo kapitalo bei įsipareigojimų vidutiniškai sudarė 24,77%, o ilgalaikiai įsipareigojimai nuo visų įsipareigojimų analizuojamu laikotarpiu vidutiniškai sudarė 11% nuo viso kapitalo bei įsipareigojimų. 2019 metais dėl anksčiau minėtų priežasčių įmonės ilgalaikiai įsipareigojimai Visi įsipareigojimai kito netolygiai ir dėl anksčiau minėtų priežasčių įmonės ilgalaikiai įsipareigojimai jau sudarė 38% viso nuosavo kapitalo bei įsipareigojimų (žr. 6 pav.).



6 paveikslas. APB „Apranga” įsipareigojimų ir nuosavo kapitalo pokyčiai 2015-2019 metais.  
Šaltinis. Sudaryta autoriaus.

Nuosavo kapitalo dalis nuo nuosavo kapitalo ir visų įsipareigojimų APB „Apranga“ 2015-2019 metais vidutiniškai sudarė 64,23%, nes įmonė didesnę dalį savo veiklos finansavo nuosavu kapitalu. Įsipareigojimai vidutiniškai sudarė 35,77%, nuosavo kapitalo ir visų įsipareigojimų ir kito netolygiai ir dėl anksčiau minėtų priežasčių visi įmonės įsipareigojimai padidėjo iki 61% viso nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų. Per analizuojamą laikotarpį įmonės nuosavojo kapitalo dalys, išskyrus nepaskirtąjį pelną, nekito. Įmonės veiklos finansavimas iš nuosavo ir skolinto kapitalo kito netolygiai. Nuosavas kapitalas analizuojamu laikotarpiu 2015-2019 metais sudarė vidutiniškai 64%. 2015-2019 metais akcinis kapitalas nepasikeitė, kito tik nepaskirstytas įmonės pelnas.

APB „Apranga“ 2015-2019 metų balanso horizontaliosios analizės rezultatai rodo, jog dauguma balanso rodiklių analizuojamu laikotarpiu tendencingai augo (žr. 9 priedą). 2019 metais įmonė pirmą kartą pritaikė 16-ąją TFAS „Nuoma“, kuris turėjo reikšmingos įtakos įmonės finansinėms ataskaitoms. Šie pasikeitimai sąlygojo ne tik ilgalaikio turto pokytį (2,8 karto padidėjimas lyginant su 2018 metais.), bet ir reikšmingus pokyčius pelno (nuostolio) ataskaitoje, kur ženkliai išaugo nusidėvėjimo sąnaudos bei įmonės EBITDA. Nuosavas kapitalas analizuojamu laikotarpiu augo vidutiniškai 4,58%, bendras pokytis sudarė 19,06%. Nuosavo kapitalo pokyčiui daugiausia įtakos turėjo nepaskirstytas pelnas, kitos nuosavo kapitalo dalys analizuojamu laikotarpiu nekito. Įmonės ilgalaikiai įsipareigojimai analizuojamu laikotarpiu kito netolygiai, 2016 metais įmonė ženkliai sumažino ilgalaikių paskolų dalį, todėl ilgalaikiai įsipareigojimai sumažėjo 70,13%, tačiau dėl naujos 16 TFAS nuostatos taikymo 2019 metais ilgalaikis turtas padidėjo ~ 10,5 karto. Trumpalaikiai įsipareigojimai vidutiniškai didėjo 9,02%, tačiau dėl 16 TFAS taikymo 2019 metais trumpalaikių įsipareigojimų padidėjimas siekė 81,97% lyginant su praėjusiais metais. Išanalizavus APB „Apranga“ balanso pokyčius galima teigti, jog įmonės turto struktūra yra pakankamai stabili, įmonės pinigai bei jų ekvivalentai analizuojamu laikotarpiu padidėjo 2,5 karto, o turtas išaugo dvigubai.

*Santykinė analizė.* Atliekant APB „Apranga“ 2015-2019 metų santykinę analizę apskaičiuojami šių grupių santykiniai rodikliai (žr. 12-16 priedą):

- Pelningumo;
- Likvidumo;
- Apyvartumo;
- Įsipareigojimų;
- Rinkos vertės.

Gautos rodiklių reikšmės yra palyginamos su to paties sektoriaus įmonių rodikliais analogišku laikotarpiu, AB „Utenos trikotažas“, „AB „Linas“.

*Pelningumo rodiklių analizė.* Tai pagrindiniai rodikliai, kuriais remiamasi atliekant finansinę analizę. Šie rodikliai geriausiai apibūdina įmonės finansinę padėtį, taip pat, remiantis šiais rodikliais yra priimami svarbiausi įmonės finansiniai sprendimai susiję su dividendų kaupimu, įmonės plėtra ir t.t. Svarbiausią įmonės veiklos efektyvumą apibūdinantis kriterijus yra grynasis pelnas, kuriuo remiantis skaičiuojami pagrindiniai santykiniai pelningumo rodikliai, nurodantys kokia kaina yra gaunamas pelnas. Atlikus APB „Apranga“ pelningumo rodiklių analizę (žr. priedą X), galima teigti, jog įmonės pelningumo rodikliai yra pakankamai geri. Bendrasis įmonės pelningumas analizuojamu laikotarpiu buvo apie 45% ir kito nežymiai, kuomet sektoriaus įmonių bendrasis pelningumas vidutiniškai siekė apie 19%. Grynjojo pelningo reikšmė nebuvo labai aukšta (~6%), tačiau lenkė sektoriaus bendrąjį pelningumą, kuris vidutiniškai siekė 3%. Turto pelningumo rodiklis vidutiniškai siekė 13%, rodiklio reikšmė yra patenkinama, nes laikoma, kad rodiklio reikšmė virš 15% yra gera, o žemiau 8 laikoma nepatenkinama. Sektoriaus įmonių turto pelningumas vidutiniškai siekė 4%. APB „Apranga“ nuosavybės pelningumas analizuojamu laikotarpiu vidutiniškai siekė 19% (20% reikšmė laikoma gera) ir buvo aukštesnis nei lyginamų sektoriaus įmonių, tai rodo, aukštesnę paprastųjų akcijų savininkų investicijų pelningumą, t.y. įmonės akcijos yra pelningesnės ir investuotojas gauna didesnę naudą, kai dividendai išmokami akcininkams. Tai reiškia, jog savininkų lėšos įmonėje yra panaudojamos efektyviai. ROI parodo, kiek efektyvios yra investicijos. Investicijų pelningumo rodiklis APB „Apranga“ vidutiniškai siekė 17%, t.y. kiekvienas investuotas euras generuoja 11 centų grynojo pelno.

*Likvidumo rodiklių analizė.* Pagal likvidumo rodikius galima spręsti, kiek įmonė yra pajėgi padengti trumpalaikius įsipareigojimus nepatirdama nuostolio arba turtą greitai paverti į pinigus, kurias gali padengti trumpalaikius įsipareigojimus ir išlaikyti stabilią veiklą. Einamojo likvidumo rodiklis parodo, koku laipsniu įmonės trumpalaikis turtas padengia trumpalaikius įsipareigojimus. APB „Apranga“ 2015-2019 einamojo likvidumo rodiklio reikšmė vidutiniškai siekė 2,5, tai reiškia, jog įmonė buvo pajėgi padengti trumpalaikius įsipareigojimus trumpalaikiu turtu. Skubaus padengimo koeficientas APB „Apranga“ vidutiniškai siekė 0,6, tuo tarpu sektoriaus rodikliai buvo kiek geresni ir vidutiniškai siekė 0,8. Rodiklio reikšmė bendru atveju turi būti apie 1, tačiau tai priklauso ir nuo ekonominio sektoriaus, prekybos įmonių mažesnė rodiklio reikšmė laikoma priimtina. Įmonės apyvartinis kapitalas arba likvidus kapitalas vidutiniškai tendencingai didėjo iki 2018 metų, tačiau dėl padidėjusių trumpalaikių nuomos įsipareigojimų 2019 metais sumažėjo dvigubai.

*Apyvartumo rodiklių analizė.* Rodikliai parodo, kaip efektyviai įmonė surenka pinigus bei panaudoja turimas atsargas. APB „Apranga“ atsargų apyvartumas analizuojamu laikotarpiu vidutiniškai siekė 2,2 ir kito nežymiai, tokią žemą rodiklio reikšmę sąlygojo įmonės laikomas

ganėtinai didelis atsargų kiekis. 2015-2019 metais įmonės debitorinio įsiskolinimo apyvartumas vidutiniškai siekė 90 dienų, 2017 metais rodiklio reikšmė buvo sumažėjusi net 3 kartus, tačiau 2019 metais vėl padidėjo iki 90 dienų. Sektoriaus įmonių debitorinių skolų apyvartumo rodikliai buvo žymiai geresni ir vidutiniškai siekė 39,3. Greitesnis atsiskaitymas su įmone sąlygoja efektyvesnę pinigų panaudojimą įmonės veiklai, todėl galima daryti išvadą, jog įmonė turi efektyviau valdyti pirkėjų gautinas sumas. Įmonės skolų tiekėjams apyvartumas (kreditorinis skolos) vidutiniškai siekė 78,4 ir analizuojamu laikotarpiu tendencingai didėjo. Didesnė rodiklio reikšmė sudaro galimybę įmonei išlaikyti lėšas ilgesniam laikotarpiui, suteikdama galimybę maksimaliai išnaudoti turimas lėšas. Sektoriaus rodiklio reikšmė vidutiniškai siekė 47,7%. APB „Apranga“ turto apyvartumo rodiklis 2015-2019 metais vidutiniškai siekė 2,1, tai reiškia jog turtas kiek daugiau nei 2 kartus per metus padaro pilną apyvartos ciklą. Kuo didesnis turto apyvartos rodiklis, tuo efektyviau įmonė dirba, nes didesnis rodiklis reiškia, kad įmonė uždirba daugiau pajamų iš vieno turto euro.

*Įsipareigojimų rodikliai* parodo įmonės sugebėjimą vykdyti savo ilgalaikius ir trumpalaikius finansinius įsipareigojimus. Svarbiausias įsipareigojimų rodiklis – skolos ir nuosavybės santykis. Šis rodiklis parodo, kokia bendrų įmonės ilgalaikių ir trumpalaikių įsipareigojimų, susijusių su įmonės veiklos ciklu, tiek su jos skolinimusi, suma tenka vienam nuosavo kapitalo eurui. Praktikoje priimta, jog normalus šio rodiklio santykis yra 1:2, t.y. pusė finansavimo šaltinių turėtų būti skolinami. APB „Apranga“ bendro įsiskolinimo rodiklio reikšmė analizuojamu laikotarpiu buvo gera (~0,3), tai reiškia, jog įmonės skolos yra pakankamai padengiamos turimu turtu. Sektoriaus rodiklio reikšmė buvo nežymiai aukštesnė (~0,4). Nuosavybės koeficientas parodo kokia dalimi turtas yra suformuotas iš nuosavų lėšų. „APB Apranga“ 2015-2018 metais nuosavybės koeficientas vidutiniškai siekė 73%, tačiau šio rodiklio reikšmė ženkliai sumažėjo 2019 metais ir siekė 38%. Tokį didelį pokytį lėmė naudojimo teise valdomo turto padidėjimas, kuris padidino ir bendrą ilgalaikį turtą. Skolos – nuosavybės santykis parodo kiek vienam nuosavo kapitalo eurui tenka skolų. Bendru atveju rodiklis ~ 0,5 laikomas normaliu t.y. maždaug pusė įmonės veiklos yra finansuojama iš skolintų lėšų. APB „Apranga“ skolos – nuosavybės koeficientas analizuojamu laikotarpiu vidutiniškai siekė 0,6, tačiau 2019 metais padidėjo iki 1,6. Vėlgi, tokio pokyčio pagrindinė priežastis ženkliai padidėję ilgalaikiai įsipareigojimai, kuriuos sąlygojo naudojimo teise valdomo turto įtraukimas į ilgalaikių įsipareigojimų dalį įmonės balanse. Apibendrinant APB „Apranga“ 2015-2019 metų įsipareigojimų rodiklius galima konstatuoti, jog rodikliai yra pakankamai geri ir įmonė efektyviai tvarkosi su įsipareigojimais, įsipareigojimų rizika yra gana žema.

*Rinkos vertės finansiniai rodikliai.* Paprastai rinkos vertės rodikliai yra skaičiuojami įmonių, kurių akcijos yra listinguojamos vertybinių popierių biržoje. Rinkos vertės rodikliai dažniausiai naudojami potencialių investuotojų. Šie rodikliai padeda įvertinti viešai prekiaujamų įmonių ekonominę būklę bei atlika svarbų vaidmenį nustatant akcijas, kurios gali būti pervertintos arba nepakankamai įvertintos. Kapitalizacija parodo įmonės nuosavo kapitalo rinkos vertę, jei visos akcijos būtų parduodamos rinkos kaina tam tikru momentu. Skaičiuojant kapitalizaciją atsižvelgiama tik į faktiškai išleistų paprastųjų akcijų kiekį, išleidus papildomą akcijų kiekį, įmonės kapitalizacija yra perskaičiuojama nuo padidinto įstatinio kapitalo įregistravimo dienos. Akcijos kainai rinkoje kylant, kapitalizacija didėja ir atvirkščiai.

