

**VILNIAUS UNIVERSITETAS
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

Apskaita, finansai ir bankininkystė
Kodas 62104S105

AIRIDA RIMKUTĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

VERSLO VERTINIMO METODAI IR JŲ TAIKYMO ANALIZĖ

Kaunas 2007

**VILNIAUS UNIVERSITETAS
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

AIRIDA RIMKUTĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

VERSLO VERTINIMO METODAI IR JŲ TAIKYMO ANALIZĖ

Darbo vadovas _____
(parašas)

doc.dr. Gerda Žigienė
(darbo vadovo mokslo laipsnis,
mokslo pedagoginis vardas,
vardas ir pavardė)

Magistrantas _____
(parašas)

Darbo įteikimo data _____

Registracijos Nr. _____

Kaunas 2007

TURINYS

TURINYS	3
SANTRUMPŲ SĄRAŠAS	4
LENTELIŲ SĄRAŠAS	5
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	5
ĮVADAS	6
1. VERSLO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI	9
<i>1.1. Verslo vertinimo požiūriai</i>	12
<i>1.2. Verslo vertinimo principai</i>	14
<i>1.3 Verslo vertinimo atvejai ir tikslai, bei verslo vertinimo procesas</i>	17
2. VERSLO VERTINIMO POŽIŪRIŲ ANALIZĖ	22
<i>2.1. Verslo vertinimas rinkos (palyginimo) požiūriu</i>	22
<i>2.2. Verslo vertinimas remiantis turto požiūriu</i>	32
<i>2.3. Verslo vertinimas remiantis pajamų požiūriu</i>	37
3. AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS“ VERSLO VERTĖS APSKAIČIAVIMAS	47
<i>3.1 Įmonės apibūdinimas ir jos vertinimui atlikti reikalingų metodų parinkimas</i>	47
<i>3.2 Verslo vertinimo metodų taikymas vertinant AB „Pieno žvaigždės“</i>	49
<i>3.3 Gautų rezultatų analizė</i>	55
IŠVADOS	58
PASIŪLYMAI	59
SANTRAUKA	61
SUMMARY	63
LITERATŪROS SĄRAŠAS	65
PRIEDAI	71

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

d. – diena;
DCF – diskontuotų pinigų srautų metodas;
DDM – dividendų diskontavimo modelis;
EBIT - pelnas iki palūkanų ir mokesčių;
EBITDA - pelnas iki palūkanų, mokesčių, nusidėvėjimo ir amortizacijos;
EV/BV – Verslo vertės ir buhalterinės vertės santykinis rodiklis;
EV/EBIT - Verslo vertės rinkoje ir pelno iki palūkanų ir mokesčių santykinis rodiklis;
EV/EBITDA - Verslo vertės rinkoje ir pelno iki palūkanų, mokesčių ir nusidėvėjimo, amortizacijos santykinis rodiklis;
EV/FCF - verslo vertės rinkoje ir laisvo pinigų srauto santykinis rodiklis;
EV/S - Verslo vertės rinkoje ir pardavimų santykinis rodiklis;
FCF – laisvo pinigų srauto modelis;
FCFE – laisvas pinigų srautas nuosavybei;
FCFF – laisvas pinigų srautas įmonei;
JAV – Jungtinės Amerikos Valstijos;
kt. – kita;
LR – Lietuvos Respublika;
Lt – litai;
m. – metai;
mėn. – mėnuo;
mln. – milijonai;
NPV - grynoji dabartinė vertė;
p. – puslapiai;
pav. – paveikslas;
pan. – panašiai;
proc. – procentai;
pvz. – pavyzdys;
P/BV – Kainos ir buhalterinės vertės santykinis rodiklis;
P/E - Kainos ir grynojo pelno santykinis rodiklis;
P/S – Kainos ir pardavimų santykinis rodiklis;
ROA – turto pelningumas;
t.y. – tai yra;
t.t. – taip toliau;
tūkst. – tūkstančiai;
TV – tęstinė vertė;
žr. – žiūrėti;
WACC – Vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai.

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė Verslo vertinimo sąvokų palyginimas	10
2 lentelė Verslo vertinimo procesas	21
3 lentelė Rinkos (palyginimo) požiūrio apibrėžimai	23
4 lentelė Palyginimo požiūrio koeficientų grupavimas	27
5 lentelė Pelno multiplikatorių naudojimo privalumai ir trūkumai	28
6 lentelė Pajamų multiplikatorių naudojimo privalumai ir trūkumai	29
7 lentelė Apskaitinės vertės multiplikatorių naudojimo privalumai ir trūkumai	30
8 lentelė Turto požiūrio apibrėžimai	33
9 lentelė Pajamų požiūrio apibrėžimai	37
10 lentelė Diskontuotų pinigų srautų metodo naudojimo privalumai ir trūkumai	40
11 lentelė Pagrindinės DCF metodų formulės	41
12 lentelė Savininkų nuosavybės bei įmonės vertinimo pasirinkimo kriterijai	41
13 lentelė Dividendų diskonto ir pinigų srauto įmonei pasirinkimo kriterijai	41
14 lentelė Laisvo pinigų srauto skaičiavimas	43
15 lentelė Laisvas pinigų srautas įmonei	45
16 lentelė AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo balansinė vertė, tūkst. Lt	49
17 lentelė Lyginamoji analizė 2005 metų Gruodžio 31 dienai	51
18 lentelė AB „Pieno žvaigždės“ verslo bei nuosavo kapitalo vertė, tūkst. Lt	51
19 lentelė AB „Pieno žvaigždės“ pinigų srautas 2006-2010 metais, tūkst. Lt	54
20 lentelė AB „Pieno žvaigždės“ vidutiniai svertiniai kaštai	55

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Verslo vertinimo požiūriai.....	14
2 pav. Verslo vertinimo principai ir jų grupės	15
3 pav. Verslo vertinimo atvejai ir tikslai	19
4 pav. Metodai naudojami vertinant palyginimo požiūriu	25
5 pav. Metodai, kurie naudojami vertinant atstatomosios vertės arba turto požiūriu	34
6 pav. Metodai naudojami vertinant pajamų požiūriu.....	38
7 pav. Laisvas pinigų srautas.....	42
8 pav. AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo balansinė vertė 2002 – 2005 m., tūkst. Lt	49
9 pav. AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo vertė, tūkst. Lt.....	52
10 pav. AB „Pieno žvaigždės“ akcijos vertė 2005 metų Gruodžio 31 dienai.....	56

ĮVADAS

Temos aktualumas. Lietuvai tapus Europos Sąjungos nare atsivėrė naujos perspektyvos ekonomikos plėtojimui, tačiau neišvengiamai padidėjo ir konkurencija. Rinkos dalyviams siekiantiems plėsti savo pozicijas (ar bent jau jų neprarasti), uždirbti pajamas ir būti konkurencingais būtina teisingai įvertinti savo padėtį rinkoje. Šiam tikslui pasiekti remtis vien finansinės atskaitomybės duomenimis nevertėtų, nes buhalterinėje apskaitoje užfiksuota verslo vertė remiasi tik istoriniais duomenimis, neatspindi įmonės ateities perspektyvų bei augimo galimybių. Objektiviai ir teisingai įmonės vertei nustatyti, reikia išanalizuoti verslo aplinką, numatyti įmonės ateities perspektyvas, būsimus pinigų srautus, ir atlikti sudėtingus, žinių bei praktikos reikalaujančius, skaičiavimus. Išsamaus vertinimo metu, remiantis verslo vertinimo metodologiniais nurodymais, nustatoma tiksliausia įmonės vertė. Gautas rezultatas, apimantis įmonės vidinius iš išorinius aplinkos veiksnius, suinteresuotiems rinkos dalyviams suteikia naudingos informacijos. Teisingas gautų rezultatų interpretavimas savininkams suteikia galimybę gauti maksimalią naudą parduodant įmonę (ar jos dalį), planuoti būsimus dividendus, priimti svarbius sprendimus, pritraukti naujus akcininkus, išlaikyti (ar net išplėsti) konkurencingas pozicijas rinkoje. Potencialiems investuotojams objektyvios verslo vertės žinojimas palengvina sprendimų priėmimą, siekiant pelningai investuoti. Verslo vertinimo metu, remiantis metodologiniais reikalavimais, nustatyta verslo vertė aktuali ir įmonių įsigijimo, susijungimo, bei privatizacijos procesų metu. Verslo vertinimo problema ypač aktuali individualių įmonių, bei uždarytų akcinių bendrovių savininkams, nes informacija apie šių įmonių finansinę padėtį dažnai viešai nepublikuojama, jų akcijomis neprekiuojama vertybinių popierių rinkoje.

Lietuvoje įmonės pradėtos steigti tik po nepriklausomybės atkūrimo. Todėl ir pats verslo vertinimas dar gana nauja veikla, neturinti tokių gilių tradicijų kaip vakarų šalyse, kur pirmieji darbai šia tema pradėti analizuoti XX a. pr. Šiuo metu Lietuvoje dar tik plėtojama verslo vertinimo praktika, remiantis užsienio šalių patirtimi, atsižvelgiant į Tarptautinius ir Europos verslo vertinimo standartus. Verslo vertinimo sistemos išvystymas, specializuotų duomenų bazių sukūrimas, detalių metodinių leidinių platinimas, viešųjų mokymų ir konsultacijų rengimas Lietuvos verslininkams suteiktų didesnių perspektyvų bei galimybių konkurencingai plėtoti savo veiklą ne tik Lietuvos bet ir Europos Sąjungos mastu. Lietuvos ir užsienio šalių investuotojai gautų naudingos informacijos, kuri reikalinga priimant svarbius finansinius sprendimus.

Problemos ištyrimo lygis. Verslo vertinimo tematika įvairiais aspektais rašė daugelis įvairių šalių autorių. Vieni žymiausių įmonės vertės klausimais darbus publikavę kūrėjai buvo M.Milleris ir F.Modiglianis (1958). Verslo vertės reikšmę ekonomikai nagrinėjo T.Copelandas,

K.Kolleris, J.Murrinis (1990, 2000). Įvairius verslo vertinimo klausimus ir aspektus analizavo A. Damodaran (1994, 2002), P.Fernandez (2001, 2002, 2004), Myeris (1974), Mileris (1977), Gordonas ir E. Shapiro (1956), Benninga ir Sarig (1997) bei daugelis kitų autorių.

Lietuvoje verslo vertinimo teorijos specifika ir problemos, bei pritaikymas Lietuvos sąlygomis buvo nagrinėti D.Brukštaitienės (1998, 2001, 2003), P.Chmieliausko (2001, 2002) ir B.Galinienės (1999, 2001, 2002, 2005) darbuose. Vertinimą ir valdymą neapibrėžtumo sąlygomis nagrinėjo A.V.Rutkauskas (1994). Teoriniai ir praktiniai verslo vertinimo aspektai analizuoti S.Eiva (2000), J.Stravinsko (2000), D.Brukštaitienės (2000), bei Ulio (2004) disertaciniuose darbuose.

Tyrimo objektas – verslo vertinimo požiūriai, jų teorinė analizė ir praktinis pritaikymas vertinant AB „Pieno žvaigždės“.

Darbo tikslas. Išanalizuoti verslo vertinimo požiūrius, jų privalumus, trūkumus ir pritaikymo galimybes. Remiantis teorine analize, apskaičiuoti AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę, pritaikant pajamų, turto ir rinkos požiūrio metodus.

Tikslui pasiekti iškelti šie svarbiausi darbo uždaviniai:

1. Analizuoti verslo vertinimo literatūrą siekiant apibrėžti pagrindines su verslo vertinimu susijusias sąvokas.
2. Nustatyti rinkoje esančius verslo vertinimo požiūrius, siekiant išskirti dažniausiai naudojamus.
3. Išnagrinėti svarbiausius verslo vertinimo principus, tikslus ir atvejus, nustatant pagrindinį, skirtingus rinkos dalyvius siejanti, tikslą.
4. Išskirti verslo vertinimo etapus, siekiant pateikti susistemintą verslo vertinimo procesą.
5. Išanalizuoti pagrindinius verslo vertinimo požiūrius, pateikiant jų pritaikymo galimybes, išskirti privalumus ir trūkumus.
6. Išnagrinėti svarbiausias AB “Pieno žvaigždės” charakteristikas, norint išrinkti tinkamiausius metodus analizuojamos įmonės vertės apskaičiavimui.
7. Praktiškai pritaikyti teorinėje dalyje analizuotus verslo vertinimo požiūrius, siekiant apskaičiuoti AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę.
8. Analizuoti skirtingais metodais gautus rezultatus, nustatant tinkamiausią, įmonės verslo vertės apskaičiavimui.

Tyrimo metodai. Analizuojant verslo vertinimo metodus atlikta sisteminė mokslinės ir kitos literatūros analizė. Nagrinėti Lietuvos ir užsienio autorių darbai, moksliniai straipsniai, konferencijų, bei internetinių šaltinių duomenys. Atliekant praktinę darbo dalį analizuotos AB“Pieno žvaigždės” finansinės ataskaitos. Prognozuojant finansines ataskaitas buvo analizuoti įmonės praėjusių laikotrupių duomenys, pritaikytas trendo modelis atsižvelgiant į prielaidas, pačios įmonės pateiktas bei finansų analitikų nurodomas prognozės. Įmonės vertinimas atliktas naudojant

matematinės formules. Duomenys, apdoroti pasitelkus „Microsoft Excel“ programinės įrangos paketą. Darbas papildytas vaizdinėmis priemonėmis (lentelėmis, paveikslais).

Darbo reikšmingumas. Teorinėje darbo dalyje išanalizuota ir susisteminta esminė verslo vertinimo literatūra, kuria remiantis atliktas AB „Pieno žvaigždės“ vertinimas. Praktinėje dalyje pateikta informacija skirta vidinių ir išorinių vartotojų poreikiams tenkinti. Įmonės vadovai gauta informacija gali remtis planuodami įmonės veiklą ateityje, stiprindami konkurencines pozicijas, optimizuodami kaštus, bei priimdami kitus strateginius sprendimus. Akcininkai yra informuojami apie įmonės būklę, planuojamus gauti dividendus, vienai akcijai tenkantį pelną. Potencialūs investuotojai gautais rezultatais remiasi priimdami sprendimus, susijusius su įmonės akcijų pirkimu. Finansinėms institucijoms pateikiama informacija apie įmonės esamą ir galimą padėtį rinkoje.

Darbo apribojimai. Atliekant įmonės vertinimą susidurta su šiais pagrindiniais sunkumais: viešai pateikiamos įmonių finansinės informacijos ribotumas ir menka rinkos objektų duomenų bazė. Darbe neanalizuoti intelektualaus turto (žmogiškasis, struktūrinis ir vartotojų kapitalas) vertinimo metodai. Išsamiam intelektualaus turto vertinimui reikia surinkti daug įvairių įmonės duomenų, kurie viešai neaplatinami. Beto šio turto vertinimo metodai yra dar tik ankstyvoje vystimosi stadijoje.

Darbo struktūra. Darbą sudaro įvadas, trys pagrindinės dalys, išvados, pasiūlymai, literatūros sąrašas ir priedai. Pirmojoje dalyje išdėstyti verslo vertinimo teoriniai aspektai, pateikiami verslo, verslo vertinimo ir vertės apibrėžimai, verslo vertinimo požiūriai, principai, tikslai, bei procesas. Antroji dalis skirta verslo vertinimo požiūrių analizei. Išanalizuoti verslo vertinimo metodai paremti rinkos (palyginimo), turto bei pajamų požiūriais. Pateikiamos šių metodų pritaikymo galimybės, jų privalumai bei trūkumai. Trečiojoje dalyje atliekamas teorinėje dalyje išanalizuotų metodų pritaikymas praktiškai. AB „Pieno žvaigždės“ vertinama naudojant balansinės vertės, santykinų koeficientų ir diskontuotų pinigų srautų metodus. Gautos reikšmės analizuojamos ir įvertinamos.

Darbo apimtis – 80 puslapių, aiškinamoji dalis sudaro 54 puslapius, pateiktos 20 lentelės, 10 paveikslai, pateikiami 7 priedai. Panaudota 68 literatūros šaltinių.

1. VERSLO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI

Teorinės dalies pagrindinis tikslas yra teorinių verslo vertinimo aspektų atskleidimas analizuojant verslo vertinimo literatūrą. Šiam tikslui įgyvendinti iškeliami sekantys uždaviniai:

1. Apibrėžti esmines verslo vertinimo sąvokas;
2. Išskirti pagrindinius verslo vertinimo požiūrius;
3. Ištirti pagrindinius verslo vertinimo principus pateiktus lietuvių autorių darbuose susijusiuose su verslo vertinimu;
4. Išskirti dažniausiai sutinkamus verslo vertinimo tikslus bei atvejus;
5. Pateikti išsamų verslo vertinimo procesą.

Prieš pradėdant analizuoti verslo vertinimo metodus, pirmiausia reikia pradėti nuo verslo, verslo vertinimo bei vertės reikšmių. Mokslinėje bei metodinėje literatūroje pateikiamos įvairios šių sąvokų sampratos. Siekiant apibrėžti šių sąvokų reikšmę buvo analizuojami ne tik lietuvių, bet ir užsienio autorių darbai. Lietuvoje verslo vertinimas yra ganėtinai nauja veikla, neturinti tokių gilių tradicijų kaip vakarų šalyse, kur pirmieji darbai verslo vertinimo tema pradėti rašyti dar XX a.pr. (J.B. Williams (1938), D.Durand (1957), Millet ir Modigliani (1961), M.Gordon (1962) ir kt.) (Faugere, 2000, interaktyvus). Tačiau Lietuvos Respublikos Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (1999) teigiama, kad norint atlikti teisingą ir išsamų verslo vertinimą Lietuvoje, reikia remtis „LR Vyriausybės patvirtinta metodika, suderinta su Tarptautiniais vertinimo standartais bei normomis, turto vertintojų veiklos priežiūrą atliekančios institucijos nurodymais ir sprendimais“.

Todėl „verslo“ sąvokos analizavimas pradėdamas nuo Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo (1999), kuriame verslas apibūdinamas kaip „juridinio ar fizinio asmens, įmonės, neturinčios juridinio asmens teisių, veikla, kuriai naudojami ekonominiai ištekliai, kuria siekiama gauti pajamų bei pelno ir už kurią šis asmuo atsako savo turtu“.

B.Galinienės knygoje verslas apibrėžtas kaip „konkreti veikla, organizuota pagal apibrėžtą struktūrą, kurios pagrindinis tikslas - gauti pelną, tačiau materialioji išraiška yra akcijos (Galinienė, 2005, p.246).

Tarptautiniame verslo vertinimo terminų žodyne verslas įvardijamas kaip pramonės, paslaugų, prekybos ar investavimo subjektas (arba viso šito derinys) vykdamas ekonominę veiklą (Tarptautinis verslo vertinimo terminų žodynas „Rjreese“, interaktyvus).

Skirtingų autorių apibrėžimai akcentuoja tai, kad verslas yra ekonominė veikla, kurios tikslas yra gauti pajamas ir pelną. Apibendrinus, verslas gali būti įvardijamas kaip juridinio ar fizinio asmens komercinė, investicinė arba kita ekonominius išteklius naudojanti veikla, kuri vykdoma siekiant uždirbti pajamas ir gauti pelną, už kurią šis asmuo atsako savo turtu.

Rinkoje pasitaiko įvairių atvejų, kuomet reikia nustatyti verslo vertę (perkant arba parduodant verslą, likviduojant arba perleidžiant akcijas, norint gauti paskolą ir kitais atvejais apie kurios plačiau aprašyta nagrinėjant “verslo vertinimo tikslus”). Tuomet yra atliekamas verslo vertinimas, t.y. renkami, analizuojami ir vertinami pačios įmonės pateikti duomenys, atsižvelgiant į esamą rinkos situaciją, stengiantis nustatyti objektyvią verslo vertę. 1 lentelėje pateikiami įvairių autorių verslo vertinimo apibrėžimai.

1 lentelė

Verslo vertinimo sąvokų palyginimas

Autorius	Verslo vertinimo apibrėžimas
LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas (1999). Interaktyvus.	Turto ar verslo (toliau - turto) vertinimas - nešališkas turto vertės nustatymas taikant turto vertės nustatymo metodus ir apimantis vertintojo nuomonę apie turto būklę, jo tinkamumą naudoti bei tikėtiną piniginę vertę rinkoje.
G.Jagelavičiaus, V.Boguslauskas, 2001, p.35	Verslo vertinimas - procesas, susiejantis laukiamą grąžą bei riziką, ko pasėkoje nustatoma verslo vertė. Šis procesas gali būti pritaikytas laukiamos naudos iš akcijų, obligacijų, nekilnojamojo turto ar kitų aktyvų įvertinimui.
B.Galinienė, 2005, p. 245	Verslo vertinimas - tai ne pačios įmonės, duodančios pajamas, vertinimas, bet nuosavybės teisių, technologijų, konkurencinių pranašumų, materialinių ir nematerialinių aktyvų, kurie suteikia galimybę uždirbti pajamas, vertinimas.
„Answers“ internetinė enciklopedija. Interaktyvus.	Verslo vertinimas – tai procesas, kurio metu yra nustatoma verslo ir jo finansinio turto ar įsipareigojimų rinkos vertė.
P.Fernandez, 2002a, p.21	Įmonės vertinimo procesas ir jos verslo visuma padedanti identifikuoti ekonominės vertės kūrimo šaltinius ir pokyčius įmonės viduje.
Tarptautiniai vertinimo Standartai. B.Galinienė, 2005, p.245	Verslo vertinimas – įmonės, verslo ar jos versle turimų nuosavybės interesų vertės nustatymo ar išvados apie vertę pateikimo aktas arba procedūra.
Tarptautinis verslo vertinimo terminų žodynas “Rjreese“. Interaktyvus.	Verslo vertinimo metu nustatoma verslo vertė, atsižvelgiant į finansinius duomenis, rinkos savybes ir pramonės šaką, kurioje veikia įmonė.
R.Trehan, 2005. Interaktyvus.	Verslo vertinimas apžvelgia verslo veiklą siekdamas nustatyti “teisingą verslo kainą”, atsižvelgiant į investuotojų, akcininkų, darbuotojų bei rinkos tikslus ir lūkesčius.
Verslo vertinimo žodynas „Agecon“. Interaktyvus.	Verslo vertinimas – procesas skirtas nustatyti paties verslo ar tik savininkų akcijų paketo vertę.
Enciklopedija, Wikipedia. Interaktyvus.	Verslo vertinimas tai dabartinės turto ar įmonės vertės nustatymo procesas, nagrinėjant jos valdymą, kapitalo struktūros sudėtį, būsimų įplaukų prognozavimą, arba turto rinkos vertę.

Šaltinis: sudaryta autorės

Tarptautiniuose internatiniuose vertinimo žodynuose „Rjreese“, „Agecon“, bei internetinėse enciklopedijose „Answers“ ir “Wikipedia“ verslo vertinimas yra apibūdinamas kaip procesas, kurio metu analizuojant finansinius duomenis, pramonės šaką ir esamą padėtį rinkoje, nustatoma verslo vertė atsižvelgiant į investuotojų, akcininkų, darbuotojų bei rinkos tikslus ir lūkesčius. LR turto (verslo) vertinimo pagrindų įstatyme pateiktas turto ar verslo vertinimo apibrėžimas akcentuoja, kad vertės nustatymas turi būti nešališkas, o vertintojas nustatęs vertę, turi pateikti savo nuomonę apie turto būklę, jo tinkamumą naudoti bei tikėtiną piniginę vertę rinkoje. A.Dzikevičius (2004), bei G.Jagelavičiaus ir V.Boguslauskas (2001) į verslo vertimo apibrėžimą įtraukia rizikos ir laukiamos grąžos svarbą nustatant verslo vertę. B.Galinienės (2005) knygoje verslo vertinimo apibrėžimas

akcentuoja tai, kad vertinti reikia ne pačią įmonę, bet įvairius jos sudedamuosius komponentus, kurie suteikia galimybę uždirbti pajamas.

Remiantis šių autorių pateiktais apibrėžimais verslo vertinimas gali būti apibūdinamas kaip procesas, kurio metu remiantis įvairiais vertinimo metodais analizuojami ir vertinami pačios įmonės pateikti duomenys, bei esama rinkos situacija, stengiantis nustatyti objektyvią verslo vertę.

Apibrėžus verslo, verslo vertinimo sąvokas, galima pereiti prie verslo vertinimo tikslų, tačiau prieš tai reikia susipažinti su įvairių autorių pateiktais vertės apibūdinimais. P.Fernandez darbe „Įmonės vertinimo metodai“ akcentuojama, kad pirkėjai ir pardavėjai yra įtakojami pasiūlos ir paklausos santykio, todėl dažnai siūlo skirtingas kainas už tą pačią įmonę. Pardavėjas aukštai įvertina savo materialinius resursus, jeigu jie dar gali būti naudojami gamyboje. Įmonė gali turėti skirtingas kainas skirtingiems pirkėjams dėl masinės gamybos privalumų, masinės gamybos masto, skirtingos pramonės šakos ar įmonės suvokimo. Pirkėjui svarbiausia yra nustatyti maksimalią kainą, kurią jis yra pasiruošęs sumokėti už norimą įsigyti įmonę, o pardavėjui - mažiausią kainą, už kurią jis gali parduoti įmonę. Pirkėją ir pardavėją galima įvardinti kaip dvi diskutuojančias figūras iki pasiekiamą abiem priimtina kaina. Todėl vienas svarbiausių verslo vertinimo tikslų yra objektyvus verslo vertės nustatymas. Tai leidžia nustatyti teisingą rinkos kainą, atsižvelgiant į galimą rinkos vertę (Copeland ir kiti, 2005).

Metodiniame verslo pardavimo įsigijimo vadove teigiama, kad pagrindinis skirtumas tarp vertės ir kainos yra tai, kad vertė atspindi rinkos požiūrį į vertinamo objekto naudingumą, tuo tarpu kaina yra pinigų suma, kuri yra paprašyta, pasiūlyta ar sumokėta už verslą.

LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (1999) rinkos vertė tai „apskaičiuota pinigų suma, už kurią galėtų būti parduotas turtas vertinimo dieną, sudarius tiesioginį komercinį sandorį tarp norinčių turtą parduoti ir norinčių turtą pirkti asmenų po šio turto tinkamo pateikimo į rinką, jeigu abi sandorio šalys veiktų dalykiškai, be prievartos ir nesąlygojamos kitų sandorių bei interesų“.

Rinkos vertė pagal tarptautinius vertinimo standartus yra „apskaičiuota (pinigų) suma, kuri vertinimo dieną galėtų pakeisti turtą suinteresuoto pirkėjo ir suinteresuoto pardavėjo tiesioginio sandorio metu, atlikus tinkamus rinkodaros veiksmus, jei abi šalys veikia protingai, apdairiai ir savo noru (neverčiamos)“ (Galininė, 2005, p.164).

Rinkos vertė - tai kaina, kuri yra nustatyta ir naudojama dalyvaujant rinkoje, tokioje kaip vertybinių popierių rinka (Kenneth ir kiti, 2002, p.7).

Rinkos vertė – kaina, kuria remiantis gali įvykti lygiaverčiai mainai tarp nusimanančių, laisva valia pagal numatytas operacijas veikiančių pirkėjų ir pardavėjų, naudojantis tinkamu marketingu (Jenkins, interaktyvus).

Rinkos vertė – tai kaina, už kurią pirkėjas ir pardavėjas sutinka pirkti/parduoti įmonės turtą. (Ross ir kiti, 1999).

LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme ir Tarptautiniuose verslo vertinimo standartuose pateikta panaši rinkos vertės samprata. Čia nurodoma, kad rinkos vertė yra apskaičiuota, konkreti pinigų suma, už kurią abi suinteresuotos šalys neįtakojamos jokių išorinių veiksnių sutinka įvykdyti lygiaverčius mainus. Kiti nagrinėti autoriai akcentuoja tai, kad rinkos vertė yra kaina, kuri nustatoma sudarant lygiaverčius ir teisingus mainus rinkoje. Taigi rinkos vertė - tai apskaičiuota pinigų suma, kuria remiantis gali įvykti lygiaverčiai mainai tarp suinteresuoto pirkėjo ir pardavėjo, kai abi sandorio šalys veikia dalykiškai, be prievartos ir neįtakojamos kitų sandorių ar interesų.

Verslo vertinimo profesionalai verslo vertę dažniausiai apibrėžia kaip "teisingą rinkos kainą". Teisinga rinkos kaina yra pinigų arba jų ekvivalentų suma, nustatyta tarp pardavėjo ir pirkėjo, kai abiejų šalių žinios apie visus susijusius faktus yra vienodos ir nei viena iš jų nėra verčiama sudaryti sandorį. Remiantis tokiu vertės apibrėžimu, investuotojas neturėtų mokėti už įmonę ar turtą daugiau nei jie yra verti (Damodaran, 2002).

Teisinga rinkos kaina – kaina, už kurią turtas gali būti iškeistas ar parduotas, nesant jokiam pašaliniam spaudimui ar įtakojimui (Ernst and Young LLP, interaktyvus).

Teisinga rinkos kaina apžvelgus verslo vertinimo literatūros šaltinius galėtų būti apibrėžta sekančiai: tai kaina, už kurią pirkėjas ir pardavėjas sutinka vykdyti lygiaverčius mainus, veikdami laisva valia, be išorinių veiksnių įtakos.

Prieš pradėdant išsamiai analizuoti verslo vertinimo metodus reikia paminėti, kad verslo vertinimo subjektas yra profesionalūs vertintojai, turintys reikiamų žinių ir praktinę patirtį, o vertinimo objektas yra kiekvienas nuosavybės objektas, kartu su jo savininko teisėmis (Galiniene, 2005, p.246).

Išanalizavus ir apibendrinus įvairių autorių rašančių darbus verslo vertinimo tema, kitame poskyryje bus nagrinėjami skirtingų autorių pateikiami verslo vertinimo požiūriai.

1.1. Verslo vertinimo požiūriai

Smulkaus verslo vertinimo enciklopedijoje teigiama, kad nustatant verslo vertę galima remtis keliais pasaulyje gerai žinomais vertinimo požiūriais. Vertinimo tikslai dažnai patys pasufleruoja, kuris požiūris būtų tinkamiausias. Verslo vertinimo žodyne pateikiamas šis verslo vertinimo požiūrio apibrėžimas - tai bendras vertės nustatymo būdas, taikant vieną ar daugiau vertinimo metodų.

Užsienio šalių verslo vertinimo literatūroje galima rasti keliolika įmonės vertės nustatymo metodų. Šie metodai yra grupuojami priskiriant juos vienam ar kitam vertinimo požiūriui. Toliau darbe pateikiamos Lietuvos ir užsienio autorių darbuose išskirtos verslo vertinimo požiūrių kvalifikacijos.

LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (1999) išskiriami 3 vertinimo požiūriai: palyginamosios vertės (pardavimo kainos analogų), atstatomosios vertės (kaštų), naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba diskontuotų pinigų srautų) požiūris. LR Vyriausybės patvirtintoje Turto vertinimo metodikoje dar atskirai išskiriamas ypatingosios vertės metodas, taikomas unikalioms meno ir istorijos vertybėms, juvelyriniams ir antikvariniams dirbiniams, įvairioms kolekcijoms įvertinti.

R.Norvaišienė (2003) pateikė 5 požiūrius paremtus: turtu, palyginimu, santykiniais rodikliais, pajamomis ir opcionais grįstus metodus.

A.Damodaran (2005) knygoje aprašyti trys verslo vertinimo požiūriai: pirmasis yra paremtas diskontuotų pinigų srautų vertinimu, antrasis apima vertinimą naudojant palyginamąją informaciją ir trečiasis - opcionais pagrįsti metodai.

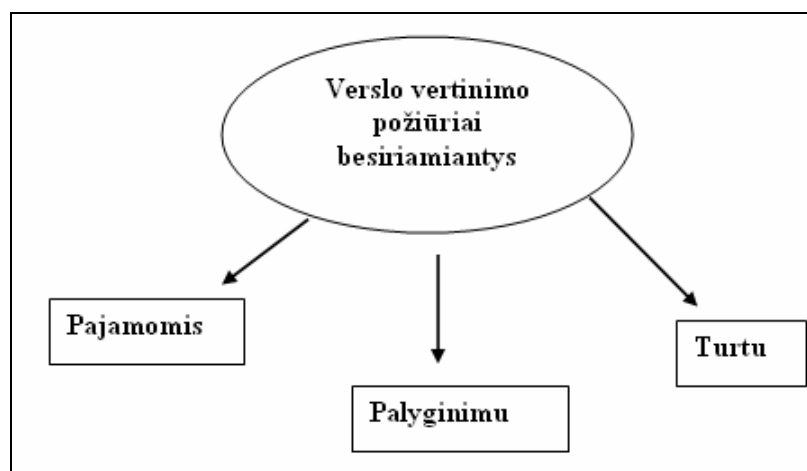
P.Fernandez darbe „Vertinimo metodai ir akcininkų vertės kūrimas“ įmonės vertino metodus klasifikuoja į 6 grupes: buhalterine verte, pajamomis, pinigų srauto diskontavimu, vertės kūrimu, opcionų ir mišriu (prestižo) požiūriu paremti metodai.

J.Britz straipsnyje „Verslo vertinimo procesas: perkant/parduodant verslą“ verslo vertinimo metodus suskirstė į 4 požiūrių grupes: rinka, pajamomis, turtu paremti požiūriai bei mišrus vertimas apimantis pajamų ir turto grupės metodus.

Lietuvoje veikiančiai konsultacinei įmonei atstovaujantis G.Rūškys straipsnyje „Kam reikalingas firmos vertės nustatymas?“ išskiria du pagrindinius verslo vertės nustatymo požiūrius: diskontuotų pinigų srautų ir santykinų rodiklių naudojimo.

Tarptautinėje „Answers“ enciklopedijoje rašoma, jog finansinio turto vertinimas yra atliekamas naudojant vieną arba kelis iš šių požiūrių: palyginimo, būsimų pajamų diskontavimo arba opcionų.