Pelno vienai akcijai rodiklis yra vienas pagrindinių rodiklių, naudojamų finansų rinkose akcininkų investicijų į įmonių akcijas palyginimui ir vertinimui. Šis rodiklis parodo, kiek grynojo pelno tenka vienai paprastajai akcijai.

Akcijos kainos ir pelno santykis parodo, kiek investuotojas moka už vieną įmonės grynojo pelno eurą. Rodiklis tiesiogiai sieja akcijos rinkos vertę su grynuoju pelnu ir gali būti lyginamas su kitomis to paties sektoriaus įmonėmis. Šiam rodikliui didelę įtaką daro bendras akcijų rinkos pokytis.

Rinkos vertės rodiklių analizė rodo, jog APB „Apranga“ įmonės kapitalizacija yra didžiausią lyginant su kitomis sektoriaus įmonėmis. APB „Apranga“ pelno vienai akcijai (EPS) rodiklio reikšmė analizuojamu laikotarpiu buvo aukščiausia iš lyginamų sektoriaus įmonių. 2015-2019 metais APB „Apranga“ akcijos kainos – pelno (P/E) rodiklis buvo pastovus ir analizuojamu laikotarpiu vidutiniškai siekė 12,3, tai reiškia, jog investuotojų pinigų grąža buvo teigiama ir pastovi.

Apibendrinant APB „Apranga“ 2015-2019 metų finansinės analizės rezultatus galima teigti, jog įmonės veikla buvo pelninga, finansinė būklė stabili buvo stabili. Įmonės kapitalizacija rodo, jog įmonė yra lyderė tarp savo sektoriaus įmonių.

### 3. APB „Apranga“ VERTĖS NUSTATYMAS

#### 3.1 Vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu

Pirmasis etapas sudarė įmonės praėjusių laikotarpių finansinių straipsnių kitimo dinamiką bei tendencijas, todėl sekantis etapas sudarys:

- Pinigų srautų prognozavimus;
- Diskonto normos nustatymą;
- Tęstinės vertės apskaičiavimą;
- Įmonės vertės nustatymą.

*Įmonės pinigų srautų prognozavimas.* Pinigų srautai yra pagrindas diskontuotų pinigų srautų vertinimui. Įmonės vertinimas reikalauja diskontuoti būsimus pinigų srautus į dabartinius. Pinigų srautai, kuriuos naudojame vertindami, yra prognozuojami laisvi pinigų srautai. Modelis, kurį naudojame šiandien vertybei nustatyti, priklauso nuo laisvų pinigų srautų augimo prielaidų. Vertinant diskontuotus pinigų srautus, turto vertė yra dabartinė numatomų turto pinigų srautų vertė, diskontuota norma, kuri atspindi ateities pinigų srautų rizikingumą.

Daugiausia turto yra įsigyjama, nes tikimasi, jog jis ateityje generuos pinigų srautus. Turto vertė suprantama ne kiek jis yra vertas, bet kiek yra verti to turto tikėtinų ateities pinigų srautai. Paprasčiau tariant, turto, kurio pinigų srautai yra dideli ir nuspėjami, vertė turėtų būti didesnė nei turto, kurio pinigų srautai yra maži ir nepastovūs Damodaran (1996).

Jei vertinimo objektas yra įmonė, turi būti atsižvelgiama į tai, jog pinigų srautai turi būti prienami nuosavo kapitalo finansavimo šaltiniams (įmonės kreditoriams bei akcininkams). Kadangi palūkanos yra atimamos, kad gautume grynąsias pajamas, pinigų srautas turi būti prieš bet kokias palūkanas. Šis pinigų srautas yra apskaičiuojamas kaip pelnas prieš palūkanas, nusidėvėjimą ir amortizaciją arba EBITA. Analitikai remiasi įmonės EBITDA, kadangi tai leidžia palyginti tos pačios veiklos rūšies įmonių, kurios turi panašią veiklos sąnaudų struktūrą. Tačiau, reiki pastebėti, kad nors EBITDA naudinga daugeliui atveju, ji ne visiškai atspindi įmonės pinigų srautus. Pagrindinė pinigų srautų analizė vertina pinigų srautų formą. Pinigų srautas apskaičiuojamas koreguojant grynąsias pajamas atsižvelgiant į nepinigines išlaidas, taip pat į apyvartinio kapitalo pokytį. Laisvųjų pinigų prognozei buvo pasirinktas 5 metų laikotarpis (2020 – 2024 metai.). Ilgesnio laikotarpio prognozė būtų gana rizikinga, kadangi pakankamai sudėtinga prognozuoti ilgo laikotarpio šalies ekonominę situaciją bei įmonėje galimus pokyčius.

Norint kuo tiksliau nustatyti prognozuojamus pardavimus, reikia atsižvelgti į bendrą rinkos situaciją, šalies ekonominę, politinę situaciją, įmonės planus bei ateities strategiją.

2019 m. prasidėjusi COVID-19 pandemija sukrėtė visą pasaulį. Pasaulinės ekonomikos susitraukimai, kilę dėl COVID-19 pandemijos, gerokai viršijo Didžiojo nuosmukio laikotarpį, kuris baigėsi 2009 metais ir įvyko daug spartesniu greičiu, paliesdamas visus sektorius ir daugelį didžiausių pasaulio kompanijų. Daugelis kompanijų turėjo pakeisti savo ateities strategiją, kad pasiektų „pabėgimo greitį“ nuo krizės, sutelkdamos dėmesį į EBITDA maržas, įplaukas ir galimus pakaitalus. Sritys, kurioje įmonės jau gerokai prisitaikė, naudoja pažangias technologijas, kad išspręstų kintančias darbo aplinkos sąlygas ir išliktų konkurencingos. Kompanijos, sėkmingai reaguojančios į krizę, diegė pažangesnes technologijas, skaitmeninius produktus, vystė bei tobulino e-prekybą, kad paspartintų naujoves, tikėdamos, kad dauguma šių pokyčių pralenks pandemiją. Visose verslo šakose sprendimai bus priimami labiau vadovaujantis strategija. Reikia pastebėti, jog pandemija veikia kaip pokyčių, kurie jau buvo pradėję vykti, katalizatorius. Kaip pavyzdys, elektroninė prekyba, duomenų migracija į „debesis“ bei duomenų centrų poreikis, kuris jau dabar siekia rekordines aukštumas, augs. Stiprūs verslai pasinaudos galimybe pritaikyti savo verslo modelius šiai naujai įprastai realybei, galbūt įsigydami savo tiekimo grandinės dalis arba pašalindami nuostolingai dirbančius konkurentus.

Privataus kapitalo įmonės taip pat siekia ilgiau išlikti žaidimo dalyvėmis. Statistika rodo, jog pastaraisiais metais labai padidėjo lėšos, skirtos ilgalaikiam investavimui. Tikslinis investicijos išlaikymo laikotarpis paprastai yra 3–5 metų trukmės. Šiuo metu padidėjo lėšų, kurių numatytas laikotarpis yra nuo 15 iki 20 metų. Tai reiškia, jog privataus kapitalo įmonės vis labiau siekia investuoti į verslus, turinčius ilgalaikį strateginį augimo planą ir leidžia jiems įgyvendinti savo strategijas netaikydamos trumpalaikio spaudimo priemonių, kuriomis pasižymi aktyvesnio akcininko investicijos.

Pandemija atskleidė neigiamą globalizacijos pusę. Dėl įvesto karantino, poveikis tiekimo grandinėms visame pasaulyje buvo staigus ir dramatiškas, todėl ateityje daugelis kompanijų turėtų bent jau siekti, kad jų tiekimo grandinės turėtų daugiau papildomų galimybių arba ieškoti naujų bendradarbiavimo būdų, kurie padėtų sumažinti riziką ateityje. Kompanijoms ateityje teks daryti svarbius pasirinkimus dėl jų atsako į COVID-19 sukeltą krizę, kuris nulems, ar jų verslas išliks perspektyvus ilguoju laikotarpiu. Natūralu, jog globali COVID-19 pandemija keičia veiklos sąlygas verslui ir Lietuvoje. Dėl COVID-9 pandemijos 2020 metų balandžio mėnesį prekybos apimtys smuko rekordiškai daug – net 17,5%., palyginti su tuo pačiu laikotarpiu 2019 m. Tai didžiausias mėnesinis mažmeninės prekybos nuosmukis nuo 2009 m. Sparčiausiai balandžio – kovo mėn. mažėjo drabužių, avalynės mažmeninės prekybos apyvarta (-71,5 proc.), tačiau nors fizinių parduotuvių veikla buvo apribota, prekyba visiškai nesustojo. Suaktyvėjo prekyba internetu, užsakomasis pardavimas paštu ir internetu išaugo 66,3%.

Vienas iš būdų įveikti rinkos nuosmukį – ieškoti alternatyvių produkcijos realizavimo būdų. Kadangi prekių įsigijimas fizinėse vietose buvo smarkiai ribojamas, dalis prekybos persikėlė į internetinę erdvę. 2019 metų viduryje APB „Apranga“ pradėjo prekybą internetu platformoje „Soulz.lt“. Pasak įmonės vadovybės, pagindinis tikslas – suteikti vartotojams daugiau galimybių ir sėkmingą patirtį mažmeninėje prekyboje pritaikyti ir skaitmeninėje erdvėje. „Soulz“ internetinės parduotuvės įkurimas turi dar labiau sutvirtinti įmonės pozicijas ir pasiūlys dar geresnę apsipirkimo patirtį. 2020 metais APB „Apranga“ prekyba internetu dar labiau suaktyvėjo ir per pirmą pusmetį išaugo 2,5 karto daugiau nei 2019 m. Tokie pokyčiai rodo tikslingus įmonės vadovybės strateginius sprendimus siekiant maksimizuoti pelną ir prisitaikyti prie kardinalių rinkos pokyčių. Dėl susidariusios tam tikros nežinomybės ir neapibrėžtumo daugeliui įmonių teko koreguoti ne tik ateities prognozes, bet ir keisti verslo strategijas ateičiai.

*Pardavimų pajamos ir pardavimų savikaina.* Pirmoje darbo dalyje, atlikus horizontaliąją pelno (nuostolio) analizę 2015-2019 metais įmonės vidutinis pardavimų pajamų augimo tempas siekė 6,6%. Pasikeitus makroekonominėi aplinkai, vartotojų elgsenei bei visai globalinei ekonomikai prognozuoti įmonės pardavimus remiantis istoriniais duomenimis nebūtų visiškai tikslinga. 2020 metais numatomas pardavimų smukimas 15%, o 2021–2024 metais prognozuojamas pardavimų augimas vidutiniškai sieks 2,5%. 2020 metų pardavimų smukimą sąlygos anksčiau minėtos pasikeitusios rinkos sąlygos, o nedidelį, bet tolygų augimą 2021-2024 metais lems lėtas rinkos atsigavimas, bei vartotojų prisitaikymas prie rinkos pokyčių. Analizuojamu laikotarpiu pardavimų savikaina vidutiniškai sudarė 55,5% įmonės pardavimų. Pardavimų savikaina augo šiek tiek daugiau nei pardavimų pajamos, vidutiniškai apie 7,7%. Remiantis šiais duomenimis buvo nustatyta pardavimų prognozė 2020-2024 metais. Pardavimų pajamų bei savikainos prognozės pavaizduotos 8 lentelėje.

8 lentelė

*APB „Apranga“ pardavimo pajamų, savikainos prognozės 2020 – 2024 metais*

	2010 m.	Prognozės				
		2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Pardavimai, tūkst. Eur	205,029	174,275	178,632	183,097	187,675	192,367
Augimas (+), smukimas, %	+10%	-15%	+2,5%	+2,5%	+2,5%	+2,5%
Produkcijos savikaina, tūkst. Eur	115,786	97,594	98,247	100,704	103,221	105,225
Augimas (+), smukimas (-)	+9,08%	-15,71%	0,7%	2,5%	2,5%	1,94%

Šaltinis: Sudaryta autoriaus.



*Kitos veiklos pajamos bei sąnaudos.* Kitos veiklos pajamos bei administracinės sąnaudos priklauso nuo pardavimų. 2015-2019 metais sąnaudos augo kiek daugiau nei 6%, sąnaudų dalis pardavimuose nesikeitė ir visą laikotarpį išliko vidutiniškai 38,1%, kitos veiklos pajamos sudarė vidutiniškai 1% pardavimo pajamų. Prognozuojant veiklos sąnaudas daroma prielaida, jog dėl didėjančio darbo užmokesčio veiklos sąnaudos augs vidutiniškai 2%.

*Bendrasis pelnas ir EBITDA.* Atlikus 2020-2024 metų pardavimo pajamų, paravimų savikainos bei veiklos sąnaudų prognozę, galima apskaičiuoti prognozuojamą bendrąjį pelną ir EBITDA (pelną prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją). 2020 metais bendrasis pelnas sumažės dėl ženkliai sumažėjusių pajamų. 2020-2024 metais bendrasis pelnas augs lėtu tempu, lygiagrečiai su pajamomis. Analogiškas augimas 2020-2024 metais bus ir EBITDA.

9 lentelė

*APB “Apranga” prognozuojamos veiklos sąnaudos ir EBITDA 2020-2024 metais*

tūkst. Eur	Prognozės					
	2019 m.	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Pardavimai	205,029	174,275	178,632	183,097	187,675	192,367
Produkcijos savikaina	115,786	97,594	98,247	100,704	103,221	105,225
Bendrasis pelnas	89,243	76,681	80,384	82,394	84,454	87,142
Veiklos sąnaudos	77,662	69,710	70,559	71,408	73,193	75,023
EBITDA	30,780	26,927	30,169	31,872	32,407	33,779

*Šaltinis:* Sudaryta autoriaus.