Tačiau didžiausią specialistų pripažinimą įgavo verslo vertinimo metodų ir būdų klasifikacija, kai jie apjungiami į tris grupes: pajamomis, turtu (atstatomosios vertės) ir palyginimu besiremiantys požiūriai. Šis suskirstymas pavaizduotas 1 paveiksle.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymą, 1999, interaktyvus; R.NORVAIŠIENĖ, 2003, Įmonės vertės nustatymo probleminiai aspektai, 38p.; A.DAMODARAN, 2005, An introduction to valuation, interaktyvus; P.FERNANDEZ, 2002a, Valuation methods and shareholder value creation., p.21; J.BRITZ. The business valuation process, interaktyvus; G.RŪŠKĪ. Kam reikalingas firmos vertės nustatymas? interaktyvus; Answers. Internetinė enciklopedija, interaktyvus.

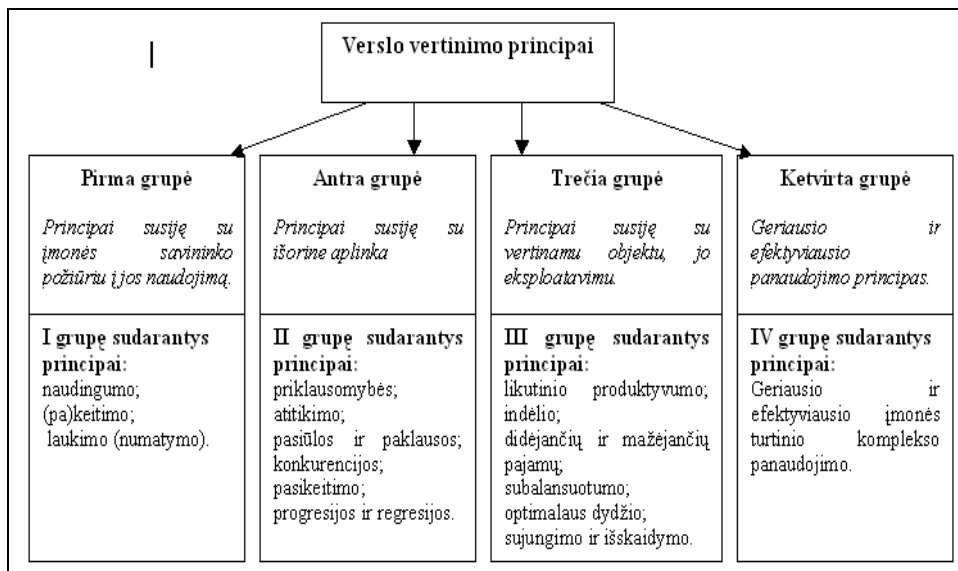
1 pav. Verslo vertinimo požiūriai

Kiekvienas požiūris išryškina skirtingas vertinamo verslo charakteristikas. Visi trys naudoja rinkos duomenis, tačiau atsižvelgia į skirtingus rinkos aspektus. Idealoje rinkoje visi trys požiūriai turėtų atspindėti tą pačią vertės išraišką, tačiau praktikoje taip nebūna.

Išskyrus populiariausius verslo vertinimo požiūrius, pateikiami svarbiausi verslo vertinimo principai.

1.2. Verslo vertinimo principai

A.Dzikevičiaus straipsnyje teigiama, kad verslo vertinimo teorinė bazė yra tarpusavyje susijusių vertinimo principų sąranka, suformuluota remiantis daugiamete užsienio ekspertų - vertintojų patirtimi. Paprastai principai klasifikuojami atsižvelgiant į verslo vertę įtakojantį šaltinį. Vertinant įmonę turi būti įtraukti visi vertinimo principai, bet jų svarbumas gali būti skirtingas, konkrečiose situacijose. Verslo vertinimo principai yra skirstomi į keturias grupes. Remiantis B.Galinienės (2005) knyga, A.Dzikevičiaus straipsniu ir V.Kazlauskienės (2003) konferencijos medžiaga principų grupės pavaizduotos 2 paveiksle.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal A.DZIKEVIČIŲ Verslo vertinimo sistema, interaktyvus; B.GALINIENĖ, 2005, Turto ir verslo vertinimo sistema; V.KAZLAUSKIENĖ, 2003, Verslo vertinimo principų analizė.

2 pav. Verslo vertinimo principai ir jų grupės

Remiantis B.Galinienės (2005) „Turto ir verslo vertinimo sistema“, A.Dzikevičiaus straipsniu „Verslo vertinimo sistema“ ir V.Kazlauskienės (2003) konferencijų medžiaga „Verslo vertinimo principų analizė“, anksčiau minėti principai trumpai aptariami.

I grupės principai.

- Naudingumo principas. Vertinant verslą pirmiausia žiūrima į įmonės naudingumą. Verslo vertinime naudingumą atspindi įmonės vertė. Kuo didesnis naudingumas, tuo įmonė vertingesnė.
- (Pa)keitimo principas. Šis principas teigia, kad maksimali įmonės vertė nustatoma kaip mažiausia kaina, už kurią gali būti nupirkta kita įmonė su ekvivalentiu naudingumu.
- Laukimo (numatymo) principas. Veikiančių ir duodančių pelną įmonių vertė nustatoma kaip laukiamo pelno, kuris gali būti gautas naudojant arba parduodant įmonės turtą, dydis.

II grupės principai yra vieni iš svarbiausių.

- Priklausomybė. Įmonės vertė priklauso nuo daugelio veiksnių. Nustačius priklausomybę tarp įmonės vertės ir ją lemiančių veiksnių galima patikimiau nustatyti įmonės vertę.
- Atitikimas. Šis principas atspindi įmonės atitikimą rinkos, regiono plėtros, žemės sklypų panaudojimo standartus, tam tikru laikotarpiu charakteringiems esančiai ekonominei sistemai.
- Pasiūla ir paklausa, taip pat įtakoja įmonės vertę. Paprastai paklausa įmonės kainą įtakoja labiau, nei pasiūla.
- Konkurencija. Verslininkai, siekdami gauti pelną, tarpusavyje konkuruoja, to pasėkoje auga pasiūla, sukeldama pelno mažėjimą (jeigu nedidėja paklausa). Todėl vertinant verslą, būtina įvertinti tiek esamą, tiek būsimą konkurenciją konkrečioje šakoje.

- Pasikeitimas. Įmonės vertė nuolat keičiasi veikiama vidinių veiksmų, supančios aplinkos ir rinkos kitimo. Dėl šios priežasties įmonės vertė yra nustatoma konkrečiai datai.
- Regresija ir progresija. Regresijos principas svarbus, kai įmonė turi daug nenaudojamo turto. Progresijos principas pasireiškia, kai didėjanti įmonės vertė yra įtakojama ją supančios aplinkos.

III grupės principai, susiję su įmonės veiklos įtaka jos vertei.

- Likutinis produktyvumas, kuris nustatomas kaip grynasis pelnas, priskirtas žemei po to, kai apmokėtos darbo, kapitalo ir valdymo išlaidos. Likutinis produktyvumas leidžia naudotojui išgauti maksimalų pelną, minimizuoti išlaidas ir tenkinti ypatingus poreikius.
- Indėlis. Tai suma, kuria padidėja (sumažėja) įmonės vertė arba grynasis pelnas dėl gamybos veiksmų (darbo, kapitalo, valdymo, žemės) patobulinimų ar pakeitimų.
- Didėjančio (mažėjančio) produktyvumo principas teigia, kad grynasis pelnas, prie pagrindinių gamybos veiksmų pridėdamas lėšų, didėja augančiais tempais iki tam tikro momento, po kurio bendroji grąža auga lėčiau.
- Įmonės subalansuotumas. Bet kuri veiklos rūšis turi optimalų gamybos veiksmų derinį, užtikrinantį maksimalią įmonės vertę.
- Optimalus dydis. Esant optimaliam atskirų gamybos veiksmų dydžiui pasireiškia sinergijos efektas, kuomet gamybos veiksmų subalansavimas gali padidinti įmonės vertę.
- Nuosavybės turtinių teisių suskaidymas ir sujungimas. Turtinės teisės turi būti skaidomos ir sujungiamos taip, kad padidėtų bendroji įmonės vertė.

IV grupės principas - finansiškai naudingas įmonės panaudojimas, kai vertinamas turtas įgauna didžiausią vertę. Tai pagrindinis vertinimo principas apjungiantis visus kitus verslo vertinimo principus.

LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (1999) išskirti šie turto ir verslo vertinimo principai: Turto vertė nustatoma vadovaujantis rinkos ekonomikos logika bei kriterijais, rinkos ir ekonominių sąlygų tyrimų bei stebėjimų rezultatais; Turto vertė nustatoma laikantis apdairumo ir atsargumo; Turto vertės nustatymo pagrindas yra galimos pajamos bei pelnas turta naudojant ar juo disponuojant arba asmeninių poreikių tenkinimas.

Apžvelgus literatūroje minimus verslo vertinimo principus pastebėta, jog aptarti verslo vertinimo principai aprašo tik pagrindinius įmonių elgesio dėsningumus, tačiau negarantuoja tokio elgesio. Realybėje įvairūs aplinkos veiksniai gali iškreipti principų realizavimą, nes ne visi principai yra vienodai svarbūs vertinant įmonę. Sekančiame poskyryje analizuojami verslo vertinimo tikslai, bei vertinimo procesas.

1.3 Verslo vertinimo atvejai ir tikslai, bei verslo vertinimo procesas

Verslo vertinimo skirtumus lemia įmonių nuosavybės įvairovė, juridinis verslo statusas, savininko turtinė atsakomybė, egzistavimo trukmė, nuosavybės pasikeitimo galimybės, valdymo pobūdis ir kt. Remiantis A.Damodaran, bendrąja prasme verslo vertinimą galima skirstyti į tris plačias kategorijas, atsižvelgiant į jam keliamus tikslus:

- Vertinimas - investicinio portfelio valdymo tikslais. Šio vertinimo tikslai gali būti labai įvairūs - nuo geriausiai investuotojo tikslus atitinkančio portfelio sudarymo iki pervertintų / neįvertintų akcijų suradimo siekiant pasipelnėti. Vertinimo svarba investicijų valdyme didžiąja dalimi priklauso nuo investuotojo, bei jo pasirinktos strategijos;

- Vertinimas - korporacinių finansų dalis. JAV korporacinių finansų valdyme yra smarkiai plėtojama vertės valdymo koncepcija. Šiuo požiūriu įmonės vertė gali būti tiesiogiai siejama su jos valdymo sprendimais - vykdomų projektų parinkimu, jų finansavimo politika, įmonės dividendų politika bei jų tarpusavio sąryšiu;

- Vertinimas - turto įsigijimo analizės dalis. Vertinimas turėtų vaidinti esminį vaidmenį įsigyjant turtą (įmonę). Kiekviena iš sandoryje dalyvaujančių šalių prieš pateikdama ar priimdama pasiūlymus, turėtų nustatyti, kiek yra vertas turtas. Vertinimui, turto įsigijimo tikslais, galima priskirti vertinimus: pardavimo, pirkimo, įmonių susijungimo, pasidalinimo ir perėmimo tikslais (Damodaran, 2005, interaktyvus).

Verslo vertinimo literatūroje nurodytiems verslo vertinimo atvejams ir tikslams apibendrinti, bus pateikta kelių autorių nuomonė. LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (1999) išskirta, kad turtas gali būti vertinamas, kai: keičiasi jo savininkas, t.y. turtas parduodamas, perduodamas kaip nepiniginis (turtinis) įnašas, mainomas, dovanojamas, paveldimas; apdraudžiamas; apmokestinamas, deklaruojamas; jungiamas su kitu turtu, padalijamas ar atidalijamas iš bendro turto; įkeičiamas; įrašomas į finansinės apskaitos dokumentus; išnuomojamas arba perduodamas kitiems asmenims pasaugos, panaudos pagrindais ar patikėjimo teise; paimamas įstatymų nustatyta tvarka visuomenės poreikiams; 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 varžytynių; to pageidauja turto savininkas arba turto vertinimo užsakovas.

B.Galinienė (2005) pateikia šiuos verslo vertinimo atvejus: verslo vertinimas didinant įmonės valdymo efektyvumą; verslo vertinimas nustatant vertybinių popierių ir akcijų vertę, taip pat pačios įmonės vertę, ją perkant ar parduodant; verslo vertinimas grindžiant investicinių projektų sprendimus; verslo vertinimas susijęs su įmonės restruktūrizacija (likvidavimu, susiliejinimu,

atsiskyrimu ir kt.), verslo planų sudarinėjimu, kredito gavimo galimybių nustatymu ir verslo draudimu.

A.Dzikevičius savo straipsnyje „Verslo vertinimo sistema“ išskiria šiuos verslo vertinimo tikslus: nustatyti tikrąją įmonės rinkos vertę; nustatyti orientacinę pagrįstą maksimalią kainą; nustatyti investicinio projekto rinkos vertę; nustatyti orientacinę pagrįstą įmonės nuosavo kapitalo rinkos vertę; patikrinti įmonės akcijų dabartinės rinkos kotiruotės objektyvumą, nustatyti jų kitimo rinkoje tendencijas; sekti uždarų įmonių arba įmonių, turinčių nepakankamo likvidumo akcijas, rinkos vertę; ruošti įvairias rekomendacijas dėl uždarų įmonių arba įmonių, turinčių nepakankamai likvidžias akcijas, pirkimo - pardavimo; suteikti įmonės savininkams išsamią informaciją apie įmonės finansinę padėtį ir ateities perspektyvas.

Internetiniame „Bloomberg“ puslapyje esančiame finansų žodyne nurodoma, kad verslas gali būti vertinamas remiantis įvairiais tikslais, tokiais kaip susijungimai ir įsigijimai, vertybinių popierių pardavimas ir kiti mokestiniai įvykiai.

A.Damodaran (2002) nuomone verslas dažniausiai vertinamas siekiant nustatyti kainą jį perkant - parduodant, reorganizuojant ar jungiantis kelioms įmonėms bei analizuojant naujus projektus. Verslą vertinti gali reikėti skyrybų, paveldėjimo ir kitais turto pasidalijimo tikslais.

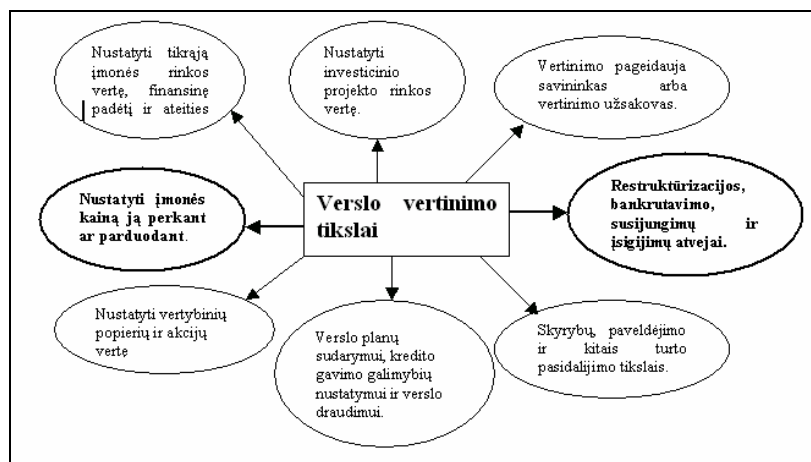
P.Fernandez savo darbe rašo, kad vertinimas gali būti naudojamas šiems tikslams: perkant arba parduodant įmonę; vertinant įtrauktas į sąrašą (listinguojamas) įmones; pagrįsti viešai siūlomų akcijų kainas; palikimo atveju (palyginti akcijų vertę su kitu turtu); įmonės ar verslo vieneto vertinimas išreiškiant skaitine reikšme vertės kūrimo atributus vadovavimui įvertinti; identifikuoti vertės veiksniai; strateginiams sprendimams susijusiems su įmonės egzistavimu (pardavimai, susijungimai, augimas ar pirkimas kitos įmonės) priimti; strateginiam planavimui (Fernandez, interaktyvus).

G.Rūškys straipsnyje „Kam reikalingas firmos vertės nustatymas?“ teigia, jog verslo vertės žinojimas yra ypatingai svarbus: parduodant visą įmonę arba jos dalį; jungiantis su kita įmone; pagrindžiant finansinius sprendimus, susijusius su dalyvavimu akcijų planuose, su vadovų įmonės išpirkimu, su naujo akcininko pritraukimu; pasitikrinant, ar įgyvendinama(-ta) strategija didina įmonės vertę ir pateisina akcininkų lūkesčius.

Straipsnyje „Kodėl verslo vertinimas yra būtinas?“ pateikti šie įmonių (akcijų) vertinimo atvejai: perkant/parduodant; susijungiant; plečiantis; planuojant investicijas ir panašiais atvejais (Why is a business valuation necessary?, interaktyvus).

LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme pateikta daugiausia verslo vertinimo atveju. B.Galinienė (2005) išskiria verslo vertinimo atvejį skirtą įmonės valdymo efektyvumui didinti. A.Dzikevičius savo straipsnyje pagrindiniais tikslais nurodo įmonės ar jos sudedamųjų dalių vertės, bei kainos nustatymą. Tarptautinis verslo vertinimo žodynas, esantis internetiniame „Bloomberg“

puslapyje, pateikia tik 4 pagrindinius atvejus, kurie yra minimi LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme. A.Damodaran (2002) knygoje pateikti verslo vertinimo atvejai, su kuriais susiduriama keičiantis verslo savininkams (perkant, parduodant, reorganizuojant, jungiantis, skyrybų ar palikimo atvejais). Tarp P.Fernandez pateiktų variantų sutinkamas vertės veiksmų identifikavimo arba strateginio planavimo atvejis, kas nebuvo išskirta kitų autorių nagrinėtų šiame darbe. G.Rūkšys nurodo, kad vertinti galima siekiant pritraukti naujus akcininkus ar tiesiog pasitikrinant kaip įgyvendinama strategija atitinka esamų akcininkų lūkesčius. Straipsnyje „Kodėl verslo vertinimas yra būtinas?“ pateikiami standartiniai kitų autorių darbuose taip pat minėti verslo vertinimo atvejai. 3 lentelėje pateikti skirtingų autorių darbuose dažniausiai akcentuojami verslo vertinimo atvejai ir tikslai.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymą 1999, interaktyvus; B.GALINIENĖ, 2005, Turto ir verslo vertinimo sistema; A. DZIKEVIČIŪ, Verslo vertinimo sistema, interaktyvus; BLOOMBERG finansų žodynas, interaktyvus; A.DAMODARAN, 2002, Investment valuation; P.FERNANDEZ, 2002, Company valuation methods, interaktyvus; G.RŪŠKĪ, Kam reikalingas firmos vertės nustatymas? interaktyvus.

3 pav. Verslo vertinimo atvejai ir tikslai

Verslo vertės nustatymas labai svarbus įmonių įsigijimo, susijungimo, privatizacijos procesų analizėje ir teisingų sprendimų priėmime. Verslo vertė turi būti pagrindžiama verslo vertinimo metu, atsižvelgiant į vertinimo tikslus. Verslo vertės žinojimas yra aktualus įvairiems rinkos dalyviams (savininkams, akcininkams, investuotojams, finansinėms institucijoms ir kt.). Rinkos dalyviai akcentuoja skirtingus vertinimo atvejus bei tikslus (įmonių įsigijimas, pardavimas, susijungimas, paveldėjimas, pasidalijimas, privatizacija, restruktūrizacija ar bankroto proceso analizė, sprendimų priėmimas, verslo planų sudarymas, kredito gavimo ar verslo draudimo galimybių nustatymas). Tačiau nepaisant skirtingų verslo vertinimo tikslų, visi su vertinama įmone susiję rinkos dalyviai siekia žinoti teisingą ir nešališką verslo vertę, kad galėtų priimti adekvačius sprendimus.

Prieš pradėdant analizuoti atskirus vertinimo metodus, verslo vertinimo procesą reikia suskirstyti į etapus, kuriais remiantis atliekamas įmonės vertinimas.

Verslo vertinimo procesas. Šis procesas gali būti labai įvairus atsižvelgiant į užsakovo suformuluotus pageidavimus, poreikius, bei tikslus. Vertinimo procesas taip pat priklauso nuo turimos informacijos kiekio, vertinimui atlikti skirto laiko ir kitų veiksnių. Metodiniame verslo pardavimo ir įsigijimo vadove rašoma, jog vertinimo metu, yra analizuojama vidinė ir išorinė įmonės informacija. Įmonės finansinės ataskaitos, aiškinamieji raštai, finansinės prognozės ir kiti įmonės dokumentai yra priskiriami vidinei informacijai. Tuo tarpu iš išorės gaunama informacija apima: analogiškų įmonių finansinių rodiklių vertinimą, rinkos ir ūkio šakos tendencijas, vartotojų poreikių analizę, konkurencinę aplinką, bendras makroekonomikos perspektyvas ir panašiai.

Vertinimo procedūra internetiniame verslo vertinimo terminų žodyne „Rjreese“ apibūdinta kaip veiksmas, būdas ar technika naudojama vykdant pasirinkto vertinimo metodo įgyvendinimo etapus.

LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (1999), pateikta Turto vertinimo atlikimo tvarka apima šiuos etapus: 1.Turto vertinimas pradedamas gavus užsakovo prašymą nustatyti turto vertę ir sudarius rašytinę sutartį; 2.Turto vertinimo sutartyje nurodomas turto vertinimo tikslas, objektas, terminai, atlyginimas, vertintojo bei užsakovo teisės, pareigos ir atsakomybė bei kitos sąlygos; 3.Vertindamas turtą, turto vertintojas vadovaujasi Vyriausybės patvirtinta metodika, suderinta su Tarptautiniais vertinimo standartais bei normomis, turto vertintojų veiklos priežiūrą atliekančios institucijos nurodymais ir sprendimais; 4.Turto vertinimas atliekamas turtą vertinančios įmonės; 5.Turto vertintojas parengia turto vertinimo ataskaitą.

Skirtingi autoriai pateikia savus turto (verslo) vertinimo proceso etapus. Tikslus ir išsamus procesas yra pavaizduotas B.Galinienės (2005) knygoje, atsižvelgiant į tarptautinius vertinimo standartus. Turto vertinimo procesas čia suskirstytas į 7 etapus: 1.Užduoties apibrėžimas; 2.Preliminarių analizės duomenų kaupimas ir rinkimas; 3. Efektyviausio panaudojimo analizė; 4.Žemės vertės nustatymas; 5.Vertinimo metodų taikymas; 6.Rezultatų suderinimas ir galutinės vertės nustatymas; 7.Ataskaita apie nustatytą vertę (Galinienė, 2005, p.197).

G.Kancerevyčius (2004) nurodo, kad vertinant įmonę reikia laikytis tokio eiliškumo: 1.Pateikti vertinimo santrauka; 2.Parengti trumpą įmonės aprašymą; 3.Paruošti vertinimo metodų aprašymą; 4.Atlikti patį vertinimą, nuosekliai pateikiant skaičiavimus, prognozes bei aprašyti kiekvieną žingsnį (Kancerevyčius, 2004, p.266).

R.F.Kenneth pateikia 5 etapų verslo vertinimo procesą: 1.Išanalizuoti situaciją; 2.Susipažinti su vertinama įmone; 3.Sumodeliuoti būsimą veiklą remiantis finansiniais duomenimis, pasirenkant atitinkamus vertinimo metodus; 4.Nustatyti vertinamos įmonės veiklos vertę, įvertinus jos būsimus pinigų srautus; 5.Nustatyti įmonės turto vertę (Kenneth, 2002, p.7-8).

Verslo vertinimo procesas gali būti suskirstytas į šešis pagrindinius etapus, kurie pavaizduoti 2 lentelėje.

Verslo vertinimo procesas

Etapas	Etapo pavadinimas	Etapo uždutys
1	Situacijos analizė	Užduoties sąlygų apibrėžimas; Susipažinti su vertinama įmone.
2	Reikalingų analizės duomenų kaupimas ir rinkimas	Pramonės šakos, kurioje veikia įmonė analizė; Įmonės augimo perspektyvų analizė; Konkurencingumas; Produkcijos, kainodaros analizė; Kitų įmonę įtakančių veiksnių analizė.
3	Tinkamiausio verslo vertinimo metodo įmonei nustatymas	Galimų modelių pritaikymo analizė; Geriausio metodo parinkimas.
4	Vertinimas	Reikalingų duomenų rinkimas, arba prognozavimas; Matematinis vertės apskaičiavimas.
5	Rezultatų suderinimas, galutinės vertės paskelbimas	Gautų rezultatų palyginimas; Galutinės vertės formavimas.
6	Ataskaitos	Ataskaitų paruošimas.

Šaltinis: sudaryta autorės

Apibendrinant, galima teigti, kad verslo vertinimo proceso metu reikia atlikti išsamią įmonės ir šakos, kurioje ji veikia, analizę, numatyti veiklos ypatumus, bei tendencijas. Taip pat svarbu nustatyti ar įmonė turi ateities plėtojimosi galimybes. Kiekvienas iš anksčiau išvardintų etapų yra svarbus ir reikšmingas galutinės vertės formavimui.

Pirmoje darbo dalyje analizuotos verslo, vertinimo bei vertės sąvokos, išskirti pagrindiniai verslo vertinimo požiūriai, apžvelgti dažniausiai pasitaikantys verslo vertinimo atvejai, vertinimo principai, pateiktas vertinimo procesas. Sekančioje darbo dalyje rinka (palyginimu), turtu ir pajamomis paremti požiūriai, bei jiems priskiriami metodai detaliam analizuojami, pateikiamos jų panaudojimo, pritaikymo galimybės, esminiai trūkumai bei privalumai.

2. VERSLO VERTINIMO POŽIŪRIŲ ANALIZĖ

Antrosios dalies pagrindinis tikslas yra pateikti išsamią verslo vertinimo požiūrių paremtų turto, palyginimu (rinka) ir pajamomis analizę. Šiam tikslui pasiekti keliami šie uždaviniai:

1. Išanalizuoti verslo vertinimo palyginimo (rinkos) požiūrį, apibūdinti šiam požiūriui priskiriamus verslo vertinimo metodus, pateikti jų pritaikymo bei apskaičiavimo galimybes, išskirti trūkumus ir privalumus.

2. Išanalizuoti verslo vertinimo turto požiūrį, apibūdinti šiam požiūriui priskiriamus verslo vertinimo metodus, pateikti jų pritaikymo bei apskaičiavimo galimybes, išskirti trūkumus ir privalumus.

3. Išanalizuoti verslo vertinimo pajamų požiūrį, apibūdinti šiam požiūriui priskiriamus verslo vertinimo metodus, pateikti jų pritaikymo bei apskaičiavimo galimybes, išskirti trūkumus ir privalumus.

Pirmoje darbo dalyje akcentuota, kad verslo vertinimas dažniausiai atliekamas remiantis turto, rinkos (palyginimo) ir pajamų požiūriais. Kiekvienas jų susideda iš skirtingų verslo vertinimo metodų. Norint praktikoje pritaikyti konkrečius metodus, reikia išanalizuoti jų savybes, panaudojimo galimybes, trūkumus ir privalumus. Siekiant nustatyti kuo išsamesnę ir objektyvesnę vertinamo objekto vertę, reikėtų taikyti visų trijų verslo vertinimo požiūrių metodus. Kiekvienas metodas turi savo stipriųjų ir silpnųjų pusių, atsižvelgiant į vertinamą verslą, vidinius ir išorinius veiksnius, susijusius su vertinamuoju objektu. Galutinė vertė didele dalimi priklauso nuo surinktos ir išanalizuotos informacijos kiekio, vertintojų profesionalumo, ir skirtingais metodais gautų rezultatų suderinimo, siekiant nustatyti galutinės vertės diapazoną. Pasirenkant vertinimo metodus, reikia būti susipažinus su jų įvairove. Todėl sekančiuose poskyriuose analizuojami vertinimo metodai, remiantis rinkos (palyginimo), turto ir pajamų požiūriais.

2.1. Verslo vertinimas rinkos (palyginimo) požiūriu

Metodiniame verslo pardavimo ir įsigijimo vadove lyginamosios vertės grupės metodų esmė yra palyginimas, t.y. rinkos vertė nustatoma lyginant panašių objektų faktinių sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į nedidelius vertinamo turto ir jo analogo skirtumus. Įmonės vertę galima sužinoti lyginant vertinamos įmonės veiklą su kitomis įmonėmis. Vertė gali būti nustatyta ir palyginus investicijas, į kitas įmones, su kaina, kurią planuojama sumokėti už perkamą įmonę.

Autoriai, rašantys verslo vertinimo klausimais, savo darbuose pateikia rinkos (palyginimo) požiūrio apibrėžimus, keletas jų nurodyta sekančioje lentelėje.

Rinkos (palyginimo) požiūrio apibrėžimai

Autorius	Apibrėžimas
LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas (1999). Interaktyvus.	Lyginamosios vertės (pardavimo kainos analogų) požiūrio esmė yra palyginimas, t. y. turto rinkos vertė nustatoma palyginus analogiškų objektų faktinių sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į nedidelius vertinamo turto bei jo analogo skirtumus.
Tarptautinis verslo terminų žodynas „Bvfls“. Interaktyvus.	Rinkos (rinka paremtas) požiūris - tai būdas nustatyti verslo vertę, verslo savininkų akcijų vertę ar įmonės materialaus turto vertę, naudojant metodus, kurie palygina parduodamo panašaus verslo, akcijų ar kito materialaus turto vertes esančias rinkoje vertinimo metu.
J.Charkatz, 2003. Interaktyvus.	Rinkos požiūris – verslo vertė nustatoma analizuojant panašaus turto pardavimus nagrinėjamoju momentu remiantis panašių įmonių multiplikatoriais.
A.Damodaran, 2002	Vertinant palyginimo požiūriu analizuojamo turto vertė yra nustatoma remiantis analogiško turto verte, pritaikant standartinius koeficientus.
D.Brukštaitienė, 1998, p.44	Palyginamasis (rinkos) požiūris apjungia vertinimo modelius, pagrįstus analogiško verslo vertės palyginimu. Rinkos požiūris numato duomenų, gautų paskutiniaisiais metais apie analogiško verslo rinkos vertę, analizę ir palyginimą.
P.Chmieliauskas ir V.Kazlauskienė, 2003, p.85	Lyginamosios vertės požiūris yra procesas, kurio metu vertinamo turto vertė nustatoma analizuojant analogiško turto rinką bei lyginant vertinamą objektą su rinkoje esančiais panašiais objektais..
K.S.Earn, 2005. Interaktyvus.	Rinkos požiūris - vertė nustatoma remiantis koeficientais arba rinkoje jau įvykusiomis operacijomis susijusiomis su panašaus turto pardavimu.
Globusz leidykla. Interaktyvus.	Šis požiūris turi du variantus. Pirmasis pasirinktą įmonę lygina su viešai skelbiančiomis savo finansinę informaciją įmonėmis. Antrasis vertinamą įmonę lygina su rinkoje parduotomis įmonėmis.
B.Galinienė, 2005, p.253	Rinkos palyginimo požiūriu verslo vertė nustatoma lyginant vertinamą įmonę su analogiškų įmonių pardavimo kainomis, naudojant standartinius finansinius rodiklius.
Ernst and Young llp. Interaktyvus.	Rinkos palyginimo požiūris - susitelkiama ties panašių verslo įmonių palyginimu; dėmesys skiriamas sumokėtai kainai už panašų sandorį nesenai įvykusį pasirinktoje lyginamosios pramonės šakoje.
G.Kancerevyčius, 2004, p.255	Vertinant remiantis palyginimo požiūriu - turto vertė gali būti nustatyta lyginant ją su „panašaus“ arba „palyginamo“ turto rinkos verte, kartu atsižvelgiant į nedidelius vertinamo turto bei jo analogo skirtumus.
Smulkaus verslo enciklopedija. Interaktyvus.	Rinkos palyginimo požiūris vertina įmones, kurios yra panašios savo gyvavimo ciklu, dydžiu, augimo norma, kapitalizacija ir kitais veiksniais, norint nustatyti vertinamos įmonės vertę.

Šaltinis: sudaryta autorės

Skirtinguose šaltiniuose pateikti rinkos (palyginimo) požiūrio apibrėžimai labai panašūs. LR turto ir verslo vertinimo įstatyme (1999) bei G.Kancerevyčiaus (2004) knygoje apibrėžimas beveik identiškas. Abiejuose šaltiniuose teigiama, kad vertė nustatoma palyginus “panašaus”, “palyginamo” arba analogiško turto faktinių sandorių kainas, atsižvelgiant į galimus vertinamo turto ir analogų skirtumus. “Bvfls” internetiniame puslapyje esančiame tarptautiniame verslo terminų žodyne pateikiamas platesnis vertinamo objekto apibūdinimas, šiuo požiūriu remiantis gali būti nustatyta viso verslo, savininkų akcijų dalies ar kito įmonės materialaus turto vertė lyginant jį su analogišku turtu rinkoje. P.Chmieliausko ir V.Kazlauskienės (2003), D.Brukštaitienės (1998) darbuose, bei smulkaus verslo enciklopedijoje teigiama, kad šio požiūrio esmė yra panašių objektų palyginimas siekiant nustatyti vertinamos įmonės galimą vertę. J.Charkatz (2003), A.Damodaran (2002) ir B.Galinienė (2005) pateikia išsamiausius rinkos požiūrio apibrėžimus, kurie apima

palyginimą remiantis analogiškų objektų pardavimo kainomis rinkoje konkrečiu momentu bei standartinių koeficientų naudojimą. Apibendrinus pateiktas sąvokas, verslo vertinimo rinkos (palyginimo) požiūris gali būti įvardijamas sekančiai - tai visos įmonės, savininkų nuosavybės, ar konkretaus turto vertės nustatymas, palyginant su konkrečiu laiko momentu įvykusiomis analogiškų objektų faktinių sandorių kainomis, arba vertės radimas remiantis panašių įmonių standartiniais koeficientais, atsižvelgiant į esančius skirtumus tarp vertinamo objekto ir jo analogo. Kitaip tariant, rinkos (palyginimo) požiūris gali būti apibūdinamas kaip požiūris, kuris verslo vertę apskaičiuoja lyginant analizuojamą įmonę su rinkoje esančiais analogiškais objektais, naudojant multiplikatorius, arba faktinių sandorių kainas.