*Ilgalaikis turtas, nusidėvėjimas ir amortizacija bei kapitalo sąnaudos.* Ilgalaikis turtas iki 2018 metų vidutiniškai sudarė 35% viso turto, tačiau dėl TFAS 16-ojo taikymo 2019 metais padidėjo iki 66%, prognozuojama, jog dėl sulėtėjusių pardavimų įmonė kiek sumažins investicijas į ilgalaikį turtą. Daroma prielaida, jog 2020-2024 metais ilgalaikio turto augimas bus konservatyvesnis, tačiau išlaikys 2019 tendencijas.

Trumpalaikis turtas 2015-2018 metais sudarė vidutiniškai 64% viso turto, 2019 metais trumpalaikio turto dalis sumažėjo iki 34%, prognozuojama, jog 2020-2024 metais trumpalaikis turtas išlaikys panašias tendencijas ir vidutiniškai sieks 35% viso turto, panašios išliks ir trumpalaikio turto augimo tendencijos, apie 4% augimas 2020-2024 metais.

Nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos analizuojamu laikotarpiu vidutiniškai sudarė 23%, tačiau 2019 metais nusidėvėjimo dalis ilgalaikiame turte sudarė 18,8%, prognozuojama, jog

dėl sulėtėjusių pardavimų įmonė kiek sumažins investicijas į ilgalaikį turtą ir šio turto augimas bus konservatyvesnis pranozuojamam laikotarpiui, todėl daroma prielaida, kad nusidėvėjimo sąnaudos 2020-2024 metais vidutiniškai sudarys 19% ilgalaikio turto, augimas apie 2% lyginant su prieš tai buvusiais metais. Kapitalo sąnaudos apskaičiuojamos prie ilgalaikio turto pokyčio pridėjus nusidėvėjimą ir amortizaciją. Prognozuojamas ilgalaikis turtas, nusidėvėjimas bei kapitalo sąnaudos pavaizduoti 10 lentelėje.

10 lentelė

APB „Apranga“ ilgalaikio turto ir kapitalo sąnaudų prognozės 2020-2024 metais

tūkst. Eur	Prognozės					
	2019 m.	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Ilgalaikis turtas	101,436	102,618	103,915	105,349	106,956	108,779
Ilgalaikio turto pokytis	75,270	1,182	1,296	1,435	1,607	1,823
Nusidėvėjimas ir amortizacija	19,077	19,459	19,848	20,245	20,650	21,063
Kapitalo sąnaudos	94,347	20,641	21,144	21,679	22,256	22,885

Šaltinis: Sudaryta autoriaus.

*EBIT (pelnas, prieš palūkanas ir mokesčius).* Rodiklio EBIT reikšmė gaunama iš EBITDA atėmus prognozuojamą nusidėvėjimą ir amortizaciją (žr. 11 lentelę).

11 lentelė

APB „Apranga“ nusidėvėjimo ir EBIT prognozės 2020-2024 metais

tūkst. Eur	Prognozės					
	2019 m.	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
EBITDA	30,780	26,927	30,17	31,87	32,41	33,78
Nusidėvėjimas ir amortizacija	19,077	19,459	19,848	20,245	20,650	21,063
EBIT	11,703	7,468	10,322	11,627	11,757	12,716

Šaltinis: Sudaryta autoriaus.

*Grynasis apyvartinis kapitalas.* 12 lentelėje apskaičiuotas grynasis apyvartinis kapitalas. Grynasis apyvartinis kapitalas gaunamas iš trumpalaikio turto atėmus trumpalaikius

įsipareigojimus. Daroma prielaida, jog grynasis apyvartinis kapitalas augs panašiu tempu, kaip ir praėjusios laikotarpiais.

12 lentelė

APB „Apranga“ apyvartinio kapitalo pokyčio prognozės 2020-2024 metais

tūkst. Eur	Prognozės					
	2019 m.	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Apyvartinis kapitalas	15,388	16,530	17,180	19,244	20,854	22,664
Apyvartinio kapitalo pokytis	-14,975	1,142	1,280	1,434	1,609	1,810

Šaltinis: Sudaryta autoriaus.

*Laisvieji pinigų srautai.* Skaičiuojant prognozuojamus laisvuosius pinigų srautus buvo naudojama 5 formulė, kurią sudaro EBIT, pelno mokesčio norma, nusidėvėjimas ir amortizacija, apyvartinio kapitalo pokytis, kapitalo sąnaudos. Skaičiavimai pateikti 13 lentelėje.

13 lentelė

APB „Apranga“ prognozuojamieji laisvieji pinigų srautai 2020-2024 metais

tūkst. Eur	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
EBIT	7,468	10,322	11,627	11,757	12,716
Mokesčiai, (%)	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
Kapitalo sąnaudos	20,641	21,144	21,679	22,256	22,885
Nusidėvėjimas ir amortizacija	19,459	19,848	20,245	20,650	21,063
Apyvartinio kapitalo pokytis	1,142	1,280	1,434	1,609	1,810
FCFF	4,023	6,197	7,014	6,778	7,176

Šaltinis: sudaryta autoriaus.

Prieš pradėdant vertinimą, būtina nustatyti diskonto normą, pagal kurią būsiami pinigų srautai bus diskontuojami. Skaičiavimams bus naudojama svartinė vidutinė kapitalo kaina (*angl.* WACC – Weighted Average Cost of Capital), kuri bus apskaičiuojama remiantis ankstesniame skyriuje nurodyta formule.

*Nuosavo kapitalo kaina.* (*angl.* Cost of Equity) Nuosavo kapitalo kaina galima apibūdinti kaip grąžos norma, kurios reikalauja investuotojai, siekiant nustatyti ar investicija į tam tikrą turtą

yra pelninga. Damodaran (2006) teigia, jog nuosavo kapitalo kaina turėtų būti aukštesnė rizikingesnėms investicijoms ir atitinkamai mažesnė investicijoms, kurių rizika mažesnė. Yra du pagrindiniai būdai apskaičiuoti nuosavo kapitalo kainą (Damodaran, 2006):

- taikant dividendų augimo (Gordono augimo modelis (GGM));
- taikant rizikos ir grąžos modelį.

2015-2019 metais įmonė laikėsi nuosaikios dividendų mokėjimo politikos, t.y. dividendai buvo mokami kasmet ir vidutiniškai sudarydavo 70% nepaskirstyto pelno. Tačiau dėl sudėtingų ekonominių sąlygų bei rinos neapibrėžtumo būtų sudėtinga prognozuoti, kad įmonė laikysis tos pačios dividendų politikos ir dividendų išmokėjimas akcininkams ateityje nesikeis. Daroma prielaida, jog dėl anksčiau minėtų aplinkybių įmonės kapitalo rizikos politika keisis ir akcininkams išmokamų dividendų suma keisis. Būtent dėl šios priežasties nuosavo kapitalo kainai nustatyti bus taikomas ne Gordono dividendų augimo modelis, bet turto kainodaros modelis (CAPM).

$$\text{Nuosavo kapitalo kaina} = 3\% + (2,249 * 6.38\%) = 17,35\%$$

Šios formulės kintamieji aptarti ankstesniais skyriuje

*Rinkos rizikos premija (angl. Country Risk Premium, CRP).* Rizikos premija yra laikomas akcijų pelningumas, uždirbtas iš nerizikingų vertybinių popierių per tam tikrą laikotarpį (Damodaran, 2008). CRP buvo nustatyta remiantis Damodaran duomenų bazėje pateiktais 2020m. sausio 1d. duomenimis. Skaičiavimams buvo naudojama rinkos rizikos premija (5,20%) ir pridedama šalies rizikos premija (1,18%). Bendra šalies rizikos premija 2020 m. siekė 6,38%.

*Nerizikinga pelno norma.* Šią normą galima apibūdinti kaip visiškai nerizikingos investicijos grąžą. Yra du būdai, kuriais investicija laikoma visiškai nerizikinga: nėra įsipareigojimų neįvykdymo rizikos, arba nėra reinvestavimo rizikos (Damodaran, 2006). Dažniausiai nerizikinga palūkanų norma naudojama vyriausybės ilgalaikių obligacijų pajamingumo norma. Atlikus Lietuvos Vyriausybės dešimties metų obligacijų pardavimo aukcionų analizę, nustatyta 3% pajamingumo norma. Reikia pastebėti, jog nerizikingos palūkanų normos parinkimas skirtingose šalyse ir skirtingiems valiutų kursams gali skirtis. Norint apskaičiuoti nerizikingą palūkanų normą ta valiuta, kuria įmonė generuoja grynuosius pinigus reikia iš ilgaliakio vyriausybės obligacijų pajamingumo atimti šalies numatytąjį skirtumą (*angl. Country's default spread, CDS*) (Damodaran A, 2006). Remiantis Damodaran 2020 metų duomenų baze, CDS buvo 0,69%. Šiuo atveju, nerizikinga pelno norma bus 2,31%.

*Skolinto kapitalo kaina.* Skolinto kapitalo kaina buvo apskaičiuota remiantis vidutine skolinto kapitalo palūkanų norma. Lietuvos banko skelbiama vidutinė 12 mėn. skolinto kapitalo palūkanų norma buvo 2,80%. Pelno mokesčio norma yra 0,15%.

Apskaičiuojama skolinto kapitalo kaina pagal 14 formulę:

$$\text{Skolinto kapitalo kaina} = 2,8\% * (1 - 15\%) = 2,38\%$$

*Beta koeficientas.* Remiantis Damodaran 2020 m. duomenų bazėje pateiktoje nesvertinių beta koeficientų sąrašė pagal sektorių, buvo pasirinkta beta reikšmė pagal prekybos sektorių (*angl. retail general*) nesvertinis beta koeficientas 0,92. Svertinis beta buvo apskaičiuotas naudojant įmonės skolos bei nuosavo kapitalo rodiklį. Beta koeficientas apskaičiuojamas pagal 8 formulę:

$$\beta_l = \beta_u * (1 + ((1 - T) * \frac{D}{E}) = 0,92 * (1 + ((1 - 0,15) * 1,7)) = 2,249$$

*WACC apskaičiavimas.* Naudojant apskaičiuotas rodiklių reikšmes 14 lentelėje pateikiami APB „Apranga“ svertiniai kapitalo kaštai.

14 lentelė

APB „Apranga“ svertiniai kapitalo kaštai (WACC)

Nerizikinga palūkanų norma	2,31%
Svertinis beta koeficientas	2,249
Rizikos premija	6,38%
Nuosavo kapitalo kaina	17,35%
Mokestinė norma	15%
Skolinto kapitalo kaina	2,38%
Nuosavo kapitalo dalis	35,55%
Skolinto kapitalo dalis	60,59%
<b>WACC</b>	<b>7,61%</b>

*Šaltinis:* sudaryta autoriaus.

*Diskontuoti pinigų srautai.* Apskaičiavus laisvuosius pinigų srautus bei diskonto normą, sekantis žingsnis yra apskaičiuoti įmonės diskontuotus pinigų srautus (žr. 15 lentelė).

## 15 lentelė

## APB „Apranga“ laisvieji ir diskontuoti pinigų srautai 2020-2024 metais

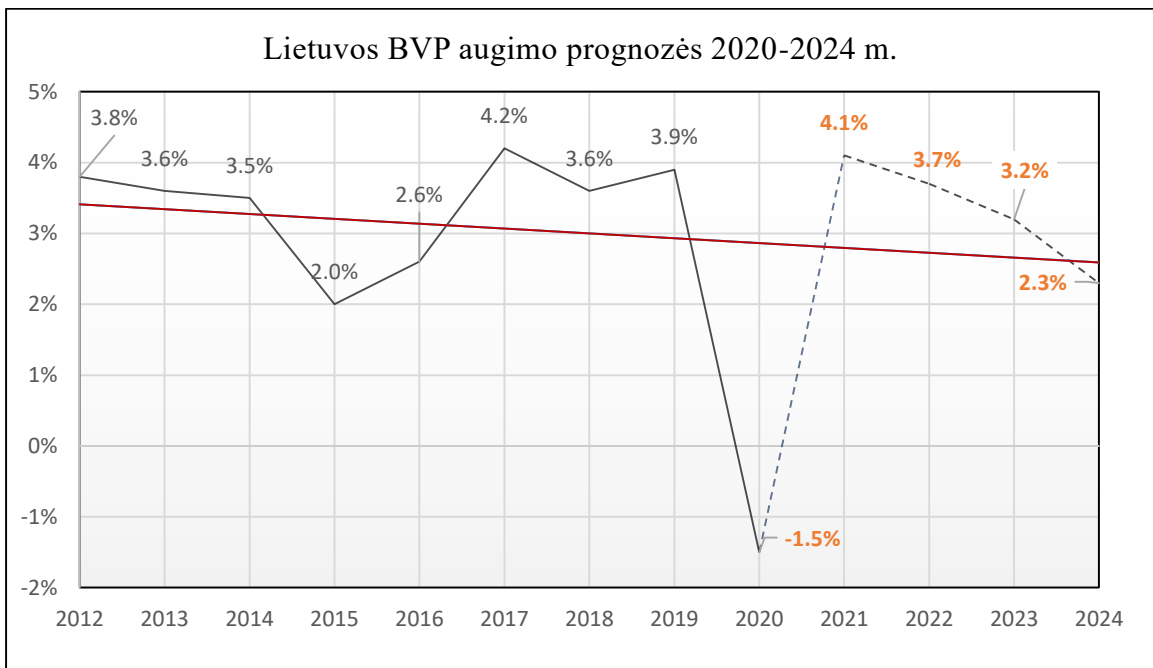
tūkst. Eur	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Laisvieji pinigų srautai	4,023	6,197	7,014	6,778	7,176
Diskontuoti pinigų srautai	3,739	5,352	5,629	5,055	4,973

Šaltinis: sudaryta autoriaus.

*Tęstinė įmonės vertė.* Taikant diskontuotų pinigų srautų metodą ypatingai didelę reikšmę įmonės vertei turi tęstinė įmonės vertė. Nustatant APB „Apranga“ vertę daroma prielaida, kad įmonė po prognozuojamo laikotarpio įmonės veikla bus tęsiama ir būsimo pinigų srautai stabiliai augs.

*Amžinojo augimo norma (angl. Perpetuity Growth rate).* Pastovaus amžinojo augimo normos nustatymas yra vienas iš svarbiausių ir sudėtingiausių etapų visame diskontuotų pinigų srautų metodo procese, kadangi nedideli šios normos pokyčiai turi didelės įtakos įmonės tęstinei vertei ir bendrai visai įmonės vertei. Kadangi nustatyti tęstinės vertės augimo tempą yra pakankamai sudėtinga, kaip alternatyva augimo tempui yra parenkamas šalies BVP augimo tempas. Analitikų nuomone daugeliu atveju amžinas augimo tempas turėtų būti nuo 0 iki 5%, nes ilguoju laikotarpiu ekonomika visada auga. Tačiau, bet koks augimas viršijantis 5% nėra ilgalaikis.

2019 metais BVP augimas siekė 3,9% ir gerokai viršijo Euro Zonos vidurkį (1,2%), bei EU vidurkį vidutiniškai (1,5)%. Remiantis Europos Komisijos bei IMF (angl. International Monetary Fund, IMF) prognozėmis, 2020 metais Lietuvos ekonomika smuks apie 7,1%, 2021 metais – BVP prognozuojamas augimas 4,1%. Dėl numatomos naftos kainos padidėjimo ir visuminės paklausos atsigavimo 2021 metais, tikimasi, jog infliacija sieks 1,5%, vėliau prognozuojama, kad BVP vidutiniškai turėtų augti po 2,6% per metus. (žr. 7 pav.).



7 paveikslas. Lietuvos BVP kitimo tendencijos 2012-2019 m., bei prognozės 2020-2024 metais.

Šaltinis: International Monetary Fund (IMF), 2020.

Remiantis IMF prognozėmis bei analize, amžinojo augimo norma buvo nustatyta 3%.

Tęstinė įmonės vertė apskaičiuojama pagal 9 formulę:

$$TV = (7,176 * (1+3\%)) / (7,61\% - 3\%) = 160,331 \text{ tūkst. Eur}$$

*Galutinės vertės nustatymas.* Apskaičiavus 2020-2024 metų laisvus pinigų srautus, diskonto normą, bei tęstinę įmonės vertę, sekantis žingsnis yra nustatyti įmonės grynąją skolą, kuri yra apskaičiuojama iš įmonės visų įsipareigojimų eliminuojant grynuosius pinigus bei jų ekvivalentus. 2020 metais įmonės įsipareigojimai siekė 98,909 mln. Eur, o pinigai ir jų ekvivalentai atitinkamai 9,414 mln. Eur, todėl įmonės grynoji skola 89,495 mln. Eur.

Galutinė įmonės vertė nustatoma sudedant diskontuotus pinigų srautus, pridėdant tęstinę vertę bei atimant grynąją skolą. Vienos akcijos kaina apskaičiuojama grynąją įmonės vertę padalinus iš paprastųjų akcijų skaičiaus. Galutiniai skaičiavimai pateikiami 16 lentelėje.

## 16 lentelė

APB „Apranga“ vertės apskaičiavimas DCF metodu

tūkst. Eur	Laisvieji pinigų srautai	Laisvųjų pinigų srautų diskontavimas	Diskontuoti laisvieji pinigų srautai
2020 m.	4,023	$\frac{4,023}{(1 + 7,61\%)}$	3,739
2021 m.	6,197	$\frac{6,197}{(1 + 7,61\%)^2}$	5,352
2022 m.	7,014	$\frac{7,014}{(1 + 7,61\%)^3}$	5,629
2023 m.	6,778	$\frac{6,778}{(1 + 7,61\%)^4}$	5,055
2024 m.	7,176	$\frac{7,176}{(1 + 7,61\%)^5}$	4,973
Diskontuoti pinigų srautai iš viso:			24,746
Tęstinė įmonės vertė			160,331
Įmonės vertė iš viso:			185,077
Grynoji įmonės skola <sup>1</sup>			89,495
Grynoji įmonės vertė			95,58
Akcijų skaičius			55,292
Akcijos kaina, Eur			1,73

Šaltinis: sudayta autoriaus.

<sup>1</sup>Apskaičiuojant grynąją įmonės skolą iš ilgalaikių įsipareigojimų buvo eliminuojami pinigai bei jų ekvivalentai.

Pritaikius diskontuotų pinigų srautų metodą įmonės grynoji vertė 95,6 mln. Eur., akcijos kaina – 1,73 Eur. Remiantis Nasdaq 2020.11.19 APB „Apranga“ vidutinė rinkos akcijų kaina buvo 1,565 Eur (žr. 8 pav.). Akcijų skirtumas nėra didelis, todėl galima daryti išvadą, jog gauta akcijos kaina atitinka esamą rinkos akcijos kainą.





8 paveikslas. APB „Apranga“ akcijos kaina 2020.11.19

Šaltinis: Nasdaq OMX Vilnius, 2019.

*Akcijos kainos istoriniai pokyčiai.* Įmonės vertinimui svarbu išanalizuoti akcijų kainos svyravimus. Nuo 1997 metų APB „Apranga“ yra listinguojama „Nasdaq OMX Vilnius“ vertybinių popierių biržoje. Iš akcijų grafiko (žr. 9 paveikslą) matyti, jog akcijos kainos pikas buvo pasiektas 2015 metų balandžio mėn., kai kaina buvo 2,97 Eur., žemiausia kaina buvo 2019 metų vasario mėn., kai akcijos kaina nukrito iki 1,59 Eur. Nuo 2018 metų aiškiai matosi akcijų kainos kritimo tendencija, bendras akcijos pokytis 2018 metais buvo -16,88%. Pagrindinės tokio akcijos kainos smukimo priežastys, kaip ir anksčiau minėta, buvo pagrindinio įmonės partnerio „Inditex“ verslo modelio pasikeitimas, nepalankios oro sąlygos ir bendra rinkos konjunktūra.



9 paveikslas. APB „Apranga“ akcijų kainos pokytis 2015-2019 metais.

Šaltinis: Nasdaq OMX Vilnius, 2019.

### 3.2 APB „Apranga“ vertės nustatymas taikant kapitalizuoto pinigų srauto metodą

APB „Apranga“ vertė apskaičiuojant kapitalizuoto pinigų srauto metodu gaunama iš prognozuojamo laisvo pinigų srauto padalinus kapitalizavimo normą. Kapitalizuoto pinigų srautų metodas bus skaičiuojamas pagal Pratt (2008).

*Prognozuojami laisvieji pinigų srautai.* Skaičiavimams bus naudojami diskontuotų pinigų srautų metode sudaryta įmonės balanso ir pajamų prognozė. Laisvieji pinigų srautai 2020 metais sieks 7,18 mln.

*Kapitalizavimo norma.* Kapitalizavimo norma yra procentinė gražos norma, kuri gaunama atėmus pastovaus augimo tempo reikšmę iš svertinio vidutinio kapitalo kaštų (WACC). Apskaičiuota kapitalizavimo norma pateikta 17 lentelėje.

17 lentelė

*APB „Apranga“ WACC ir pastovaus augimo koeficientai*

Kintamieji	Reikšmė
WACC	7,61%
g (pastovaus augimo tempas)	3%

*Šaltinis:* sudaryta autoriaus.

Skaičiavimai atliekami pasitelkiant Pinto (2010) pateikta formulė:

$$\text{Kapitalizavimo norma} = 7,61\% - 3\% = 4,61\%$$

*Įmonės vertės nustatymas.* Apskaičiavus kapitalizavimo normą bei nustačius 2020 metų laisvuosius pinigų srautus, nustatoma įmonės vertė:

$$\text{Įmonės vertė} = 7,176 / 4,61\% = 155,7 \text{ mln. Eur.}$$

$$\text{Grynoji įmonės vertė} = \text{įmonės vertė} - \text{grynoji įmonės skola}$$

Grynoji įmonės skola buvo apskaičiuota taikant DCF metodą ir siekė 89,495 mln. Eur. Tada grynoji įmonės vertė:

$$\text{Įmonės vertė} = 155,7 - 89,495 = 66,166 \text{ mln. Eur.}$$

### 3.3 APB „Apranga“ vertės nustatymas taikant perteklinio pelno metodą

Šis metodas pagrįstas koncepcija, kad pajamos gaunamos iš verslo materialiojo ir nematerialiojo turto.

*Grynasis materialusis turtas.* Apskaičiuojant grynąjį materialųjį turtą įmonės įsipareigojimai atimami iš viso įmonės turto. Įmonės turtas 2019 metais sudarė 152,8 mln. Eur, įsipareigojimai sudarė 57,8 mln. Eur

$$\text{Grynasis materialusis turtas} = 152,80 - 93,742 = 59,1 \text{ mln. Eur.}$$

*Normalizuotos pajamos.* Pagal Ross, Allesi (2011), skaičiavimams bus naudojamas 2019 metų pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITA).

$$\text{EBITDA} = 30,8 \text{ mln. Eur.}$$

*Reikalaujama grąža.* Nuosavo kapitalo kaina apskaičiuota pagal CAMP modelį yra 7,61%.

Apskaičiuojama reikalaujama grąža pagal 13 formulę:

$$\text{Reikalaujama grąža} = 59,078 \times 7,61\% = 4,5 \text{ mln. Eur.}$$

*Perteklinis pelnas.* Įmonės perteklinis pelnas apskaičiuojamas pagal 14 formulę.

$$\text{Perteklinis pelnas} = 30,780 - 4,495 = 26,3 \text{ mln. Eur.}$$

*Kapitalizavimo norma.* Kapitalizavimo normos tikslus parinkimas yra sudėtingas dėl didelio subjektyvumo, todėl šiuo atveju, kapitalizavimo norma pasirinkta 20% remiantis Ross, Alessi (2011) (žr. 4 lentelę).

*Nematerialaus turto vertė.* Nematerialaus turto vertė gaunama kapitalizavus perteklinį pelną. Remiantis 7 formulę apskaičiuojama nematerialaus turto verė.

$$\text{Nematerialusis turtas} = 26,285 / 20\% = 131,4 \text{ mln. Eur.}$$

Apskaičiuojama įmonės vertė pagal 16 formulę.

$$\text{Įmonės vertė} = 59,078 + 131,425 = 190,503 \text{ mln. Eur.}$$

Vertinimo rezultatai pateikti 18 lentelėje.

18 lentelė

*APB „Apranga“ vertės skirtingais vertinimo metodais*

Vertinimo metodai	Diskontuotų pinigų srautų metodas	Kapitalizuotų pinigų srauto metodas	Perteklinio pelno metodas
Įmonės vertė, tūkst. Eur	95,582	66,166	190,503
		-30,78%	+99,31%

*Šaltinis:* sudaryta autoriaus.

*Jautrumo analizė.* Atliekant įmonės vertinimą jautrumo analizė yra labai svabi dalis. Pasak Saltelli A., Ratto M., Andres T. ir kt. (2004) analizė skirta ištirti kaip skirtingos kintamojo reikšmės gali paveikti įmonės vertę. Jautrumo analizė atliekama, kai yra atlikti visi vertinimo žingsniai. Jautrumo analizės nėra tolygi scenarijų analizei, kadangi jautrumo analizės metu

siekiama suprasti santykį tarp įvestų duomenų ir konkrečių kinatmųjų, o scenarijų analizė reikalauja išsamaus aprašymo apie konkretų atvejį. Beta koeficientas yra vienas iš kintamųjų, kurio reikšmė gali keistis nuo rinkos pokyčių bei įmonės rizikos politikos. Reikia pastebėti, jog beta rodiklio reikšmė gali priklausyti ir nuo metodo, kuris naudojamas jai apskaičiuoti. Kitas kintamasis, kurio reikšmės parinkimas gali būti sudėtingas, tai pastovaus augimo norma, nes yra pakankamai sunku tiksliai prognozuoti į ateitį, todėl būtina atlikti jautrumo analizę ir patikrinti, kokią įtaką įmonės vertei turės pastovaus augimo tempo pasikeitimas. 18 lentelėje galima matyti, jog vieno procentinio punkto diskonto normos sumažėjimas padidina įmonės vertę 19,96%, nuo 95,6 mln. Eur iki 140,7 mln. Eur. Analogiškas diskonto normos padidėjimas lemia įmonės vertės sumažėjimą 30,63%, iki 66,3 mln. Eur.