B.Galinienė (2005) savo knygoje akcentuoja, kad svarbiausios palyginimo požiūrio ypatybės yra rinkos vertės orientacija į panašių įmonių pirkimo - pardavimo kainas, ir orientacija į faktinius vertinamos įmonės finansinius rezultatus. Rinkos požiūris remiasi dvejopos informacijos naudojimu: rinkos ir finansinės. Rinkos informacija, tai faktiniai duomenys apie analogiškų įmonių akcijų pirkimą - pardavimą. Finansinė informacija gaunama iš finansinės atskaitomybės ir kitų papildomų duomenų, leidžiančių nustatyti įmonių palyginamumą.

A.Dzikevičiaus straipsnyje „verslo vertinimas“ palyginamosios vertės požiūrio metodus rekomenduojama taikyti, kai reikia vertinti: smulkias ir likviduojamas įmones; žemės sklypus, butus, gyvenamuosius namus, gamybinės, ūkinės - komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius.

Metodai, naudojami verslo vertinimui remiantis rinkos (palyginimo) požiūriu. Autoriai, nagrinėjantys rinkos (palyginimo) požiūrį priklausomai nuo analizės tikslo, objekto bei kitų sąlygų, išskiria keletą metodų. B.Galinienė nurodo tris: kompanijos analogo, arba kapitalo rinkos metodas; sandorių, arba pardavimų metodas; šakinių koeficientų, arba santykių metodas (Galinienė, 2005, p.255).

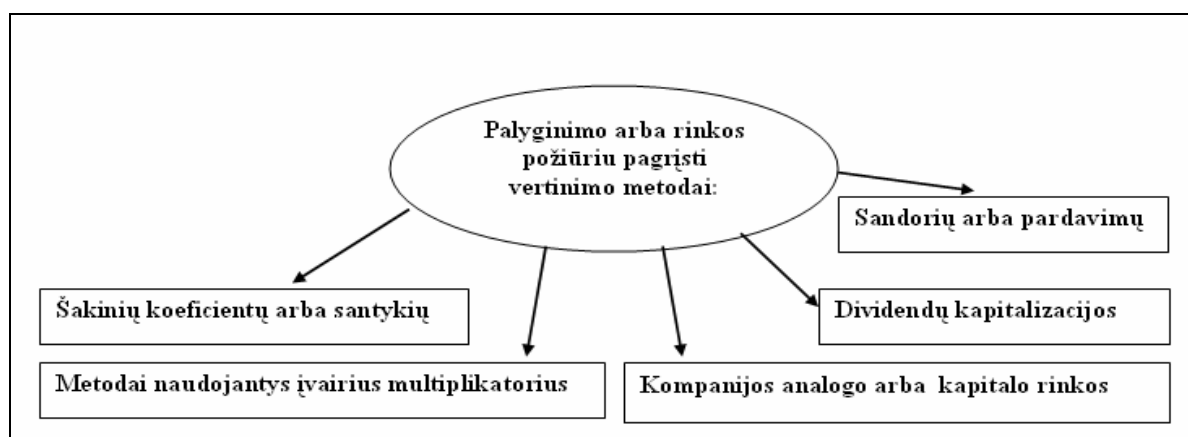
Finansų analizės puslapyje „Ventureline“ išskirti 4 metodai: dividendų kapitalizacijos, kainos (grynojo pelno), pardavimo ir pelno koeficientais paremti metodai.

G.Kancerevyčiaus (2004) knygoje pateiktos taip pat 4 metodų grupės: kainos ir pelno koeficiento, dividendų kapitalizacijos; pardavimų koeficiento ir kiti metodai, kuriuose naudojami įvairūs multiplikatoriai (pvz. pelno multiplikatoriaus).

A.Dzikevičiaus straipsnyje „Verslo vertinimo sistema“, įmonės vertės nustatymas, pagrįstas palyginimo arba rinkos požiūriu, apima šiuos vertinimo metodus: šakinių atitikimų, kapitalo rinkos, sandėrių, kainos vienam akcininkui, potencialiai galimų dividendų kapitalizacijos, ir kitus metodus, kuriuose naudojami multiplikatoriai.

A.Damodaran savo knygoje „Įmonės finansai“ analizuojant rinkos (palyginimo) požiūrį rašo apie metodus, kurie remiasi įvairių multiplikatorių grupėmis.

Skirtingų autorių pateiktus metodus galima suskirstyti į 5 grupes, grupavimas pavaizduotas 4 paveiksle.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal B.GALINIENĖ, 2005, Turto ir verslo vertinimo sistema; Verslo vertinimo metodai “Ventureline”, interaktyvus; A.DZIKEVIČIŲ, Verslo vertinimo sistema, interaktyvus; G.KANCEREVIČIŲ, 2004, Finansai ir investicijos, A.DAMODARAN, 2001, Corporate finance.

4 pav. Metodai naudojami vertinant palyginimo požiūriu

A.Damodaran, Ventureine ir G.Kancerevyčiaus apžvelgti rinkos (palyginimo) požiūrio metodai apima vertinimą naudojant multiplikatorius. B.Galinienė ir A.Dzikevičius šiam požiūriui priskiria analogų, bei sandorių metodus, kurie, šių autorių nuomone, gali būti naudojami nustatant verslo vertę. Toliau aptariami paveiksle išskirti metodai.

Kompanijos analogo (kapitalo rinkos) metodas remiasi atviros vertybinių popierių rinkos formuojamomis kainomis. Lyginimo pagrindas yra akcinių bendrovių vienos akcijos kaina, todėl šis metodas naudojamas daugiausiai vertinti nekontrolinę akcijų paketą (Galinienė, 2005, p 255). **Sandorių (pardavimų)** metodas yra orientuotas į visų įmonių arba jų kontrolinių akcijų paketų įsigijimo kainas (Galinienė, 2005, p.255). **Šakinių koeficientų (santykių)** metodas naudoja rekomenduojamus kainos ir pagrindinių finansinių rodiklių santykius. Šie multiplikatoriai apskaičiuojami ilgų statistinių stebėjimų metu. Tačiau šakinių koeficientų metodas Lietuvoje dar nėra paplitęs, kadangi nėra pakankamai informacijos apie ilgalaikius stebėjimus (Galinienė, 2005, p 255). Naudojant **dividendų kapitalizacijos** metodą reikia įvertinti įmonės dividendų mokėjimo potencialą (dauguma uždarų įmonių dividendų nemoka), kuris matuojamas remiantis vidutiniu grynuoju pelnu ir vidutiniu pinigų srautu. Vertinant dividendų mokėjimo potencialą, reikia įvertinti artimo laikotarpio kapitalo poreikį, plėtros planus, skolos grąžinimo grafikus, taip pat galima remtis panašios dividendus mokančios įmonės rodikliais. Įvertinus šiuos veiksnius, galima nustatyti, kokia dalis vidutinio grynojo pelno ir vidutinio pinigų srauto gali būti išmokėta dividendais (Elsevier, 2001).

Metodai apimantys įvairius multiplikatorius. Norint šiais metodais įvertinti verslą, reikia: 1. Identifikuoti palyginamuosius verslus ir gauti informaciją apie jų rinkos vertę; 2. Konvertuoti palyginamųjų verslų rinkos vertes į standartizuotus rodiklius (kainų daugiklius), kadangi absoliučios vertės negali būti lyginamos; 3. Pritaikyti gautus kainų daugiklius analizuojamo verslo vertei apskaičiuoti (Damodaran, 2002).

Verslo pardavimo ir įsigijimo vadove rašoma, jog analizuojamas verslas vertinamas akcijų rinkose kotiruojamų bendrovių kainų daugiklių pagrindu. Kainų daugikliai apskaičiuojami pagal akcijų rinkose listinguojamų bendrovių akcijų kainas ir veiklos rodiklius. Daugikliai gali būti koreguojami, atsižvelgiant į santykinius analizuojamos bendrovės pranašumus ir trūkumus. Remiantis šiuo požiūriu paprasčiausias verslo vertės skaičiavimas B. Galinienės (2005) knygoje būtų:

$$\boxed{\text{Verslo vertė} = \text{multiplikatorius} \times \text{finansinis rodiklis (bazė)}} \quad (1)$$

Multiplikatorius apskaičiuojamas kaip neseniai parduotos palyginamos įmonės kainos ir jos finansinio rodiklio santykis. Finansinė bazė yra vertinamos įmonės atitinkamas finansinis rodiklis: pelnas, pajamos, dividendai, pinigų srautai, buhalterinė vertė ir kt. Skaičiuojant multiplikatorių reikia turėti visų panašių įmonių akcijų vertes ir finansinę bazę nustatytu periodu arba vertinimo metu. Akcijos kaina imama vertinimo atlikimo dieną arba maksimalios ir minimalios kainos per paskutinį mėnesį vidurkis. Finansinė bazė skaičiuojama per paskutinį atskaitomybės laikotarpį arba per paskutinius dvylika mėnesių, arba kaip kelių metų vidurkis. Paprastai kaupiama penkerių metų vertinamos įmonės retrospektyvinė informacija, renkama ir panašių įmonių finansinė informacija. Kadangi identiškų įmonių nėra, multiplikatoriaus reikšmių diapazonas lyginamose įmonėse gali būti gana platus, todėl reikia apskaičiuoti vidutinį multiplikatoriaus dydį. Svoris kiekvienam multiplikatoriui suteikiamas priklausomai nuo konkrečių sąlygų, vertinimo tikslų ir objekto, bei turimos informacijos patikimumo (Galinienė, 2005, p.255).

Finansinių standartų tarybos Konsulato „Farm“ pateiktame straipsnyje „Vertinimo metodai“ nurodoma, kad vertinant verslą pajamų požiūriu labai svarbu susirinkit kuo daugiau teisingos bei naudingos informacijos, atsižvelgiant į esančias rinkos sąlygas, dėsningumus ir į vyraujančią situaciją įmonėje.

Verslo vertinimo literatūroje išskirti įvairūs koeficientai, kuriais remiantis galima nustatyti verslo vertę. Apžvelgus R. Norvaišienės (2003), B. Galinienės (2005), A. Damodaran (2002), G. Kancerevyčiaus (2004), ir kitų užsienio autorių darbus koeficientus galima suskirstyti į 4 multiplikatorių grupes, šis skirstymas pavaizduotas 4 lentelėje.

Palyginimo požiūrio koeficientų grupavimas

Pelno multiplikatoriai	Pajamų multiplikatoriai	Buhalterinės(apskaitinės) vertės multiplikatoriai	Konkrečiai šakai būdingi multiplikatoriai
Kaina/pelnas akcijai (P/E)	Kaina/pardavimai (P/S)	Verslo vertė /buhalterinė vertė (EV/BV)	Kaina/kwh Kaina/ tona Kaina/gamybos pajėgumai
Verslo vertė/pinigių srautai (EV/CF)	Verslo vertė/pardavimai (EV/S)	Kaina/buhalterinė vertė (P/BV)	Kaina/ vienetai
Verslo vertė/pelnas iki palūkanų ir mokesčių (EV/EBIT)		Vertė/atstatymo kaina	Kaina / klientai Kaina / išeiga Ir t.t.
Verslo vertė/pelnas iki palūkanų, mokesčių ir nusidėvėjimo(EV/EBITDA)			

Šaltinis: sudaryta autorės pagal R.NORVAIŠIENĘ, 2003, Įmonės vertės nustatymo probleminiai aspektai, p.38; A.DAMODARAN, 2005, An introduction to valuation, interaktyvus; B.GALINIENĖ, 2005, Turto ir verslo vertinimo sistema; G.KANCEREVIČIŲ, 2004, Finansai ir investicijos; Metodinis vadovas, interaktyvus; A.GORDON, H.BERIT Vertinimo požiūriai, interaktyvus; K.E.EARN, 2005, Vertinimo technologija, interaktyvus; P.FERNÁNDEZ, 2002b, Valuation using multiples, interaktyvus; Internetinis žinynas, „Reference“, interaktyvus; D.R.PHILIP, ir kt. Corporate valuation a guide for managers and investors.

Suskirsčius koeficientus į keturias grupes, galima analizuoti jų panaudojimo galimybes, trūkumus, privalumus, pateikti formules, kuriomis remiantis apskaičiuojama įmonės vertė. 1 priede pateikta lentelė su koeficientais, kurie rekomenduojami naudoti vertinant konkrečią pramonės šaką ar jos sektorių.

Pelno multiplikatoriai. W.Stanzl (2001) teigia, kad vienas labiausiai naudojamų koeficientų yra EV/EBIT. Šis koeficientas apskaičiuojamas sekančiai:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Verslo vertė rinkoje}}{\text{Pelnas iki palūkanų ir pelno mokesčio mokėjimo}} \quad (2)$$

Šiuo metodu apskaičiuota vertė yra pakankamai tiksli, nes skaičiuojant panaikinami lygintinų įmonių mokesčių tarifų, bei kapitalo institucijų skirtumai. Tačiau metodiniame verslo pardavimo išsigijimo vadove rašoma, kad skaičiavimuose, vis dėlto, dažniau naudojami EBITDA ir P/E rodikliai. EBITDA koeficiento naudojimas vertinant įmonę yra tikslesnis, nes į gautą verslo vertę yra įtraukti visi finansiniai išpareigojimai, atžvelgiama ne tik į mokesčių tarifų, kapitalo institucijų skirtumus, bet ir į taikomų nusidėvėjimo metodų skirtumus.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Verslo vertė rinkoje}}{\text{Pelnas iki nusidėvėjimo, palūkanų ir pelno mokesčio mokėjimo}} \quad (3)$$

Šį koeficientą tinka naudoti vietoje P/E tam tikrose pramonės šakose, kai įmonė daug investuoja, o rezultatas nėra greitas (pvz.: mobilieji telefonai). EV/EBITDA galima apskaičiuoti net toms įmonėms, kurios veikia nuostolingai, nes EBITDA paprastai būna teigiamas. Šiuo metodu skaičiuojant verslo vertę, gautas rezultatas turėtų būti koreguojamas atimant paskolas, taip gaunant nuosavybės vertę.

Kainos ir pelno koeficiento metodas remiasi kainos - pelno koeficiento (P/E) santykiu:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Vienos įmonės akcijos rinkos kaina}}{\text{Vienai akcijai tenkantis grynasis pelnas}} \quad (4)$$

Šis koeficientas investuotojams parodo, kiek šiuo metu jie pasiryžę sumokėti už vieną įmonės pelno litą. Bendru atveju didelis P/E rodo, kad rinkoje įmonė laikoma perspektyvia, mažas rodiklis gali reikšti, kad įmonė neįvertinta arba rinka netiki, kad įmonė ir toliau dirbs taip sėkmingai. Neigiamas P/E reiškia, kad įmonė yra nuostolinga. Naudojantis šiuo koeficientu galima palyginti kelias įmones, nes jis nustato akcijos rinkos kainos ir jai tenkančio pelno dalies ryšį (Traders, Fundamentalieji rodikliai, interaktyvus). Išsamesnis pelno koeficientų apskaičiavimas pateikiamas 2 priede.

A.Damodaran (2005) P/E koeficientą laiko pagrindiniu ir skiria jam didelę savo analizės dalį. Jo teigimu pelno koeficientų grupė yra labiausiai paplitusi praktikoje. Tačiau nepaisant populiarumo tarp verslo vertinimo specialistų, šios grupės koeficientai turi ir trūkumų, kurie pateikiami 5 lentelėje.

5 lentelė

Pelno multiplikatorių naudojimo privalumai ir trūkumai

Privalumai	Trūkumai
Atspindi rinkos požiūrį į tam tikros šakos ar panašaus pobūdžio įmonių vertę. Jeigu šakos perspektyvos yra vertinamos teigiamai, tai per P/E koeficientą toks požiūris atsispindės ir atskiros įmonės vertėje.	Lyginant skirtingas įmones atsiranda paklaidų dėl tų įmonių kapitalo institucijos ir palūkanų teikiamo mokestinio „stogo“, o vertinant skirtingų šalių įmones atsiranda papildomos reikšmingos paklaidos dėl skirtingų apskaitos metodų.
Lengvai naudojamas metodas.	Šiuo metodu negalima įvertinti įmonės, jeigu nėra pelno, ši situacija iš dalies gali būti eliminuota naudojant normalizuotas pajamas, tačiau visiškai to išvengti neįmanoma.
Labiausiai paplitęs metodas skirtas vertinti akcijų kainas biržoje.	Pajamų svyravimai gali turėti įtakos dideliems P/E koeficiento pokyčiams skirtingais periodais.
	Pelno koeficientų metodais sunku vertinti cikliškas įmones, nes galima pervertinti arba nuvertinti įmonę, priklausomai to nuo ar įmonė yra ciklo nuosmukyje ar pakilime.
	Ne visiškai eliminuojami skirtumai tarp skirtingų įmonių, šalių, bei laikotarpių, todėl ir juos reprezentuojantys pelno koeficientai yra skirtingi.
	Subjektyvus metodas vertinant įmonę, kurios akcijomis rinkoje neprekiuojama.

Šaltinis: sudaryta autorės pagal G.KANCEREVYČIŲ, 2004, Finansai ir investicijos; B.GALINIENĖ, 2005, Turto ir verslo vertinimo sistema, A.DAMODARAN, 2005, An introduction to valuation, interaktyvus.