19 lentelė

*APB „Apranga“ jautrumo analizė koreguojant diskonto normą*

Diskonto norma	6,61%	7,61	8,61%
Įmonės vertė, mln. Eur	140,7	95,6	66,3
Įmonės vertės pokytis, %	47,23%	0	-30,63

*Šaltinis:* sudaryta autoriaus.

20 lentelėje galima matyti, jog pastovaus augimo tempas padidėjus vienu procentiniu punktu, padidina įmonės vertę 48,55% iki 141,9 mln. Eur. Augimo tempui sumažėjus vienu procentiniu punktu, įmonės vertė atitinkamai sumažėja 31,24% iki 65,7 mln. Eur.

20 lentelė

*APB „Apranga“ jautrumo analizė koreguojant pastovaus augimo tempą*

Pastovaus augimo tempas	2%	3%	4%
Įmonės vertė, mln. Eur	65,7	95,6	141,98
Įmonės vertės pokytis, %	-31,24%	0	48,55%

*Šaltinis:* sudaryta autoriaus.

Apibendrinant galima teigti, jog diskonto normos pokyčiai lemia šiek tiek didesnius įmonės vertės pokyčius nei pastovaus augimo tempo pokyčiai.

### 3.4 APB „Apranga“ vertės nustatymas palyginamosios vertės metodu

Vienas iš esminių šio metodo žingsnių yra multiplikatoriaus parinkimas. Multiplikatorius gali būti nustatomas remianti akcijos kainą arba įmonės kapitalizaciją. Įmonės vertės nustatymui dažniausiai naudojami šie vertinimo koeficientai: kapitalizacija/pardavimai, kapitalizacija/EBITDA, akcijos kaina/pardavimai. Pirmas žingsnis yra nustatyti palyginamų įmonių vertinimo koeficientų vidurkiai. Gauti rezultatai yra padauginami iš pasirinkto vertinimo koeficiento, tokiu būdu nustatoma įmonės vertė. Multiplikatoriaus reikšmei nustatyti buvo naudojami sektoriaus įmonių finansiniai duomenis skelbiami Nasdaq vertybinių popierių biržos tinklalapyje. Multiplikatoriaus vidurkio skaičiavimo rezultatai pateikti 21 lentelėje.

21 lentelė

*APB „Apranga“ EV/EBITDA ir EV/pajamos multiplikatorių reikšmės*

Įmonės pavadinimas	EV/EBITDA	EV/Pajamos
AB „Linas“	7,43	0,15
AB „Utenos trikotažas“	4,09	0,29
AB „Vilniaus baldai“	6,74	0,51
AB „K2 LT“	3,59	5,59
Vidutinė rodiklio reikšmė	5,46	1,64

*Šaltinis: Nasdaq OMX Vilnius, 2019.*

Nustačius multiplikatoriaus reikšmes, sekantis žingsnis yra įmonės vertės apskaičiavimas. Remiantis 21 lentelės rezultatais, įmonės vertė multiplikatoriaus EV/EBITDA skaičiavimu siekė 167 mln. Eur, o EV/Pajamos atitinkamai 335,50 mln. Eur. Rezultatai pavaizduoti 22 lentelėje.

22 lentelė

*APB „Apranga“ vertės nustatymas EV/EBITDA ir EV/Pajamos būdais*

Multiplikatorius	EV/EBITDA	EV/Pajamos
Įmonės vertė, mln. Eur	167, 7	335,5

*Šaltinis: sudaryta autoriaus.*

## IŠVADOS

1. Atlikus įmonės vertinimo metodų analizę galima teigti, jog vertinimo metodo parinkimas priklauso nuo įvairių kriterijų, tokių kaip, įmonės veiklos pobūdis, vertinimo tikslai ir t.t. Atliekant vertinimą nustatoma, kokia yra įmonės vertė tam tikru momentu ir kaip tokią įmonę vertina investuotojai. Palyginus skirtingų metodų privalumus bei trūkumus, APB „Apranga“ vertinimui buvo pasirinkti naudojimo pajamų vertės metodai. Vienas esminių įmonės vertės nustatymo tikslų – vertės nustatymas įmonės, kuri šio metu generuoja pinigų srautus ir veikla bus tęstinė, tokiu būdu įmonės vertė yra aktuali tiek investuotojams, tiek ir potencialiems pirkėjams, priešingu atveju įmonės akcijos gal būti pervertintos arba ne pakankamai įvertintos.

2. Įmonės APB „Apranga“ 2015-2019 metų veiklos rezultatų analizė parodė, jog įmonės veikla buvo sėkminga. Pardavimo pajamų augimas bei efektyvus sąnaudų ir turto valdymas lėmė pastoviai augančią EBITDA bei stabilų EPS rodiklį. Prognozuojant laikotarpio pelną bei ateities pinigų srautą, buvo atlikta 5 metų finansinių rodiklių analizė. Atliekant 2020-2024 metų prognozę buvo daroma prielaida, jog rinkos pokyčiai lems ženklų įmonės pardavimų sulėtėjimą, tai kartu atsilieps ir pagrindiniams finansiniams rodikliams. Nedidelis, bet pastovus augimas rodo, jog per 4 metus įmonės veikla stabilizuosis ir pasieks 2019 metų lygį.

3. Atlikus įmonės vertinimą pagal diskonuotų pinigų srautų metodą, apskaičiuota diskonto norma (WACC) yra lygi 7,61%. Remiantis prognozuojamais pinigų srautais nustatyta tęstinė įmonės vertė – 160,331 mln. Eur, bei grynoji įmonės vertė (eliminuojuant grynąją skolą) – 95,582 mln. Eur. Kapitalizuoto pinigų srauto metodu nustatyta įmonės vertė buvo lygi 66,16 mln. Eur. Perteklinio pelno metodu nustatyta įmonės vertė buvo 190,5 mln. Eur. Palyginamosios vertės būdu nustatyta įmonės vertė buvo didžiausią tarp visų taikomų metodų ir siekė 335,5 mln. Eur. (EV/Pajamos) ir atitinkamai 167,7 mln. Eur. (EV/EBITDA).

4. Nustatyta akcijos kaina nedaug skyrėsi nuo rinkos kainos. Kaip jau buvo pastebėta, įmonės politika dividendų atžvilgiu nėra konkrečiai apibrėžta. Įmonės mokami dividendai vidutiniškai sudarė 70% metinio pelno, vidutinis dividendų pajamingumas per pastaruosiu 5 metus buvo 7%. 2019 metais įmonė prognozavo išmokėti 0,13 Eur vienai akcijai dividendus, analitikai iš įmonės laukė net 0,17 Eur dividendų akcijai. Akcijų rinka į paskelbtus dividendus sureagavo kaina kilstelėdama beveik 4%, todėl akivaizdu, jog rinkoje yra tam tikra spekuliacija ir akcijos kaina, ne visada atspindi jos tikrąją vertę.

5. Palyginamųjų rodiklių metodu buvo lyginami APB „Apranga“ ir sektoriaus (šakos) įmonių rodikliai. Tam pasirinktos įmonės AB „Linas“ ir AB „Utenos trikotažas“. Tokį pasirinkimą lėmė įmonių veiklos pobūdis bei panaši rinka. Bendru atveju nustatyta, jog APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių rodikliai buvo panašiam lygyje.

6. Jautrumo analizės rezultatai parodė, jog APB „Apranga“ vertė galėjo svyruoti nuo 66,166 mln. Eur ir 190,5 mln. Eur, pritaikius skirtingą diskonto bei pastovaus augimo normą. Tokie įmonės vertės svyravimai dažniausiai atsiranda dėl ateities prognozių neapibrėžtumo ir skirtingo rizikos vertinimo (beta koeficiento).

## LITERATŪROS SĄRAŠAS

- Alfonsi J.T. (2014). Taking control: how enterprise risk management can impact a company's value. *Smart Business Chicago*, 11 (5), p. 18
- Bodie, Kane, & Marcus. (2008). *Investments* (7th Edition ed.). McGraw Hill. p. 630-631.
- Bogulaskas V., Ulys D. (2000). Įmonių vertinimo rodiklių koncepcijos. *Inžinerinė ekonomika*. Kaunas: Technologija, Nr. 3 (18), p. 9–12.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Principles of Corporate Finance* (8<sup>th</sup> Edition ed.). McGraw-Hill. p. 220, 998.
- Bridgham E. F., Gapenski, L. C. (1997). *Financial Management – Theory and Practice* (8<sup>th</sup> Edition ed.) p. 254.
- CFA Institute. (2008). *Asset Valuation and Equity* (volume 4). Boston.: Pearson Custom Publishing., p. 441.
- Čepulis, P., Deveikis, S., Raguckas, V. (2011) Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai. Projektas 2010 // Turto vertinimo teorijos ir praktikos apybraižos 2010/2011. Elektroninis leidinys /Lietuvos turto vertintojų asociacija, Vilniaus universitetas, Vilnius: p. 50.
- Dagilienė, L. (2007). *The Application of Financial Valuation Methods Based on Investment and Decision Making Aims*. *Ekonomika ir Vadyba (Economics and Management)*. Kaunas: Technologija, 2007, Nr. 12, p. 26–29.
- Dolenc P., Stubelj I., Jerman, M. (2011). *Estimating WACC in times of current financial crisis*. XI International Scientific Conference: Individuals, Society, State in Changing Economic Circumstances, p. 23-30.
- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons, Inc. 237 psl.
- Damodaran A. (2006). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. (2<sup>nd</sup> edition) New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2006). Estimating terminal value. Prieiga internete:  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A.(2020). Betas by Sector.  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Dzikevičius A., Michnecič E., Ževžikova O. (2008). Stochastinis verslo vertinimo modelis. *Verslas teorija ir praktika*. Publikacija.
- Edsinger, M., Stenberg, C. (2008). *An empirical study of the discounted cash flow model*. Master's thesis in Accounting and Financial Management. Prieiga per internetą:



<https://www.semanticscholar.org/paper/An-empirical-study-of-the-discounted-cash-flow-Edsinger-Stenberg/aac721724520a45715118df4d3e57b6806b47a3d>

Fernandez, P. (2008) Levered and unlevered beta. Madrid: IESE Business School. Prieiga per internetą: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=303170](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303170)

Grondskis D. (1999). Įmonės vertės valdymas. *Ekonomika ir vadyba. Aktualijos ir metodologija.* Tarptautinės konferencijos pranešimų medžiaga. Kaunas: Technologija, p. 92 – 94.

International Monetary Fund. Prieiga per internetą:

<https://www.imf.org/en/Countries/LTU#countrydata>

Kancerevyčius G. (2009). *Finansai ir investicijos.* Kaunas: Smaltijos leidykla, p. 904.

Luehrmann, T. A. (1997). What's it worth? *Harvard Business Review* , 135. p. 51

Marieta, C. D. (2009). Methods designed to determine the value of the firm and their deficiencies. *Economic Science Series*, vol. 18, no. 3, p. 131-136.

Maczynska, E. *Valuation of Companies* (2005). The Association of Accountants in Poland: Warsaw, Poland.

Palepu K. G., Healy P. M. (2007). *Business analysis & valuation using financial statements* (4th edition.). Mason, OH: Thomson/South Western Publishing Company.

Perek, A., Perek, S. (2012). Residual income vs. discounted cash flow valuation model: an empirical study. *Global Conference on Business and Finance Proceedings*, vol. 7, no. 1, p. 646- 653.

Petersen, C., Plenborg, T , Scholer (2006). Issues in Valuation of Privately Held Firms. *The Journal of Private Equity*. no.10, p.33-48.

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation* (2nd ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.

Pratt, S. (2008). *The Lawyer's Business Valuation Handbook: Understanding Financial Statements, Appraisal Reports, and Expert Testimony.* USA: American Bar Association.

Rhaim, N., Ben, S., & Mabrouk, A. B. (2007). Estimation of Capital Asset Pricing Model at Different Time Scales. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, p. 80.

Ribal J., Blasco A., Segura, B. (2010). Estimation of valuation multiples of Spanish unlisted food companies. *Spanish Journal of Agricultural Research*, vol. 8, p. 547-558.

Ross, Westerfield, & Jordan. (2008). *Corporate Finance Fundamentals.* New York: McGraw-Hill Irwin. p. 426.

Ross, F. H., Alessi, A. A. (2011). Using TEEM-Work to Extend Your Reach on the Real Estate/Business Value Continuum. *The Appraisal Journal*, 79(3), p. 229-240.

Rutkauskas A. V., Damašienė V. (2002). *Finansų valdymas.* Šiauliai: Šiaulių universiteto

- leidykla, 2002, p. 247.
- Saltelli, A., Ratto, M., Andres, T., Campolongo, F., Cariboni J., Gatelli, D., Saisana, M., Tarantola, S. (2008). An introduction to Sensitivity analysis. *Global Sensitivity Analysis*.
- Sinevičienė L. (2007). *Vertės nustatymo metodų taikymo aspektai įmonėse, kurių akcijomis viešai neprekiuojama*. *Ekonomika ir vadyba*. Kaunas: Technologija, p. 247–253.
- Smalenskas G.(1998). *Finansinis pinigų srautų planavimas*. Vilnius: VU leidykla. p. 100.
- Summer 2020 Economic Forecast: A deeper recession with wider divergences.  
Prieiga per internetą:<https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/summer-2020>
- Tomas Björk (2009). *Arbitrage Theory in Continuous Time*. 3rd edition. Stockholm School of Economics. Oxford University Press.
- Vidutinės svertinės kapitalo kainos (WACC rodiklis). Prieiga per internetą:  
<https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>.
- Nasdaq rodiklių skaičiavimo metodologija. Prieiga per internetą:  
[https://www.nasdaqbaltic.com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu\\_skaiciavimo\\_metodika-final.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu_skaiciavimo_metodika-final.pdf)
- Nasdaq Baltijos biržos sąrašas. Prieiga per internetą. <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lt/shares>

## PRIEDAI

### 1 priedas. Pelningumo rodikliai ir jų formulės

Rodiklis	Formulė	Rodiklio apibūdinimas
<b>Pelningumo rodikliai</b>		
Bendrasis pelningumas	<i>Bendrasis pelnas / pardavimo pajamos</i>	Parodo įmonės sugebėjimą uždirbti pelną iš pagrindinės veiklos.
Grynasis pelningumas	<i>Grynasis pelnas / pardavimo pajamos</i>	Parodo pardavimų įtaką grynajam pelnui. Kuo aukštesnis rodiklis, tuo didesnis pelningumas.
Turto pelningumas (ROA)	<i>Grynasis pelnas / turtas</i>	Parodo kiek eurų grynojo pelno tenka vienam turto eurui. Didesnė rodiklio reikšmė rodo efektyvesnį turto panaudojimą.
Nuosavo kapitalo pelningumas (ROE)	<i>Grynasis pelnas / Nuosavas kapitalas</i>	Parodo kiek eurų grynojo pelno tenka vienam nuosavo kapitalo eurui. Didesnė rodiklio reikšmė parodo nuosavo kapitalo panaudojimo efektyvumą. Rodiklio reikšmė > 0 yra gera.
Investicijų pelningumas (ROI)	<i>Grynasis pelnas / nuosavas kapitalas + ilgalaikės skolos</i>	Rodo investicijų efektyvumą. Rodiklio reikšmė > 20 yra gera, < 10 – nepatenkinama.

## 2 priedas. Likvidumo rodikliai ir jų skaičiavimo formulės

Rodiklis	Formulė	Rodiklio apibūdinimas
<b>Likvidumo rodikliai</b>		
Einamojo likvidumo koeficientas	<i>Trumpalaikis turtas / trumpalaikiai įsipareigojimai</i>	Rodiklis parodo, koku laipsniu trumpalaikis turtas padengia trumpalaikius įsipareigojimus. Vidutinė rodiklio reikšmė sudaro 1,2 – 2 (kartai). Bendru atveju rodiklio reikšmė turi būti ne mažesnė už 1.
Kritinio likvidumo koeficientas	<i>Trumpalaikis turtas – Atsargos / trumpalaikiai įsipareigojimai</i>	Skaičiuojant rodiklį daroma prielaida, jog atsargos nėra likvidžios dėl ilgo laiko tarpo norint jas likviduoti. Pirkėjų skolos laikomos likvidžios. Bendru atveju rodiklio reikšmė turi būti apie 1.
Grynasis apyvartinis kapitalas	<i>Trumpalaikis turtas – trumpalaikiai įsipareigojimai</i>	Didesnė rodiklio reikšmė parodo aukštesnį įmonės likvidumo lygį. Neigiama rodiklio reikšmė sąlygotų trumpalaikių įsipareigojimų nevykdymą.
Absoliutaus likvidumo grynaisiais pinigais	<i>Pinigai ir jų ekvivalentai / trumpalaikiai įsipareigojimai</i>	Parodo įmonės sugebėjimą padengti trumpalaikius įsipareigojimus turimais grynaisiais pinigais. Aukštesnė rodiklio reikšmė parodo konservatyvesnę pinigų valdymo politiką.
Grynojo apyvartinio kapitalo santykis su turtu	<i>Trumpalaikis turtas – trumpalaikiai įsipareigojimai / turtas</i>	Aukštesnė rodiklio reikšmė rodo įmonės likvidumo lygį. Taip pat parodo didėjančią ar mažėjančią tikimybę ar įmonė bankrutuos.

### 3 priedas. Apyvartumo rodikliai ir jų skaičiavimo formulės

Rodiklis	Formulė	Rodiklio apibūdinimas
<b>Apyvartumo rodikliai</b>		
Atsargų apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimų savikaina}}{\text{Atsargos}}$	Kuo didesnis apyvartumas, tuo greičiau realizuojamos atsargos ir uždirbamas pelnas
Apyvartinio kapitalo apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimų pajamos}}{\text{Apyvartinis kapitalas}}$	Didesnė rodiklio reikšmė rodo efektyvesnę įmonės valdymą. Maža rodiklio reikšmė gali sąlygoti apyvartinių lėšų trukumą.
Turto apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimų pajamos}}{\text{turtas}}$	Didesnė rodiklio reikšmė rodo efektyvesnę turto valdymą.
Ilgalaikio turto apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimų pajamos}}{\text{ilgalaikis turtas}}$	Didesnė rodiklio reikšmė rodo įmonės gebėjimą uždirbti didesnes pajamas su mažesnėmis investicijomis į ilgalaikį turtą.
Debitorinio įsiskolinimo apyvartumas	$\frac{\text{Pardavimų pajamos}}{\text{debitorinės skolos}}$	Apibūdina debitorinių skolų surinkimo efektyvumą. Didesnė rodiklio reikšmė rodo auštesnę įmonės veiklos efektyvumą.
Vidutinė debitorinio įsiskolinimo trukmė	$\frac{\text{Debitorinės skolos}}{\text{pardavimų pajamos}} \cdot 365$	Rodiklis rodo, per kiek dienų vidutiniškai klientai atsiskaito su įmone.
Kreditorinio įsiskolinimo trukmė	$\frac{\text{Pardavimų savikaina}}{\text{kreditorinės skolos}} \cdot 365$	Rodiklis rodo, per kiek vidutiniškai dienų yra atsiskaitoma su tiekėjais.

#### 4 priedas. Įsiskolinimo rodikliai ir jų skaičiavimo formulės

Rodiklis	Formulė	Rodiklio apibūdinimas
<b>Įsiskolinimo rodikliai</b>		
Skolos koeficientas	Įsipareigojimai / turtas	Kuo rodiklio reikšmė žemesnė, tuo skolos labiau padengtos turtu. 0,5 reikšmė laikoma normalia, t.y. pusė finansavimo šaltinių yra skolinti.
Nuosavybės koeficientas	nuosavas kapitalas / turtas	Rodo kokia dalimi turtas yra suformuotas iš nuosavų lėšų. Aukšta rodiklio reikšmė rodo mažesnę riziką.
Turto ir nuosavo kapitalo santykis	Turtas / nuosavas kapitalas	Rodo kiek turto tenka vienam nuosavo kapitalo eurui. Aukštas rodiklis rodo didesnius įsipareigojimus, bei didesnę riziką.
Ilgalaikių skolų koeficientas	Ilgalaikiai įsipareigojimai / Ilgalaikiai įsipareigojimai + nuosavas kapitalas	Rodiklis rodo finansų struktūrą. Rodiklio reikšmė ≤ 30 % laikoma gera.
Palūkanų (padengimo) koeficientas	Veiklos pelnas (EBIT) / palūkanos	Rodiklis rodo įmonės gebėjimą padengti skolas. Kuo mažesnė rodiklio reikšmė, tuo prastesnė įmonės padėtis.

## 5 priedas. Rinkos vertė rodikliai ir jų skaičiavimo formulės

Rodiklis	Formulė	Rodiklio apibūdinimas
<b>Rinkos vertės rodikliai</b>		
Kapitalizacija	Paprastųjų akcijų skaičius x akcijos rinkos kaina	Rodiklis parodo nuosavo kapitalo rinkos vertę. Akcijos kainai kylant rinkoje, kapitalizacija didėja
Pagrindinis vienos akcijos pelnas (EPS)	Grynasis pelnas – privilegijuotųjų akcijų skaičius / vidutinis svertinis paprastųjų akcijų skaičius apyvartoje	Parodo, kiek uždirbto pelno tenka vienai apyvartoje esančiai paprastajai akcijai. Tai akcininkų investicinė grąža. Kuo rodiklis didesnis, tuo didesnė investicinė grąža.
Akcijos kainos ir pelno santykis (P/E, PER)	Akcijos rinkos kaina / vienos akcijos pelnas	Didesnė rodiklio reikšmė rodo, jog akcijos yra brangesnės bei labiau vertinamos investuotojų.
Dividendai akcijai (DPS)	Dividendai – privilegijuotųjų akcijų dividendai / paprastųjų akcijų skaičius	Rodiklis rodo kiek investuotojas gauna grąžos iš nuosavybė teise priklausančių akcijų.
Dividendų pajamingumas	Dividendai akcijai / akcijos rinkos kaina	Rodiklis rodo akcijų pelningumą dėl dividendų išmokėjimo.
Dividendų mokėjimo koeficientas	Vienos akcijos dividendas / pelnas akcijai	Rodiklis parodo pelno dalį skiriamą dividendams išmokėti. Rodiklio reikšmė priklauso nuo gryojo pelno pokyčių bei dividendų mokėjimo politikos

## 6 priedas. APB "Apranga" pelno (nuostolio) ataskaita

	2015 m.	2016 m.			2017 m.			2018 m.			2019 m.		
	tūkst. Eur	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%
Pardavimo pajamos	158.748	172.592	13.844	8.72%	182.265	23.517	14.81%	186.789	28.041	17.66%	205.03	46.281	29.15%
Pardavimų savikaina	-86.225	-94.43	-8.205	9.52%	-100.482	-14.257	16.53%	-106.1	-19.918	23.10%	-115.786	-29.561	34.28%
<b>Bendrasis pelnas</b>	<b>72.523</b>	<b>78.162</b>	5.639	7.78%	<b>81.783</b>	9.26	12.77%	<b>80.65</b>	8.123	11.20%	<b>89.24</b>	16.72	23.05%
Veiklos sąnaudos	-60.712	-65.54	-4.828	7.95%	-69.378	-8.666	14.27%	-71.751	-11.039	18.18%	-77.662	-16.95	27.92%
Kitos pajamos	0.818	0.751	-0.067	-8.19%	4.124	3.306	404.16%	0.575	-0.243	-29.71%	0.13	-0.688	-84.11%
Grynasis pelnas (nuostolis) dėl valiutų kursų pokyčių	-0.053	-0.003	0.05	-94.34%	0.041	0.094	-177.36%	-0.021	0.032	-60.38%	-0.008	0.045	-84.91%
<b>Veiklos pelnas</b>	<b>12.576</b>	<b>13.37</b>	<b>0.794</b>	<b>6.31%</b>	<b>16.57</b>	<b>3.994</b>	<b>31.76%</b>	<b>9.45</b>	<b>-3.127</b>	<b>-24.86%</b>	<b>11.70</b>	<b>-0.873</b>	<b>-6.94%</b>
Finansinės veiklos sąnaudos	-0.089	-0.032	0.057	-64.04%	-0.023	0.066	-74.16%	-0.034	0.055	-61.80%	-0.927	-0.838	941.57%
<b>Pelnas (nuostolis) prieš apmokestinimą</b>	<b>12.487</b>	<b>13.34</b>	0.851	6.82%	<b>16.55</b>	4.06	32.51%	<b>9.41</b>	-3.072	-24.60%	<b>10.78</b>	-1.711	-13.70%
Pelno mokesčio sąnaudos	-2.042	-2.236	-0.194	9.50%	-2.703	-0.661	32.37%	-1.763	0.279	-13.66%	-1.903	0.139	-6.81%
<b>Laikotarpio pelnas</b>	<b>10.445</b>	<b>11.10</b>	<b>0.657</b>	<b>6.29%</b>	<b>13.84</b>	<b>3.399</b>	<b>32.54%</b>	<b>7.65</b>	<b>-2.793</b>	<b>-26.74%</b>	<b>8.87</b>	<b>-1.572</b>	<b>-15.05%</b>