Išanalizavus nagrinėtų autorių darbus, galima daryti išvadą, kad nepaisant paprasto ir nesudėtingo apskaičiavimo, šiais metodais gauti rezultatai neturėtų būti naudojami kaip galutiniai. Šie metodai remiasi tik praeities arba dabarties duomenimis, tikslesni rezultatai gali būti gauti tik

skaičiavimuose, naudojant diskonto normą, tačiau tuomet vertinimas pasidaro sudėtingas, o gauti rezultatai labai priklauso nuo vertintojo kvalifikacijos, patyrimo, bei duomenų bazės išsamumo.

Pajamų multiplikatoriai lengvai suprantamai ir apskaičiuojami. Dažniausiai naudojami vertinant nuostolingai dirbančias įmones. Pardavimų koeficientas (P/S) dažnai naudojamas kaip verslo vertinimo etalonas (Kancerevyčius, 2004, p.259).

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Vienos akcijos rinkos kaina}}{\text{Pardavimai vienai akcijai}} \quad (5)$$

P/S koeficientas remiasi prielaida, kad vienoje pramonės šakoje veikiančių įmonių pelno normos ir veiklos efektyvumai yra panašūs. Taigi pardavimo koeficiento naudojimas yra sąlygiškai tapatus panašių įmonių pelningumui lyginti.

Pajamų multiplikatorių grupei priskiriamas ir verslo vertės bei pardavimų santykio koeficientas (EV/S):

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{Nuosavybės rinkos vertė} + \text{skolos rinkos vertė}}{\text{Visos pardavimų pajamos}} \quad (6)$$

Tačiau šio koeficiento taikymas yra ribojamas dėl vertinamų įmonių skirtingų pelningumų (Kancerevyčius, 2004, p.259). Išsamesnės pajamų koeficientų apskaičiavimo formulės pateikiamos 2 priede. A.Damodaran, bei P.Fernandez knygoje pateikti šie pajamų multiplikatorių trūkumai ir privalumai:

6 lentelė

Pajamų multiplikatorių naudojimo privalumai ir trūkumai

Privalumai	Trūkumai
P/S koeficientas gali būti naudojamas visoms, net ir didžiausių problemų turinčioms įmonėms.	Pardavimai ne visada atspindi įmonės veiklos pokyčius. Gali atsitikti taip, kad pardavimai išliks nepakitę, bet pajamos, pelno norma ir vertė reikšmingai pakis.
Maža pardavimų rodikliais manipuliacijų tikimybė.	P/S koeficientą naudojant vertinti problemų turinčioms įmonėms, būtina atsižvelgti į lyginamų įmonių prekių savikainos ir pelno normos skirtumus.
Pasikeitus aplinkos veiksniams, P/S koeficientui nėra būdingas toks didelis svyravimas, kaip P/E koeficientui, todėl tai patikimesnė vertinimo priemonė.	P/S koeficientas iš esmės atspindi tik pelno/nuostolio ataskaitos pardavimų dalį, visai neįvertina kitų jos straipsnių, neparodo įmonės veiklos efektyvumo.
Gali būti naudojamas strateginių sprendimų (pvz., kainodaros pakeitimo) įtakos įmonės vertei patikrinimui.	Neįvertina investicijų į pagrindines priemones skirtumų tarp atskirų įmonių.
	Dažnai daroma prielaida, kad vienos šakos viduje visi įmonės veiklą reprezentuojantys rodikliai turi vienodą santykį su pardavimais.
	Atliekant panašių įmonių atranką, dažnai lyginami tik pardavimai. Neatsižvelgiama į parduotų prekių savikainos, bendrųjų ir administracinių išlaidų, apyvartinio kapitalo pokyčius bei šių rodiklių santykį su pardavimais.

Šaltinis: sudaryta autorės pagal A.DAMODARAN, 2005, An introduction to valuation, interaktyvus ir P.FERNANDEZ Valuation using multiples, interaktyvus.

Vertinant įmonę pajamų koeficientų grupės metodais pasitaiko mažiau manipuliacijų, o rezultatai, keičiantis išoriniams veiksniams, mažiau reaguoja į pokyčius nei pelno multiplikatorių koeficientai. Taip pat svarbu akcentuoti, kad pardavimų koeficientą galima taikyti ir su sunkumais susidūrusioms įmonėms. Tačiau naudojant pajamų multiplikatorius, neįvertinama situacija, kuomet pardavimams liekant panašiam lygyje žymiai pakinta pajamos, pelno norma ar kiti įmonės rezultatai. Naudojant šiuos koeficientus reikia laikytis prielaidos, kad analizuojamos šakos viduje įmonės veiklą reprezentuojantys rodikliai turi vienodą santykį su pardavimais, o tai ne visuomet atspindi realią rinkos situaciją. Šis metodas turi nemažai apribojimų ir prielaidų. Gauti rezultatai turi būti koreguojami atsižvelgiant į kitais metodais apskaičiuotus rezultatus.

Apskaitinės vertės multiplikatoriai. Labiausiai naudojami kainos - buhalterinės vertės arba vertės - buhalterinės vertės koeficientai. Kainos - buhalterinės vertės lyginamasis rodiklis (P/BV) - tai nuosavybės rinkos vertės santykis su nuosavybės balansine verte:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Nuosavybės rinkos vertė}}{\text{Nuosavybės balansinė vertė}} = \frac{\text{Vienos akcijos rinkos kaina}}{\text{Vienos akcijos nominali vertė}} \quad (7)$$

P/BV koeficiento pagalba nustatoma įmonės akcijų vertė. (Kancerevyčius, 2004, p.262). Šis koeficientas parodo, kiek investuotojas moka už vieną turto litą, kurį jis teoriškai gautų įmonę likviduojant. Šis rodiklis dažnai yra netikslus, nes didelę turto dalį sudaro pastatai ir įrenginiai, balanse užfiksuoti jų įsigijimo savikaina, o tikrąją jų vertę galima sužinoti tik juos pardavus (Traders, fundamentalieji rodikliai, interaktyvus).

Vertės - turto balansinės vertės koeficientas (EV/BV) gali būti nustatytas siekiant įvertinti įmonės vertę (Kancerevyčius, 2004, p.262) sekančiais:

$$\frac{EV}{BV} = \frac{\text{Nuosavybės rinkos vertė} + \text{skolos rinkos vertė}}{\text{Nuosavybės balansinė vertė} + \text{skolos balansinė vertė}} \quad (8)$$

Buhalterinės vertės koeficientų apskaičiavimo būdai pateikiami 2 priede. A.Damodaran ir G.Kancerevyčiaus knygose pateikiami šie apskaitinės vertės multiplikatorių trūkumai, privalumai:

7 lentelė

Apskaitinės vertės multiplikatorių naudojimo privalumai ir trūkumai

Privalumai	Trūkumai
Šie koeficientai suteikia galimybę apskaičiuoti vertę sąlygiškai stabilu, logiškai suvokiamu būdu, o apskaičiuota vertė gali būti palyginta su rinkos verte.	Buhalterinė vertė priklauso nuo nusidėvėjimo ir kitų straipsnių skaičiavimo. Šiems skaičiavimams žymiai skiriantis tarp atskirų įmonių, pramonės šakų ar šalių, koeficiento naudojimas tampa neefektyvus.
Atsižvelgiant į gana pastovius apskaitos principus, buhalterinės vertės koeficientai gali būti naudojami panašioms įmonėms palyginti.	Buhalterinė vertė netenka prasmės vertinant paslaugų įmones, kurių ilgalaikio turto dalis yra gana nežymi.
Net neigiamas pajamas turinčios įmonės gali būti vertinamos šiuo metodu.	

Šaltinis: sudaryta autorės pagal G.KANCEREVYČIŲ, 2004, Finansai ir investicijos. ir A.DAMODARAN, 2002, Investment valuation.

Apibendrintai galima pasakyti, jog santykis tarp kainos ir buhalterinės vertės yra gana sudėtingas. Įmonės P/BV koeficientui turi įtakos jos laukiamas išmokėjimo koeficientas, pajamų augimo norma bei rizikingumas. Tačiau labiausiai koeficientą įtakoja savininkų nuosavybės grąža - aukšta (žema) grąža lemia aukštą (žemą) P/BV koeficientą.

Rinkos (palyginimo) požiūrio metodų taikymo trūkumai ir privalumai. Skirtingi autoriai pateikia prieštarigus multiplikatorių metodų patikimumo vertinimus. A.Damodaran (2002) šį metodą pateikia, kaip kitų vertinimo metodų lygiavertį pakaitalą. P.Fernandez (2002) rekomenduoja šiuo metodu nustatytą vertę naudoti tik kitais metodais gautų rezultatų realumui patikrinti. Pastarojo autoriaus nuomone, santykiniai koeficientai palieka per daug vietos subjektyvumui ir manipuliacijomis. Apibendrinant šio požiūrio metodų naudojimo ir pritaikymo galimybes, pateikiami esminiai trūkumai ir privalumai remiantis nagrinėtų autorių nuomone.

Privalumai. A.Damodaran (2005), A.Kancerevyčius (2004) ir R.Norvaišienė (2003) teigia, jog vertinimas naudojant koeficientus yra paprastas ir suprantamas, koeficientai greitai apskaičiuojami ir pritaikomi įmonės ar jos turto vertinimui. Šis būdas yra patikimas ir patrauklus, kai rinkoje yra pakankamas skaičius panašių įmonių, o jų akcijomis prekiaujama viešai. Kapitalizavimo norma arba multiplikatorius leidžia įvertinti šakos riziką arba verslo riziką, išvengiant subjektyvumo. Šio požiūrio metodai atspindi pokyčius ir nuotaikas rinkoje, o tai yra svarbu, kuomet laikas yra reikšmingas. V.Kazlauskienės (2003) manymu šie metodai naudingiausi, kai galima gauti duomenų, apie neseniai parduotus arba dabar parduodamus objektus, su panašiais į vertinamąjį objektą rodikliais. Rinkos (palyginimo) metodų pranašumas yra jų paprastumas ir aiškumas. Lietuvoje linstinguojamų įmonių standartinius koeficientus galima rasti internetiniuose puslapiuose skirtuose investuotojams, pvz.: “Vertybinių popierių komisija”, “OMX group”, “Jūsų tarpininkas”, “Finasta” ir pan. Tačiau nepaisant minėtų privalumų, verslo vertinimo literatūroje pateikiama nemažai rinkos (palyginimo) požiūrio metodų taikymo suvaržymų.

Trūkumai. B.Galinienės (2005) teigimu, palyginimo metodas yra darbo imlus ir brangus (detali analizė gali duoti neigiamą rezultatą, jei vertintojas nuspręs, kad jo taikyti negalima, nes nėra pakankamo palyginamumo). Rodiklių taikymą riboja duomenų apie tikrai palygintinas įmonių grupes egzistavimas ir palyginimo paklaidos, atsirandančios dėl fundamentalių įmonių skirtumų, įmonių ateities perspektyvų, finansinės informacijos kokybės, skirtingų mokesčių ir apskaitos taisyklių įvairiose šalyse, bei įmonių kapitalo institucijų. Šie metodai efektyvūs tik supaprastintomis sąlygomis, tačiau realiame gyvenime viskas daug sudėtingiau. Dar viena problema yra ta, kad multiplikatoriai neatsižvelgia į vertinamos ir lyginamos įmonės verslo cikliškumą. A.Damodaran (2005) teigimu, vertinimas palyginimo požiūriu reikalauja ne tik išsamaus paruošiamojo proceso, bet ir duomenų rinkimo, apdorojimo, rezultatų interpretavimo ir pan. Iš to seka, kad paprastumas gali būti pasiekiamas tik neįvertintų faktorių ir neatsakytų

klausimų sąskaita. Dauguma autorių (Fernandez, 2002, interaktyvus; Metodinis vadovas, interaktyvus; Copeland ir kiti, 1991) pastebi kad, jeigu rinkoje neįmanoma rasti panašių įmonių arba tiesiog nėra pateiktos informacijos apie jį, tuomet šis metodas negali būti taikomas, o kartais gauti rezultatai gali net ir suklaidinti. Rinkoje nėra įmonių su identiškais duomenimis vertinamai įmonei, todėl vertintojas turi pats nuspręsti, kurios įmonės yra labiausiai panašios į jo vertinamą objektą. D.Brukštaitienė (2000) teigia, kad objektyviai taikyti palyginimo metodą mūsų šalyje dar sudėtinga, kadangi atvira finansų rinka egzistuoja palyginti trumpą laiką. Nedidelė sudaromų sandorių apimtis lemia, jog tik po kelių ar keliolikos metų bus sukaupta išsami duomenų bazė, apie parduotas įmones, jų pavienes akcijas bei šių įmonių rezultatus. Tik turint tokius duomenis galima tiksliai ir nešališkai spręsti apie vieno ar kito multiplikatoriaus reikšmę.

Atsižvelgiant į visus rinkos (palyginimo) požiūrio metodų plusus ir minusus, galima teigti, kad Lietuvoje šio metodo objektyviam taikymui dar nėra pakankamos duomenų bazės, todėl vertinimo metu gauti rezultatai ne visuomet atskleidžia teisingą vertinamo objekto vertę.

2.2. Verslo vertinimas remiantis turto požiūriu

R.Norvaišienė (2003) konferencinėje medžiagoje rašoma, kad metodai, grįsti turto vertinimu, išsiskiria paprastumu, aiškumu, tačiau įmonė traktuojama kaip statiškas vienetas, neįvertinamos jos veiklos perspektyvos, augimo galimybės. Tokie kintamieji, kaip įmonės kompetencija, produkto konkurencingumas nematomi balanse. Todėl turto požiūrio metodai gali būti naudojami žemiausiai verslo vertei nustatyti, bet ne priimamų sprendimų pagrindimui.

Turto požiūris dažniausiai naudojamas tose įmonėse, kurios turi daug materialaus turto arba lengvai įvertinamo nematerialaus turto (Vertinimo metodai. Farm finansinių standartų taryba. Interaktyvus).

Verslo vertinimo literatūroje esantys turto požiūrio apibūdinimai pateikti 8 lentelėje.

Turto požiūrio apibrėžimai

Autorius	Apibrėžimas
Tarptautinis verslo terminų žodynas "Bvfls". Interaktyvus.	Turto (turtu paremtas) požiūris - tai bendras verslo vertės nustatymo būdas, verslo nuosavybės nauda, nustatoma naudojant vieną ar daugiau metodų paremtų grynąja turto verte be įsiskolinimų.
LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas (1999). Interaktyvus.	Atkuriamosios vertės (kaštų) metodas - jo pagrindas yra skaičiavimai, kiek kainuotų atkurti esamos fizinės būklės ir esamų eksploatacinių bei naudingumo savybių objektus pagal vertinimo metu taikomas darbų technologijas bei kainas.
Charkatz, J Vertinimo požiūriai ir metodai. Interaktyvus.	Turto požiūris - turto vertė gaunama naudojant pakeitimo arba atkūrimo kainą, atėmus nusidėvėjimą bei nuvertėjimą. Versle šitaip vertinamos tik tos įmonės, kurių pagrindinę vertę sudaro materialus turtas.
B. Galinienė 2005, p.252	Šaunaudų (turto) požiūris leidžia vertinti verslą, pagal sukūrimo kaštus.
Vertinimo metodai. Farm finansinių standartų taryba. Interaktyvus.	Turto vertinimo požiūris paremtas įmonės balanse pateiktais duomenimis.
Vertinimas. Smulkaus verslo vertinimo enciklopedija. Interaktyvus.	Turto vertinimo požiūris - šie metodai prasideda nuo įmonės vertinimo balansine verte. Remiantis šiuo metodu, punktai įtraukti į įmonės balansą (istorinėmis kainomis) yra pakoreguojami taip, kad atitiktų esamas rinkos vertes.
Tarptautinis verslo vertinimo terminų žodynas "Rjreese". Interaktyvus.	Turto vertinimo požiūris - būdas nustatyti verslo, ar vertybinių popierių vertę naudojant vieną ar kelis metodus paremtus turto be įsipareigojimų verte.
Informacija verslui: Smulkaus verslo enciklopedija. Interaktyvus.	Turto vertinimo požiūris naudojamas vertinti verslui, kuris daugiausia pajamų gauna iš savo turto (o ne žmoniškųjų išteklių dėka).

Šaltinis: sudaryta autorės

Tarptautinis verslo vertinimo žodynas "Rjreese" verslo vertinimo, remiantis turto požiūriu, galutiniu rezultatu įvardija vertės nustatymą, paremtą turtu be įsipareigojimų. Tarptautiniame verslo terminų žodyne "Bvfls" pateiktas panašus apibrėžimas, kuriame vertės nustatymo metodai remiasi grynąja turto be įsipareigojimų verte. Farm finansinių standartų tarybos straipsnyje, akcentuojama tik tai, kad naudojant šį požiūrį verslo vertė apskaičiuojama analizuojant įmonės balanso duomenis. Teigini, kad įmonės vertė nustatoma remiantis balansine verte, išsamiau komentuoja smulkaus verslo vertinimo enciklopedija. Joje teigiama, kad duomenys įtraukti į balansą yra koreguojami taip, kad atitiktų esamas rinkos vertes, siekiant gauti kiek įmanoma tikslesnę vertę. B.Galinienės (2005) knygoje, pateiktas apibrėžimas apima atvejį, kai verslas vertinamas skaičiuojant jo sukūrimo kaštus. J.Charkatz straipsnyje nurodoma, kad apskaičiuoti galima iš turto pakeitimo (atkūrimo) kainos atimant nusidėvėjimą bei nuvertėjimą. Šiuo požiūriu naudojamosi vertinant turtą dalyvaujanti aktyvioje rinkoje, o nematerialiam įmonės turtui vertinti šis požiūris visai netinka. Smulkaus verslo enciklopedijoje: "Informacija verslui" šį požiūrį rekomenduojama taikyti įmonėms, kurios pajamas gauna iš savo materialaus turto, o ne nematerialaus turto ar žmoniškųjų išteklių dėka.