## 7 priedas. APB „Apranga“ balansas

tūkst. Eur	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
<b>Turtas</b>					
<b>Ilgalaikis turtas</b>					
Ilgalaikis materialusis turtas	27.477	25.197	24.407	23.257	29.584
Ilgalaikis nematerialusis turtas	0.514	0.386	0.252	0.208	0.31
Investicijos į dukterines įmones					
Išankstiniai apmokėjimai	0.326	0.418	0.685	0.691	0.94
Prekybos ir kitos gautinos sumos	0.02	0.011	0.009	0.008	0.004
Ilgalaikis turtas, laikomas pardavimui				2	2
Naudojimo teise valdomas turtas					68.596
Finansinis turtas				0.002	0.0022
<b>Iš viso ilgalaikio turto</b>	<b>28.337</b>	<b>26.012</b>	<b>25.353</b>	<b>26.166</b>	<b>101.436</b>
<b>Trumpalaikis turtas</b>					
Atsargos	33.725	35.428	38.233	40.616	40.106
Pardavimui skirtas finansinis turtas	2.598	1.602	1.598	0.728	0.732
Išankstiniai apmokėjimai	1.618	1.032	1.25	1.701	1.579
Prekybos ir kitos gautinos sumos	0.864	2.36	5.332	2.887	2.175
Pinigai ir jų ekvivalentai	1.913	4.976	7.763	7.009	6.712
<b>Iš viso trumpalaikio turto</b>	<b>40.718</b>	<b>45.398</b>	<b>54.176</b>	<b>52.941</b>	<b>51.304</b>
Ilgalaikis turtas laikomas pardavimui	0.324	0.324	0.324	0.324	0.08
<b>Turto iš viso</b>	<b>69.379</b>	<b>71.734</b>	<b>79.853</b>	<b>79.431</b>	<b>152.820</b>
<b>Nuosavas kapitalas ir įsipareigojimai</b>					
<b>Nuosavas kapitalas</b>					
Įstatinis kapitalas	16.035	16.035	16.035	16.035	16.035
Privalomasis rezervas	1.601	1.604	1.604	1.604	1.604
Valiutų perskaičiavimo skirtumai	-0.053	-0.053	-0.053	-0.053	-0.053
Nepaskirstytas pelnas	31.509	35.927	40.982	39.265	40.863
<b>Nuosavo kapitalo iš viso</b>	<b>49.092</b>	<b>53.513</b>	<b>58.568</b>	<b>56.851</b>	<b>58.449</b>
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai</b>					
Paskolos	3.499	0	1.1	0.8	0.5
Atidėto pelno mokesčio įsipareigojimai	1.231	1.107	0.959	1.489	1.377
Kiti įsipareigojimai	0.309	0.398	0.478	0.552	55.949
<b>Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų</b>	<b>5.039</b>	<b>1.505</b>	<b>2.537</b>	<b>2.841</b>	<b>57.826</b>
<b>Trumpalaikiai įsipareigojimai</b>					
Paskolos			0.3	0.3	0.3
Trumpalaikiai nuomos įsipareigojimai					13.181
Pelno mokesčio įsipareigojimai	0.492	0.604	0.99	0.225	0.585
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	14.756	16.112	17.458	19.212	21.85
<b>Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų</b>	<b>15.248</b>	<b>16.716</b>	<b>18.748</b>	<b>19.737</b>	<b>35.916</b>
<b>Įsipareigojimų iš viso</b>	<b>20.287</b>	<b>18.221</b>	<b>21.285</b>	<b>22.578</b>	<b>93.742</b>
<b>Nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų iš viso</b>	<b>69.379</b>	<b>71.734</b>	<b>79.853</b>	<b>79.429</b>	<b>152.191</b>

## 8 priedas. APB „Apranga“ horizontalioji pelno (nuostolio) analizė

	2015 m.				2016 m.				2017 m.				2018 m.				2019 m.			
	tūkst. Eur	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	
Pardavimo pajamos	158.748	172.592	13.844	8.72%	182.265	23.517	14.81%	186.789	28.041	17.66%	205.03	46.281	29.15%							
Pardavimų savikaina	-86.225	-94.43	-8.205	9.52%	-100.482	-14.257	16.53%	-106.1	-19.918	23.10%	-115.786	-29.561	34.28%							
<b>Bendrasis pelnas</b>	<b>72.523</b>	<b>78.162</b>	5.639	7.78%	<b>81.783</b>	9.26	12.77%	<b>80.65</b>	8.123	11.20%	<b>89.24</b>	16.72	23.05%							
Veiklos sąnaudos	-60.712	-65.54	-4.828	7.95%	-69.378	-8.666	14.27%	-71.751	-11.039	18.18%	-77.662	-16.95	27.92%							
Kitos pajamos	0.818	0.751	-0.067	-8.19%	4.124	3.306	404.16%	0.575	-0.243	-29.71%	0.13	-0.688	-84.11%							
Grynasis pelnas (nuostolis) dėl valiūtų kursų pokyčių	-0.053	-0.003	0.05	-94.34%	0.041	0.094	-177.36%	-0.021	0.032	-60.38%	-0.008	0.045	-84.91%							
<b>Veiklos pelnas</b>	<b>12.576</b>	<b>13.37</b>	<b>0.794</b>	<b>6.31%</b>	<b>16.57</b>	<b>3.994</b>	<b>31.76%</b>	<b>9.45</b>	<b>-3.127</b>	<b>-24.86%</b>	<b>11.70</b>	<b>-0.873</b>	<b>-6.94%</b>							
Finansinės veiklos sąnaudos	-0.089	-0.032	0.057	-64.04%	-0.023	0.066	-74.16%	-0.034	0.055	-61.80%	-0.927	-0.838	941.57%							
<b>Pelnas (nuostolis) prieš apmokestinimą</b>	<b>12.487</b>	<b>13.34</b>	0.851	6.82%	<b>16.55</b>	4.06	32.51%	<b>9.41</b>	-3.072	-24.60%	<b>10.78</b>	-1.711	-13.70%							
Pelno mokesčio sąnaudos	-2.042	-2.236	-0.194	9.50%	-2.703	-0.661	32.37%	-1.763	0.279	-13.66%	-1.903	0.139	-6.81%							
<b>Laikotarpio pelnas</b>	<b>10.445</b>	<b>11.10</b>	<b>0.657</b>	<b>6.29%</b>	<b>13.84</b>	<b>3.399</b>	<b>32.54%</b>	<b>7.65</b>	<b>-2.793</b>	<b>-26.74%</b>	<b>8.87</b>	<b>-1.572</b>	<b>-15.05%</b>							

## 9 priedas. APB „Apranga“ balanso horizontalioji analizė

	2015 m.	2016 m.			2017 m.			2018 m.			2019 m.		
	tūkst. Eur	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	tūkst. Eur	%
<b>Turtas</b>													
<b>Ilgalaikis turtas</b>													
Ilgalaikis materialusis turtas	27.477	25.197	-2.28	-8.30%	24.407	-3.07	-11.17%	23.257	-4.22	-15.36%	29.584	2.107	7.67%
Ilgalaikis nematerialusis turtas	0.514	0.386	-0.128	-24.90%	0.252	-0.262	-50.97%	0.208	-0.306	-59.53%	0.31	-0.204	-39.69%
Investicijos į dukterines įmones													
Išankstiniai apmokėjimai	0.326	0.418	0.092	28.22%	0.685	0.359	110.12%	0.691	0.365	111.96%	0.939	0.613	188.04%
Prekybos ir kitos gautinos sumos	0.02	0.011	-0.009	-45.00%	0.009	-0.011	-55.00%	0.008	-0.012	-60.00%	0.004	-0.016	-80.00%
Ilgalaikis turtas, laikomas pardavimui								2	2		2		
Naudojimo teise valdomas turtas											67.97		
<b>Iš viso ilgalaikio turto</b>	<b>28.337</b>	<b>26.012</b>	<b>-2.325</b>	<b>-8.20%</b>	<b>25.353</b>	<b>-2.984</b>	<b>-10.53%</b>	<b>26.164</b>	<b>-2.173</b>	<b>-7.67%</b>	<b>100.807</b>	<b>72.47</b>	<b>255.74%</b>
<b>Trumpalaikis turtas</b>													
Atsargos	33.725	35.428	1.703	5.05%	38.233	4.508	13.37%	40.616	6.891	20.43%	40.106	6.381	18.92%
Pardavimui skirtas finansinis turtas	2.598	1.602	-0.996	-38.34%	1.598	-1	-38.49%	0.728	-1.87	-71.98%	0.732	-1.866	-71.82%
Išankstiniai apmokėjimai	1.618	1.032	-0.586	-36.22%	1.25	-0.368	-22.74%	1.701	0.083	5.13%	1.579	-0.039	-2.41%
Prekybos ir kitos gautinos sumos	0.864	2.36	1.496	173.15%	5.332	4.468	517.13%	2.887	2.023	234.14%	2.175	1.311	151.74%
Pinigai ir jų ekvivalentai	1.913	4.976	3.063	160.12%	7.763	5.85	305.80%	7.009	5.096	266.39%	6.712	4.799	250.86%
<b>Iš viso trumpalaikio turto</b>	<b>40.718</b>	<b>45.398</b>	<b>4.68</b>	<b>11.49%</b>	<b>54.176</b>	<b>13.458</b>	<b>33.05%</b>	<b>52.941</b>	<b>12.223</b>	<b>30.02%</b>	<b>51.304</b>	<b>10.586</b>	<b>26.00%</b>
Ilgalaikis turtas laikomas pardavimui	0.324	0.324	0	0.00%	0.324	0	0.00%	0.324	0	0.00%	0.08	-0.244	-75.31%
<b>Turto iš viso</b>	<b>69.379</b>	<b>71.41</b>	<b>2.031</b>	<b>2.93%</b>	<b>79.853</b>	<b>10.474</b>	<b>15.10%</b>	<b>79.429</b>	<b>10.05</b>	<b>14.49%</b>	<b>152.191</b>	<b>82.812</b>	<b>119.36%</b>
<b>Nuosavas kapitalas ir įsipareigojimai</b>													
<b>Nuosavas kapitalas</b>													
Įstatinis kapitalas	16.035	16.035	0	0.00%	16.035	0	0.00%	16.035	0	0.00%	16.035	0	0.00%
Privalomasis rezervas	1.601	1.604		0.19%	1.604	0.003	0.19%	1.604	0.003	0.19%	1.604	0.003	0.19%
Valiutų perskaičiavimo skirtumai	-0.053	-0.053	0	0.00%	-0.053	0	0.00%	-0.053	0	0.00%	-0.053	0	0.00%
Nepaskirstytas pelnas	31.509	35.927	4.418	14.02%	40.982	9.473	30.06%	39.265	7.756	24.62%	40.863	9.354	29.69%
<b>Nuosavo kapitalo iš viso</b>	<b>49.092</b>	<b>53.513</b>	<b>4.421</b>	<b>9.01%</b>	<b>58.568</b>	<b>9.476</b>	<b>19.30%</b>	<b>56.851</b>	<b>7.759</b>	<b>15.81%</b>	<b>58.449</b>	<b>9.357</b>	<b>19.06%</b>
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai</b>													
Paskolos	3.499	0	-3.499	-100.00%	1.1	-2.399	-68.56%	0.8	-2.699	-77.14%	0.5	-2.999	-85.71%
Atidėto pelno mokesčio įsipareigojimai	1.231	1.107	-0.124	-10.07%	0.959	-0.272	-22.10%	1.489	0.258	20.96%	1.377	0.146	11.86%
Kiti įsipareigojimai	0.309	0.398	0.089	28.80%	0.478	0.169	54.69%	0.552	0.243	78.64%	55.949	55.64	18006.47%
<b>Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų</b>	<b>5.039</b>	<b>1.505</b>	<b>-3.534</b>	<b>-70.13%</b>	<b>2.537</b>	<b>-2.502</b>	<b>-49.65%</b>	<b>2.841</b>	<b>-2.198</b>	<b>-43.62%</b>	<b>57.826</b>	<b>52.787</b>	<b>1047.57%</b>
<b>Trumpalaikiai įsipareigojimai</b>													
Paskolos					0.3			0.3			0.3		
Trumpalaikiai nuomos įsipareigojimai											13.181		
Pelno mokesčio įsipareigojimai	0.492	0.604	0.112	22.76%	0.99	0.498	101.22%	0.225	-0.267	-54.27%	0.585	0.093	18.90%
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	14.756	16.112	1.356	9.19%	17.458	2.702	18.31%	19.212	4.456	30.20%	21.85	7.094	48.08%
<b>Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų</b>	<b>15.248</b>	<b>16.716</b>	<b>1.468</b>	<b>9.63%</b>	<b>18.748</b>	<b>3.5</b>	<b>22.95%</b>	<b>19.737</b>	<b>4.489</b>	<b>29.44%</b>	<b>35.916</b>	<b>20.668</b>	<b>135.55%</b>
<b>Įsipareigojimų iš viso</b>	<b>20.287</b>	<b>18.221</b>	<b>-2.066</b>	<b>-10.18%</b>	<b>21.285</b>	<b>0.998</b>	<b>4.92%</b>	<b>22.578</b>	<b>2.291</b>	<b>11.29%</b>	<b>93.742</b>	<b>73.455</b>	<b>362.08%</b>
<b>Nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų iš viso</b>	<b>69.379</b>	<b>71.734</b>	<b>2.355</b>	<b>3.39%</b>	<b>79.853</b>	<b>10.474</b>	<b>15.10%</b>	<b>79.429</b>	<b>10.05</b>	<b>14.49%</b>	<b>152.191</b>	<b>82.812</b>	<b>119.36%</b>