Apibendrinus lentelėje pateiktus apibrėžimus, galima daryti išvadą, kad turtu paremtas verslo vertinimo požiūris yra verslo, kurio pagrindinę vertę sudaro nematerialus turtas, vertės nustatymo būdas. Remiantis įmonės grynąja turto verte be įsipareigojimų, naudojant pakoreguotus įmonės balanso duomenis.

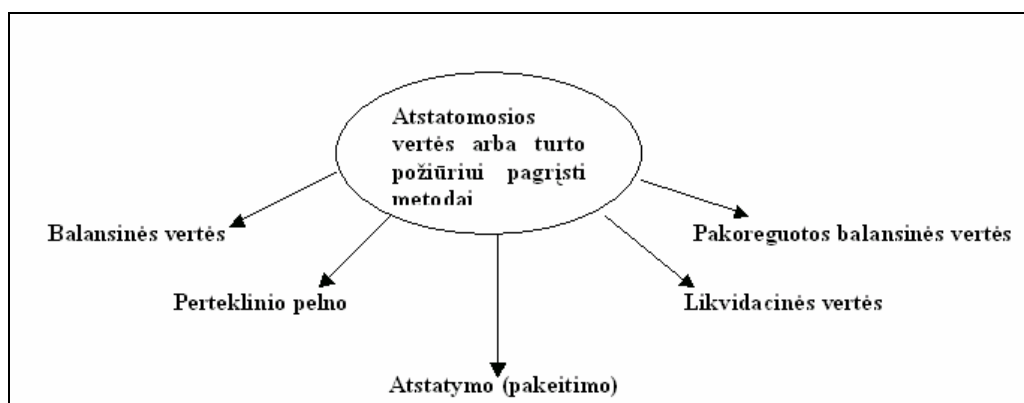
Pasak, B.Galinienės (2005), įmonės aktyvų ir pasyvų balansinė vertė dėl infliacijos, konjunktūros pokyčių, buhalterijos tvarkymo taisyklių kitimo ir kitų priežasčių dažniausiai neatitinka jų rinkos vertės. Vertinant reikia atlikti įmonės balanso koregavimą taip, kad jo straipsniai atspindėtų realią rinkos situaciją. Tuo tikslu atskirai pagal rinkos vertę vertinami aktyvai ir įsipareigojimai. Iš bendros aktyvų sumos atimami visi įmonės trumpalaikiai ir ilgalaikiai įsipareigojimai. Gautas rezultatas rodo įmonės nuosavo kapitalo rinkos vertę. Tai matyti (9) formulėje (Galinienė, 2005, p.252):

$$\boxed{\text{Nuosavas kapitalas} = \text{aktyvai} - \text{įsipareigojimai.}} \quad (9)$$

A.Dzikevičius (2004) atstatomosios vertės požiūriu metodu vertinti rekomenduoja: žemės sklypus, įrenginius bei inžinerinės infrastruktūros objektus; butus, gyvenamuosius namus, gamybinės, ūkinės - komercinės paskirties pastatus, specialiosios paskirties turta, kitą turta (tais atvejais, kai jo vertės „pasyviosios“ rinkos sąlygomis negalima nustatyti palyginamosios vertės ar naudojimo pajamų vertės metodais, arba kai nustatytas turto vertę šiais metodais, užsakovas papildomai nori sužinoti turto vertę, nustatytą atstatomosios vertės metodu).

Autoriai išskiria keletą vertinimo metodų paremtų turto požiūriu:

D.Brukštaitienės (1998) darbe nurodyti 3 šio požiūriu metodai: verslo vertinimas turto balansine verte, turto likutine verte, atstatomąją turto verte (verslo pakeitimo vertė). A.Dzikevičiaus straipsnyje įmonės vertės nustatymas, pagrįstas turto požiūriu, apima šiuos vertinimo metodus: balansinės vertės, pakoreguotos balansinės vertės, atstatymo (pakeitimo), likvidacinės vertės. G.Kancerevyčiaus (2004) knygoje aprašyti: balansinės vertės, pakoreguotos balansinės vertės, pakeitimo (atstatymo), perteklinio pelno, likvidacinės vertės ir kt., vertinimo metodai. 5 paveiksle pateikti dažniausiai naudojami turto požiūriu metodai.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal A.DZIKEVIČIŲ, Verslo vertinimo sistema, interaktyvus ir G.KANCEREVYČIŲ, 2004, Finansai ir investicijos.

5 pav. Metodai, kurie naudojami vertinant atstatomosios vertės arba turto požiūriu

Trumpai aptariamais 5 paveiksle minimi turto požiūriu pagrįsti vertinimo metodai:

Balansinės vertės metodas, kaip teigiama W.Stanzl (2001) darbe, yra vienas plačiausiai naudojamų. W.M.Yegge (2002) nuomone, šis metodas, net ir atsižvelgdamas į visus įmonės balanso kintamuosius, dažniausiai nenustato teisingos rinkos vertės, kadangi remiasi tik balansine nuosavybės verte, kuri, pasak G.Kancerevyčiaus (2004), gali būti klaidinga, jeigu įmonės vertė yra nustatoma didelės infliacijos sąlygomis. Tuomet materialaus turto vertė gaunama sumažinta, taip pat yra tikimybė, kad turtas bus nerealizuotinas rinkoje. Todėl verslo pardavimo ir įsigijimo metodiniame vadove šį metodą rekomenduojama taikyti tik stabiliom ir neturinčiom nematerialaus turto įmonėms. Vertinant turtą šiuo požiūriu reikia atlikti šiuos veiksmus: 1.Pertvarkyti balansą iš istorinės savikainos į rinkos vertes; 2.Įvertinti visa identifikuota materialų ir nematerialų finansinį turtą bei įsipareigojimus; 3.Iš bendros turto vertės atimti įsipareigojimus gaunant nuosavo kapitalo vertę.

W.Y.Yegge (2002) knygoje, įmonės vertė, remiantis balansinės vertės metodu, apskaičiuojama sekančiai:

$$\boxed{\text{Verslo vertė} = \text{visas turtas} - \text{visi įsipareigojimai}} \quad (10)$$

Nepaisant to, kad šis metodas yra vienas nesudėtingiausių, autoriai pateikia nemažai trūkumų. Vienas svarbiausių būtų tai, kad, kaip teigiama G.Kancerevyčiaus (2004) knygoje ar metodiniame verslo vadove, apskaitos duomenys gali neteisingai atspindėti realią turto vertę. Balanse nepavaizduotas įmonės nematerialus turtas toks kaip: įmonės vardas ar vadovų komandos sugebėjimas pasiekti gerų rezultatų. J.Stanzel savo darbe prie trūkumų priskiria ir tai, kad šis metodas paremtas tik istoriniais duomenimis, neatsižvelgia į ateities prognozes ir ignoruoja nematerialų turtą bei riziką. Todėl šis metodas turėtų būti taikomas tik esant supaprastintoms sąlygoms, o augančioms įmonėms šis metodas beveik netaikomas.

Pakoreguotos balansinės vertės metodas, W.M.Yegge (2002), apibūdinamas kaip pripažįstantis teisingą turto rinkos kainą ir atsižvelgiantis į įmonės turto perkainojimą. G.Kancerevyčius (2004) rašė, kad materialaus turto balansinė vertė yra apskaičiuojama iš turto atimant nematerialų turtą. Skirtumas tarp materialaus turto ir įsipareigojimų lygus pakoreguotai nuosavybės balansinei vertei. Ekonominė balansinė vertė apskaičiuojama koreguojant turto vertę, taip, kad ji atitiktų realią rinkos vertę. Iš turto rinkos vertės atimama įsipareigojimų rinkos vertė ir gaunama ekonominė balansinė vertė. Pakoreguotoji grynoji balansinė vertė pakankamai patikimai atspindi apatinę verslo kainos ribą. Tačiau įmonė, turinti daug grynojo turto vertinama tik balansine ar pakoreguota balansine verte, , bus įvertinta didesne verte, bet realiai duos mažesnę pelną ar net bus nuostolinga.

Pakeitimo vertės arba pakeitimo (atstatymo) kaštų metodas panašus į pakoreguotos balansinės vertės metodą, nes remiasi ne praeitimi, o šiandiena. Ilgalaikis materialusis turtas įmonėse atspindi jam įsigyti padarytas investicijas, o ne atstatomąją turimo turto vertę, tuo tarpu dėl

infliacijos, balansinė turto vertė neatspindi tikrosios turto vertės rinkoje. Apskaičiuota turto pakeitimo vertė, dažniausiai būna didesnė už turto balansinę vertę. Šis metodas taip pat nėra labai tikslus. Sunku įvertinti, ar ta pati turto vertė būtų gaunama pakeitus seną įrangą nauja, įsigijus modernesnę jos modifikaciją, be to, ne visuomet aišku, kokie gali būti papildomi atstatomieji kaštai (Metodinis vadovas. Verslo pardavimas ir įsigijimas, interaktyvus).

Likvidacinės vertės metodas yra panašus į pakoreguotos balansinės vertės metodą. Likvidacinė vertė apibrėžia minimalią verslo pardavimo kainą, kai yra didelė verslo bankroto tikimybė. Likvidavimo vertė parodo, kiek liks piniginių lėšų po verslo likvidavimo, turto pardavimo ir skolų apmokėjimo. Likvidavimo vertė yra mažesnė už pakoreguotąją balansinę vertę. Likvidavimo išlaidų, apimančių komisinius parduodant verslą, prekių atsargų realizavimo išlaidas, debitorinio įsiskolinimo surinkimą, personalo atleidimą ir kt. dydžius. Be to, greito pardavimo atveju realizavimo kainos, paprastai būna žemesnės už įprastas rinkoje. Likvidavimo vertės modelis numato viso turto inventorizavimą, atsižvelgiant į specifinius veiksnius, tokius kaip vietovės padėtis, specializavimo, likvidumo laipsnis ir t.t. Tuomet atimami išpareigojimai ir likvidavimo išlaidos. Likvidacinė vertė yra naudojama, kuomet verslas nebeduoda pajamų ir neturi vystymosi perspektyvų. Panašiai kaip ir kiti modeliai, paremti turto vertinimu, likvidavimo vertės modelis neatspindi turto sugebėjimo duoti pelną (Kancerevyčius, 2004, p.242).

Apibendrinant verslo vertinimą naudojant **turto požiūrio** metodus išskiriami privalumai ir trūkumai. Esminiai šio požiūrio **privalumai** yra tai, kad verslo vertinimas remiantis turto požiūrio metodais pasižymi paprastumu ir aiškumu. Naudojant šiuos metodus galima greitai nesudėtingai ir efektyviai nustatyti, koku turtu faktiškai disponuoja įmonė, naudojanti teisingą apskaitos politiką. Finansinės institucijos, išduodamos paskolas įmonėms, remiasi likvidacinės vertės metodo rezultatais. Šie metodai rekomenduojami, kai reikia rasti buhalterinę arba žemiausią verslo vertę. Tačiau verslo vertinimo literatūroje pateikiama daug svarbių šio požiūrio **trūkumų**. Šie metodai nėra populiarūs tarp verslo savininkų, nes įmonė traktuojama kaip statiškas vienetas, neįvertinant ateities veiklos perspektyvų, augimo galimybių, nematerialus turto (įmonės pavadinimas, vieta, klientų lojalumas, sukaupta patirtis, įmonės kompetencija, produkto konkurencingumas) bei įmonės prestižo. Šio požiūrio metodai neatspindi pelno, kurį gauna ir kurį gali gauti įmonė naudodama savo turtą ateityje. Damodaran (2002), teigimu turto požiūris nėra lygiavertis pakaitalas pajamų ar palyginimo požiūriams. Todėl ir išsamiam verslo vertinimui atlikti balansinė turto vertė apskaičiavimo nepakanka.

Išanalizavus vertinimą remiantis rinkos (palyginimo) bei turto požiūriais, sekančiame skyriuje nagrinėjamas svarbiausias ir universaliausias vertinimas remiantis pajamų požiūriu.

2.3. Verslo vertinimas remiantis pajamų požiūriu

Verslo vertinimas remiantis pajamų požiūriu, lyginant su kitais egzistuojančiais verslo vertinimo metodais, yra vienas dažniausiai naudojamų. D.Brukštaitienės (1998) darbe teigiama, kad verslo vertinimas pajamų aspektu pradėtas naudoti Lietuvos vertinimo praktikoje tik paskutiniaisiais metais, todėl kol kas nėra pakankamai plačiai paplitęs dėl gana sudėtingo pritaikymo, nestabilios įmonių finansinės padėties, bei kintančių ekonomikos sąlygų. Tačiau sėkmingai išsivysčiusios rinkos ekonomikos sąlygomis, šis metodas yra tikslingiausias verslo vertinimui. 9 lentelėje pateikiami Lietuvos ir užsienio autorių verslo vertinimo pajamų požiūriu apibrėžimai.

9 lentelė

Pajamų požiūrio apibrėžimai

LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas (1999) Interaktyvus.	Pajamų vertės požiūriu remiantis, turtas yra vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip verslo objektas, duodantis pelną. Šio požiūrio metodai naudojami, kai tikimasi, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai parodys turto vertę rinkoje.
Tarptautinis verslo terminų žodynas "Bvfls", Interaktyvus.	Pajamų (pajamomis paremtas) požiūris – bendriausias būdas nustatyti verslo, verslo savininkų nuosavybės, vertybinių popierių ar nematerialaus turto vertę naudojant vieną ar daugiau metodų, kurie būsimą ekonominę vertę paskaičiuoja esamąją vertę.
R. Norvaišienė 2003, p.38	Šiuo atveju įmonės vertė nustatoma kaip laukiamų pinigų srautų grynoji esamoji vertė.
D. Brukštaitienė 1998, p.44	Naudojant pajamų požiūrio metodus - nustatomas verslo dabartinių ir tikėtinų pajamų dydis, atsižvelgus į tikėtinų pajamų gavimo rizikos laipsnį.
Charkatz, J. Vertinimo požiūriai ir metodai. Interaktyvus.	Pajamų požiūrio metodai nustato vertę, paremtą būsima savininkų nauda. Būsima nauda yra apskaičiuojama remiantis praeities arba ateities duomenimis, naudojant pakoreguotus esamus arba laukiamus rezultatus. Vertė randama diskontavimo arba kapitalizavimo metu. Ši koncepcija teigia, kad dalis normalizuotų einamųjų pajamų gali būti nustatyta remiantis istoriniais duomenimis.
G.Kancerevyčius, 2004, p.243	Pajamų vertės požiūriu turtas vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip verslo objektas, duodantis pelną. Šio požiūrio metodų pagrindą sudaro būsimų grynujų pinigų srautų prognozės ir jų dabartinė vertė. Šie metodai taikomi tada, kai tikimasi, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės turto vertę rinkoje.
Tarptautinis verslo vertinimo terminų žodynas "Rjreese". Interaktyvus.	Turto vertinimo požiūris - būdas nustatyti verslo, vertybinių popierių ar nematerialaus turto vertę naudojant vieną ar kelis metodus, kurie tikėtinas ekonomines pajamas konvertuoja į dabartinę pinigų sumą.

Šaltinis: Sudaryta autorės

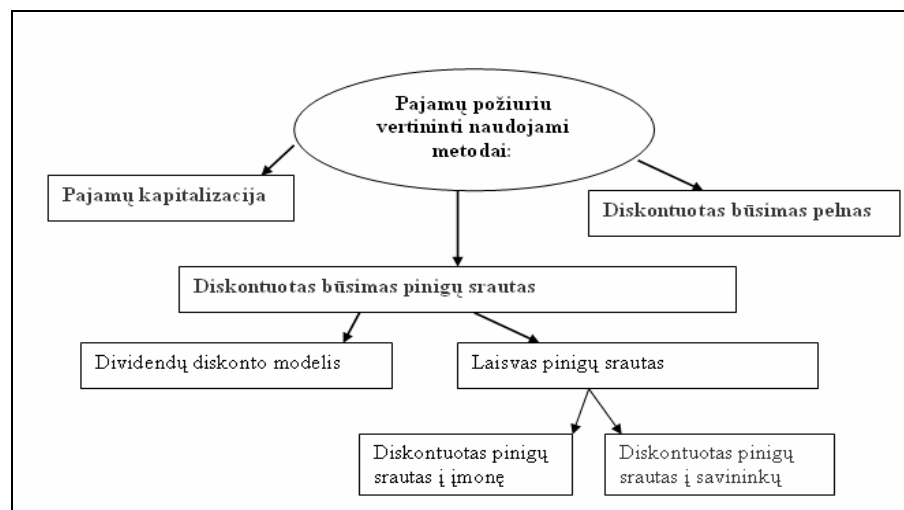
LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme ir G.Kancerevyčiaus apibrėžimuose akcentuojama, kad naudojant pajamų požiūrio metodus verslas yra vertinamas ne atskiromis dalimis, o kaip verslo objektas duodantis pelną. Tarptautiniuose verslo terminų žodynuose "Bvfls" ir "Rjreese" nurodoma, kad šiuo požiūriu remiantis vertė gali būti nustatyta visam verslui, savininkų nuosavybės daliai, vertybiniams popieriams ar nematerialiam turtui, būsimas pajamas konvertuojant į dabartinę vertę. D.Brukštaitienė (1998) ir R.Norvaišienė (2003) pajamų požiūrį apibūdina kaip verslo vertės nustatymo būdą apskaičiuojant tikėtinų pajamų dabartinę vertę. D.Brukštaitienė į apibrėžimą įtraukia ir pinigų gavimo rizikos svarbą, ko nedarė kiti (9 lentelėje) nurodyti autoriai.