## 10 priedas. APB „Apranga“ vertikalioji pelno (nuostolio) analizė

	2015 m.		2016 m.		2017 m.		2018 m.		2019 m.	
	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	%
Pardavimo pajamos	158.748	100.00%	172.592	100.00%	182.265	100.00%	186.789	100.00%	205.03	100.00%
Pardavimų savikaina	-86.225	-54.32%	-94.43	-54.71%	-100.48	-55.13%	-106.1	-56.83%	-115.79	-56.47%
<b>Bendrasis pelnas</b>	<b>72.523</b>	<b>45.68%</b>	<b>78.162</b>	<b>45.29%</b>	<b>81.783</b>	<b>44.87%</b>	<b>80.65</b>	<b>43.17%</b>	<b>89.24</b>	<b>43.53%</b>
Veiklos sąnaudos	-60.712	-38.24%	-65.54	-37.97%	-69.378	-38.06%	-71.751	-38.41%	-77.662	-37.88%
				7.95%		5.86%		3.42%		8.24%
Kitos pajamos	0.818	0.52%	0.751	0.44%	4.124	2.26%	0.575	0.31%	0.13	0.06%
Grynasis pelnas (nuostolis) dėl valiutų kursų pokyčių	-0.053	-0.03%	-0.003	0.00%	0.041	0.02%	-0.021	-0.01%	-0.008	0.00%
<b>Veiklos pelnas</b>	<b>12.576</b>	<b>7.92%</b>	<b>13.37</b>	<b>7.75%</b>	<b>16.57</b>	<b>9.09%</b>	<b>9.45</b>	<b>5.06%</b>	<b>11.70</b>	<b>5.71%</b>
Finansinės veiklos sąnaudos	-0.089	-0.06%	-0.032	-0.02%	-0.023	-0.01%	-0.034	-0.02%	-0.927	-0.45%
<b>Pelnas (nuostolis) prieš apmokestinimą</b>	<b>12.487</b>	<b>7.87%</b>	<b>13.34</b>	<b>7.73%</b>	<b>16.55</b>	<b>9.08%</b>	<b>9.41</b>	<b>5.04%</b>	<b>10.78</b>	<b>5.26%</b>
Pelno mokesčio sąnaudos	-2.042	-1.29%	-2.236	-1.30%	-2.703	-1.48%	-1.763	-0.94%	-1.903	-0.93%
<b>Laikotarpio pelnas</b>	<b>10.445</b>	<b>6.58%</b>	<b>11.10</b>	<b>6.43%</b>	<b>13.84</b>	<b>7.60%</b>	<b>7.65</b>	<b>4.10%</b>	<b>8.87</b>	<b>4.33%</b>

## 11 priedas. APB „Apranga“ balanso vertikalioji analizė

	2015		2016		2017		2018		2019	
	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	%	tūkst. Eur	%
<b>Turtas</b>										
<b>Ilgalaikis turtas</b>										
Ilgalaikis materialusis turtas	27.477	39.60%	25.197	35.31%	24.407	30.33%	23.257	29.29%	29.584	19.36%
Ilgalaikis nematerialusis turtas	0.514	0.74%	0.386	0.54%	0.252	0.31%	0.208	0.26%	0.31	0.20%
Investicijos į dukterines įmones										
Išankstiniai apmokėjimai	0.326	0.47%	0.418	0.59%	0.685	0.85%	0.691	0.87%	0.939	0.61%
Prekybos ir kitos gautinos sumos	0.02	0.03%	0.011	0.02%	0.009	0.01%	0.008	0.01%	0.004	0.00%
Ilgalaikis turtas, laikomas pardavimui							2		2	
Teisės naudotis turto									67.97	
<b>Iš viso ilgalaikio turto</b>	<b>28.337</b>	<b>40.84%</b>	<b>25.96220286</b>	<b>36.38%</b>	<b>25.9604</b>	<b>32.26%</b>	<b>26.12564</b>	<b>32.91%</b>	<b>101.4379</b>	<b>66.38%</b>
<b>Trumpalaikis turtas</b>										
Atsargos	33.725	48.61%	35.428	49.65%	38.233	47.52%	40.616	51.16%	40.106	26.24%
Pardavimui skirtas finansinis turtas	2.598	3.74%	1.602	2.24%	1.598	1.99%	0.728	0.92%	0.732	0.48%
Išankstiniai apmokėjimai	1.618	2.33%	1.032	1.45%	1.25	1.55%	1.701	2.14%	1.579	1.03%
Prekybos ir kitos gautinos sumos	0.864	1.25%	2.36	3.31%	5.332	6.63%	2.887	3.64%	2.175	1.42%
Pinigai ir jų ekvivalentai	1.913	2.76%	4.976	6.97%	7.763	9.65%	7.009	8.83%	6.712	4.39%
<b>Iš viso trumpalaikio turto</b>	<b>40.718</b>	<b>58.69%</b>	<b>45.398</b>	<b>63.62%</b>	<b>54.176</b>	<b>67.33%</b>	<b>52.941</b>	<b>66.68%</b>	<b>51.304</b>	<b>33.57%</b>
Ilgalaikis turtas laikomas pardavimui	0.324	0.47%	0.324	0.45%	0.324	0.40%	0.324	0.41%	0.08	0.05%
<b>Turto iš viso</b>	<b>69.379</b>	<b>100.00%</b>	<b>71.36020286</b>	<b>100.00%</b>	<b>80.4604</b>	<b>100.00%</b>	<b>79.39064</b>	<b>99.95%</b>	<b>152.8219</b>	<b>100.00%</b>
<b>Nuosavas kapitalas ir įsipareigojimai</b>										
<b>Nuosavas kapitalas</b>										
Istatinis kapitalas	16.035	23.11%	16.035	22.35%	16.035	25.75%	16.035	20.19%	16.035	10.54%
Privalomasis rezervas	1.601	2.31%	1.604	2.24%	1.604	2.58%	1.604	2.02%	1.604	1.05%
Valiutų perskaičiavimo skirtumai	-0.053	-0.08%	-0.053	-0.07%	-0.053	-0.09%	-0.053	-0.07%	-0.053	-0.03%
Nepaskirstytas pelnas	31.509	45.42%	35.927	50.08%	40.982	65.82%	39.265	49.43%	40.863	26.85%
<b>Nuosavo kapitalo iš viso</b>	<b>49.092</b>	<b>70.76%</b>	<b>53.513</b>	<b>74.60%</b>	<b>40.982</b>	<b>65.82%</b>	<b>56.851</b>	<b>71.57%</b>	<b>58.449</b>	<b>38.41%</b>
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai</b>										
Paskolos	3.499	5.04%	0	0.00%	1.1	1.77%	0.8	1.01%	0.5	0.33%
Atidėto pelno mokesčio įsipareigojimai	1.231	1.77%	1.107	1.54%	0.959	1.54%	1.489	1.87%	1.377	0.90%
Kiti įsipareigojimai	0.309	0.45%	0.398	0.55%	0.478	0.77%	0.552	0.69%	55.949	36.76%
<b>Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų</b>	<b>5.039</b>	<b>7.26%</b>	<b>1.505</b>	<b>2.10%</b>	<b>2.537</b>	<b>4.07%</b>	<b>2.841</b>	<b>3.58%</b>	<b>57.826</b>	<b>38.00%</b>
<b>Trumpalaikiai įsipareigojimai</b>										
Paskolos					0.3	0.48%	0.3	0.38%	0.3	0.20%
Trumpalaikiai nuomos įsipareigojimai									13.181	8.66%
Pelno mokesčio įsipareigojimai	0.492	0.71%	0.604	0.84%	0.99	1.59%	0.225	0.28%	0.585	0.38%
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	14.756	21.27%	16.112	22.46%	17.458	28.04%	19.212	24.19%	21.85	14.36%
<b>Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų</b>	<b>15.248</b>	<b>21.98%</b>	<b>16.716</b>	<b>23.30%</b>	<b>18.748</b>	<b>30.11%</b>	<b>19.737</b>	<b>24.85%</b>	<b>35.916</b>	<b>23.60%</b>
<b>Įsipareigojimų iš viso</b>	<b>20.287</b>	<b>29.24%</b>	<b>18.221</b>	<b>25.40%</b>	<b>21.285</b>	<b>34.18%</b>	<b>22.578</b>	<b>28.43%</b>	<b>93.742</b>	<b>61.59%</b>
<b>Nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų iš viso</b>	<b>69.379</b>	<b>100.00%</b>	<b>71.734</b>	<b>100.00%</b>	<b>62.267</b>	<b>100.00%</b>	<b>79.429</b>	<b>100.00%</b>	<b>152.191</b>	<b>100.00%</b>

## 12 priedas. APB „Apranga“ pelningumo rodikliai

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių grynojo pelningumo rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,07	0,06	0,08	0,04	0,04
AB „Utenos trikotažas	0,01	0,04	0,01	0,04	0,02
AB „Linas“	0,04	0,05	0,03	0,04	0,01

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių bendrojo pelningumo rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,46	0,45	0,45	0,43	0,44
AB „Utenos trikotažas	0,18	0,21	0,20	0,19	0,18
AB „Linas“	0,29	0,19	0,19	0,19	0,15

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių nuosavo kapitalo pelningumo (ROE) rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,21	0,21	0,24	0,13	0,16
AB „Utenos trikotažas	0,05	0,15	0,04	0,10	0,07
AB „Linas“	0,08	0,09	0,05	0,06	0,013

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių turto pelningumo (ROA) rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,15	0,16	0,17	0,10	0,06
AB „Utenos trikotažas	0,02	0,07	0,02	0,05	0,03
AB „Linas“	0,07	0,06	0,04	0,05	0,010

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių investicijų pelningumo (ROI) rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,19	0,20	0,23	0,13	0,08
AB „Utenos trikotažas	0,03	0,10	0,03	0,10	0,05
AB „Linas“	0,08	0,09	0,05	0,06	0,01

### 13 priedas. APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių likvidumo rodikliai

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių einamojo likvidumo rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	2,7	2,7	2,9	2,7	1,4
AB „Utenos trikotažas	1,6	1,7	1,5	1,2	1,5
AB „Linas“	3,9	2,9	3,2	3,5	3,1

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių absoliutaus likvidumo rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,5	0,6	0,9	0,6	0,3
AB „Utenos trikotažas	0,6	0,8	0,4	0,6	0,6
AB „Linas“	1,6	1,3	1,1	1,1	0,7

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių padengimo gryniaisiais pinigais rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,13	0,30	0,41	0,36	0,19
AB „Utenos trikotažas	0,27	0,40	0,10	0,07	0,12
AB „Linas“	0,21	0,09	0,31	0,30	0,16

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių grynojo apyvartinio kapitalo rodikliai (mln. Eur)

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	25,47	28,68	35,43	33,20	15,39
AB „Utenos trikotažas	2,25	3,11	3,18	2,09	3,72
AB „Linas“	4,5	4,7	4,7	4,9	5,0

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių grynojo apyvartinio kapitalo santykio su turtu rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,37	0,40	0,44	0,42	0,10
AB „Utenos trikotažas	0,15	0,20	0,18	0,09	0,16
AB „Linas“	0,54	0,45	0,45	0,47	0,46

#### 14 priedas. APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių apyvartumo rodikliai

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių atsargų apyvartumo rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	2,6	2,2	2,1	2,0	2,2
AB „Utenos trikotažas	5,1	5,4	3,8	5,2	4,6
AB „Linas“	3,6	3,3	2,9	2,7	2,3

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumo rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	6,2	6,0	5,1	5,6	13,3
AB „Utenos trikotažas	8,4	7,3	8,1	14,6	8,3
AB „Linas“	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių ilgalaikio turto apyvartumo rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	5,6	6,6	7,2	7,1	2,0
AB „Utenos trikotažas	2,3	2,9	3,3	2,9	2,6
AB „Linas“	5,6	4,0	3,6	3,6	3,8

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių turto apyvartumo rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	2,3	2,4	2,3	2,4	1,3
AB „Utenos trikotažas	1,3	1,5	1,5	1,4	1,3
AB „Linas“	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių debitorinio įsiskolinimo trukmės rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	183,7	73,1	34,2	64,7	94,3
AB „Utenos trikotažas	21,4	19,9	24,3	29,0	14,6
AB „Linas“	64,6	85,6	47,8	49,4	36,5



## 14 priedo tęsinys

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių kreditorinio įsiskolinimo trukmės rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	62,5	75,2	77,9	86,9	89,4
AB „Utenos trikotažas	20,3	23,4	37,7	30,9	30,5
AB „Linas“	45,0	89,2	74,8	58,4	66,9

## 15 priedas. APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių įsipareigojimų rodikliai

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių skolos koeficiento rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6
AB „Utenos trikotažas	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5
AB „Linas“	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių skolos – nuosavo kapitalo rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,4	0,3	0,5	0,4	1,6
AB „Utenos trikotažas	1,4	1,2	1,4	1,0	1,1
AB „Linas“	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių nuosavybės rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,71	0,75	0,51	0,72	0,38
AB „Utenos trikotažas	0,41	0,45	0,40	0,50	0,48
AB „Linas“	0,80	0,70	0,75	0,78	0,77

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių ilgalaikių skolų koeficiento rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,09	0,03	0,06	0,05	0,50
AB „Utenos trikotažas	0,41	0,36	0,33	0,12	0,29
AB „Linas“	0,01	0,08	0,06	0,04	0,02

## 16 priedas. APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių rinkos vertės rodikliai

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių kapitalizacijos rodikliai (mln. Eur)

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	143	142	140	88	117
AB „Utenos trikotažas	9,0	8,0	9,0	8,0	9,0
AB „Linas“	1,9	2,4	2,02	2,5	2,3

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių pelno vienai akcijai (EPS) rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	0,19	0,20	0,25	0,14	0,16
AB „Utenos trikotažas	0,03	0,11	0,03	0,12	0,08
AB „Linas“	0,02	0,03	0,02	0,02	0,005

APB „Apranga“ ir sektoriaus įmonių kainos ir pelno santykio (P/E) rodikliai

Įmonė	2015 m.	2016 m.	2017 m.	2018 m.	2019 m.
APB „Apranga“	13,7	12,8	10,1	11,5	13,2
AB „Utenos trikotažas	33,3	7,8	33,3	7,2	12,3
AB „Linas“	3,3	3,6	5,3	5,0	19,4