J.Charkatz teigia, kad nustatant verslo vertę atsižvelgiama ne tik į laukiamus rezultatus bet ir į pakoreguotus buvusių duomenis. Apibendrinus šiuos literatūros šaltinius galima daryti išvadą, kad pajamų požiūris, tai būdas nustatyti verslo objekto duodančio pelną vertę nustatant tikėtinų pajamų esamąją vertę atsižvelgiant į šių pajamų gavimo riziką, remiantis laukiamais arba pakoreguotais esamais duomenimis.

A.Dzikevičius pajamų požiūrio metodus rekomenduoja taikyti, kai reikia vertinti: įmones, išskyrus smulkias arba likviduojamas (planuojant investicijas, įmonių sanavimo, reorganizavimo ir kitais atvejais); kitą turtą kaip verslo objektą, duodantį pelną, arba tikintis, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės jo vertę rinkoje.

Šiame skyriuje pateikti verslo vertinimo metodai grupuojami ir analizuojami remiantis A.Damodaran (2002) ir G.Kancerevyčiaus (2004), B.Galinienės (2005) knygomis, tačiau medžiagos, skirtos šiam klausimui analizuoti, randama P.Fernandez (2002c), T.Copeland (1991) knygose, bei kitų autorių darbuose.

Įmonės vertės nustatymas, pagrįstas pajamų požiūriu, apima šiuos vertinimo metodus: pajamų kapitalizacijos, diskontuoto (būsimo) pelno ir diskontuotų pinigų srautų, pastarasis gali būti išskaidytas į: dividendų diskonto arba laisvų pinigų srautų metodus, pastarasis skirstomas į: diskontuotą pinigų srautą įmonei arba diskontuotą pinigų srautą savininkų nuosavybei. Verslo vertinimo metodų, remiantis pajamų požiūriu, suskirstymas pavaizduotas 6 paveiksle.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal B. GALINIENĖ, 2005, Turto ir verslo vertinimo sistema; A.DAMODARAN, 2002, Investment valuation; G.KANCEREVYČIŲ, 2004, Finansai ir investicijos.

6 pav. Metodai naudojami vertinant pajamų požiūriu

Trumpai aptariami minėti vertinimo metodai. **Pelno kapitalizavimas** - vertinant šiuo metodu, gautas pelnas dalijamas iš kapitalizacijos normos. Kapitalizavimo norma - tai daliklis, kuris naudojamas tam tikro grynujų pajamų srauto perskaičiavimui į verslo dabartinės vertės rodiklį. Kapitalizuoti galima grynąjį pelną, pelną prieš mokesčius, pelną prieš mokesčius ir palūkanas arba

bet kurią kitą pelno bazę. Skirtinga pelno bazė turi būti kapitalizuota taikant skirtingas kapitalizacijos normas. Kapitalizacijos norma atspindi investuotojų reikalaujamą pelningumą - kiek investuotojas tikisi uždirbti, tą pačią sumą investavęs, bet kur kitur su tokia pačia rizika ir tokiu pačiu planuojamų įplaukų srautu. Pelno kapitalizavimo metodas dažnai taikomas paslaugų įmonėms, kurias netikslinga vertinti pagal materialaus turto balansines vertes (Verslo vertinimo metodai "Ventureline", interaktyvus).

Diskontuoto (būsimo) pelno metodas įmonės vertę, nustato pagal dabartinę būsimųjų pelnų vertę, diskontuojant reikalaujamo pelningumo (kapitalizacijos) norma. Pinigų srautas įmonės įvertinimui šiuo metodu nustatomas modifikuojant finansines pelno (nuostolio) ataskaitas ir buhalterinio balanso duomenis. Vertinimo rezultatų tikslumas didžia dalimi priklauso nuo pinigų srautų prognozių tikslumo (Kancerevyčius, 2004).

Diskontuoto pinigų srauto (DCF) metodas turto vertę sieja su jo būsimų pinigų srautų dabartine verte. DCF tai suma, kurią sutinkama sumokėti šiandiena tikintis gauti numatytą pinigų srautą ateityje, atsižvelgiant į pinigų srautų gavimo rizikos laipsnį (Rigor and Relevance, interaktyvus). Vertinant įmonę šiuo metodu sudedamos visos būsimų pinigų srautų dabartinės vertės, dabartinei vertei nustatyti naudojama diskonto norma. A.Damodaran (2001) nurodo, kad šis metodas gali būti kildinamas iš „dabartinės vertės“ taisyklės:

$$\text{Vertė} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad (11)$$

kur: k - diskonto norma; CF – pinigų srautas konkrečiu periodu, kurį generuoja įmonė; t – metų skaičius.

Pagal 11 formulę dabartinė pinigų vertė apskaičiuojama baigtiniam metų skaičiui t, tačiau veikianti įmonė pelną normaliais atvejais duoda ir vėlesniais metais. Šiuo tikslu reikia apskaičiuoti nuolat gaunamų pinigų srautų dabartinę (tęstinę) vertę (TV). Tęstinė vertė apskaičiuojama diskontuojant veiklos tęstinumo periodo laisvuosius pinigų srautus, naudojant formulę:

$$TV = \frac{1}{(1+k)^t} * \frac{CF_t(1+g)}{(k-g)} \quad (12)$$

kur: g - planuojama augimo norma (Galiniene, 2005, 233p. ir P.Fernandez, 2002a, 38p).

P. Fernandez (2002a) knygoje, pateiktas išplėstinis (11) formulės variantas atrodo taip:

$$\text{Vertė} = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_t}{(1+k)^t} + TV \quad (13)$$

G.Kancerevyčiaus (2004) knygoje rašoma, kad DCF labiau tinkamas, kai investuotojas ne tik perka akcijas savo investicijų portfelį, bet kai nori įsigyti visą arba dalį įmonės, nes šiuo atveju išanalizuojama visa įmonė, jos veiklos principai ir charakteristikos. Labiausiai tinka investuojant ilgam laikotarpiui, kai investuotojas gali įtakoti įmonėje vykstančius procesus, kad jie teigiamai

paveiktų įmonės vertę. Vertinimas DCF metodu turi savo privalumų ir trūkumų, kurie nurodyti 10 lentelėje:

10 lentelė

Diskontuotų pinigų srautų metodo naudojimo privalumai ir trūkumai

Metodo privalumai	Metodo trūkumai
DCF metodas atsižvelgia į ateities prognozes.	Reikalauja daug duomenų ir informacijos, kurią gali būti sudėtinga gauti. Informacijos gali trūkti arba ji gali būti iškraipyta.
Taikant šį metodą galima atlikti scenarijų analizę.	Labai didelę reikšmę turi diskonto normos nustatymas. Net mažiausias pokytis diskonto normoje gali turėti reikšmingą įtaką vertinimo rezultatui.
Metodas yra teoriškai pagrįstas bei plačiai naudojamas, dauguma analitikų bei teoretikų pripažįsta jo rezultatus.	Metodo rezultatų tikslumas priklauso nuo prognozių tikslumo.
Metodas nereikalauja lyginimo ir istorinių duomenų, todėl jis tinka įmonėms, kurios neturi arba turi trumpą vertibinių popierių rinkoje istoriją.	Dažnai per 50% vertės yra paliekama už prognozuojamo periodo ribų. Ši vertė nustatoma tęstinės vertės skaičiavimo metodikomis, kurios skiriasi savo kokybe.
DCF metodas pagrįstas turto fundamentaliomis charakteristikomis, todėl mažiau priklauso nuo rinkos lūkesčių ir nuomonių svyravimo.	Metodas laikomas sunkiai prieinamu nepatyrusiems vertintojams. Be to, neetiški vertintojai gali piktnaudžiauti ir manipuliuoti metodu.
DCF metodas labiausiai tinka tokiam turtui ar įmonei, kurių pinigų srautai yra teigiami, gana patikimai prognozuojami, ir kai yra pagrindas nustatyti diskonto normai.	Nors apskaičiuojama tikroji (ekonominė) objekto vertė, nėra jokių garantijų, kad sito objekto rinkos kaina pasieks apskaičiuotą tikrąją vertę.

Šaltinis: sudaryta autorės pagal A.DAMODARAN, 2005, An introduction to valuation, interaktyvus ir G.KANCEREVYČIŲ, 2004, Finansai ir investicijos.

Atliekant vertinimą DCF metodu, galima pasirinkti vieną iš dviejų vertinimo būdų. Pirmas jų numato vertinti tik savininkų nuosavybės dalį, antrasis – vertinti visą įmonę. Abiem atvejais yra diskontuojami laukiami pinigų srautai, tačiau skiriasi diskonto normos bei patys pinigų srautai. A.Damodaran išskiria šias diskonto metodų pasirinkimo galimybes:

- Dividendų diskonto metodas (toliau DDM);
- Grynujų pinigų srautų į savininkų nuosavybę diskonto metodas (toliau FCFE);
- Grynujų pinigų srautų į įmonę diskonto metodas (toliau FCFF).

Toliau (11) lentelėje pateikiamos bendros šių metodų formulės.

Pagrindinės DCF metodų formulės

DDM	FCFE	FCFF
$Akcijų\ vertė = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$	$Akcijų\ vertė = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_d)^t}$	$Įmonės\ vertė = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$

Šaltinis: sudaryta autorės pagal A.DAMODARAN, An introduction to valuation, 2005, interaktyvus ir G.KANCEREVYČIŪ, 2004, Finansai ir investicijos.

kur: D_t - pinigų srautai iš dividendų laikotarpiu t ; $FCFE_t$ - pinigų srautai savininkų nuosavybei laikotarpiu t ; $FCFF_t$ - pinigų srautai įmonei laikotarpiu t ; k_e , k_d ; WACC – atitinkamai dividendų, savininkų nuosavybės ir vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai;

Vertinimo metu labai svarbu teisingai pasirinkti diskontuojamus pinigų srautus, siekiant kuo tiksliau nustatyti įmonės vertę. Vertintojams reikia apsispręsti: vertinti grynuosius pinigų srautus į savininkų nuosavybę (FCFE) ar į įmonę (FCFF), pasirinkimo kriterijai pateikti 12 lentelėje.

12 lentelė

Savininkų nuosavybės bei įmonės vertinimo pasirinkimo kriterijai

Rekomenduotinas FCFE	Rekomenduotinas FCFF
Įmonėms, kurios turi stabilų svertą, nepriklausomai nuo to aukštas jis ar žemas.	Įmonėms, kurių svertas yra per aukštas arba per žemas, tačiau planuojamas jo pokytis.
Kai vertinama savininkų nuosavybė (akcijos).	Įmonėms, apie kurių svertą turima tik dalinė informacija.
	Visais atvejais, kai norima vertinti įmonę, o ne nustatyti savininkų nuosavybės vertę.

Šaltinis: sudaryta autorės pagal A.DAMODARAN, An introduction to valuation, 2005, interaktyvus.

Vertinant savininkų nuosavybę, reikia nuspręsti: analizuoti dividendus arba pinigų srautus savininkų nuosavybei. Šio sprendimo argumentai pateikiami 13 lentelėje.

13 lentelė

Dividendų diskonto ir pinigų srauto įmonei pasirinkimo kriterijai

Rekomenduojamas DDM modelis	Rekomenduojamas FCFE modelis
Įmonėms, kurios moka dividendus ir kurių pinigų srautai į savininkų nuosavybę iš esmės yra lygūs dividendams (ilgu laikotarpiu).	Įmonėms, kurių pinigų srautai į savininkų nuosavybę reikšmingai didesni ar mažesni nei dividendai. Paprastai, reikšmingu skirtumu laikoma 25% nuokrypis.
Įmonėms, kurių pinigų srautus į savininkų nuosavybę yra sunku prognozuoti (pvz.: bankai arba finansines paslaugas teikiančios įmonės).	Įmonėms, kurios nemoka dividendų arba dividendų sumos neįmanoma nustatyti.
Įmonėms, kurios moka dividendus ir/ar superka savo akcijas panašia kaina į laisvą pinigų srautą nuosavybei.	

Šaltinis: sudaryta autorės pagal A.DAMODARAN, An introduction to valuation, 2005, interaktyvus.

DDM modelis siekia įvertinti realius išmokėjimus akcininkams, jis dažniau naudojamas, kai reikia greitos, analizės ir nėra vidinių duomenų apie įmonę. Tuo tarpu FCF modelis siekia įvertinti potencialią vertę, kuri galėtų būti išmokėta akcininkams. FCF labiau tinka, kai turima daug vidinės

informacijos, tiesiogiai bendraujama su įmonės vadovybe. Šiuo metodu remiasi analitikai, vertinantys įmonių susijungimo arba pirkimo/pardavimo alternatyvas. Toliau DDM, FCFE ir FCFD metodai analizuojami atskirai.

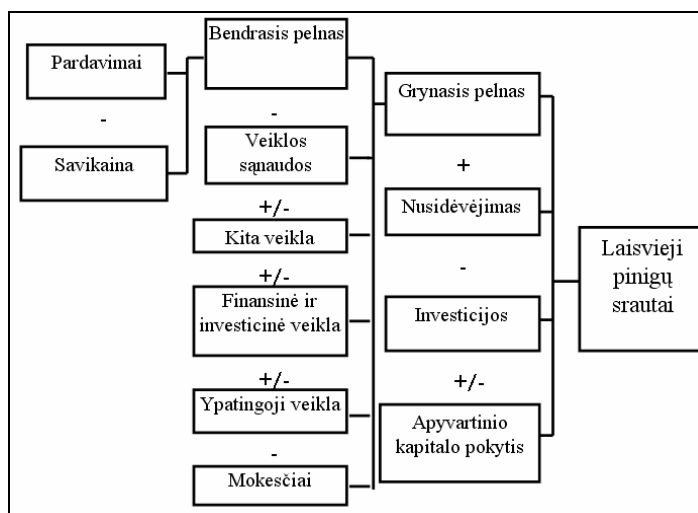
Dividendų diskontavimo metodas. A.Nekrošiaus ir V.Vaškelaičio (2001) darbe teigiama, kad DDM metodas, įvertina pinigų laiko efektą ir įmonės (produkto) gyvavimo ciklus. Vertinant įmonės akcijas dividendų diskontavimo modeliu teigiama, kad esama akcijos vertė yra lygi diskontuotiems būsimiems dividendams. Apibendrinta akcijos vertės formulė, naudojant dividendų diskontavimo modelį atrodo taip:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_t}{(1+k_e)^t} \quad (14)$$

kur: D_t - kiekvienų t periodų pabaigoje planuojami gauti dividendai; P_0 - akcijos dabartinė vertė (kaina); P_t - akcijos pardavimo kaina; k_e - diskonto norma arba akcinio kapitalo reikalaujamas pelningumas, pagal rizikos laipsnį (Kancerevyčius, 2004, p.251).

Įvairiais lygiais augančių dividendų atvejai pateikiami G.Kancerevyčiaus, A.Damodaran, T.Copland bei kitų autorių darbuose, tačiau šiame darbe šie atvejai, dėl darbo apimties ribotumo, aprašyti nebus. Dividendų diskontavimo metodas turi ir trūkumų. Visų pirma, diskonto norma nėra apibrėžta, taip pat ne visos kompanijos moka dividendus, todėl diskonto normą turi nustatyti pats vertintojas, iš to seka, kad DDM metodą gali būti sunku pritaikyti. (Nekrošius, Vaškelaitis, 2001, p.102).

Laisvo pinigų srauto metodai. Laisvas pinigų srautas - tai pinigų srautas, liekantis savininkams po visų kitų panaudojimų.



Šaltinis: KTU.Įmonių finansų vieta ir reikšmė šalies finansų sistemoje, interaktyvus

7 pav. Laisvas pinigų srautas

Laisvas pinigų srautas gali būti paskaičiuotas kaip:

- **Laisvas pinigų srautas tik akcinei nuosavybei (FCFE)** - tai pinigų srautas, likęs akcininkams po to, kai buvo patenkintos visos pretenzijos investuotojams ne akcininkams (išmokėti privilegijuotųjų akcijų dividendai ir sumokėtos skolos palūkanos bei nominalas), atliktos reinvesticijos į grynąjį ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą. Diskonto norma yra reikalaujamas akcijų pelningumas. Laisvas pinigų srautas nuosavybei parodo, kiek potencialiai įmonė galėtų išmokėti dividendų akcininkams.

- **Laisvas pinigų srautas įmonei (FCFF)** - tai laisvas pinigų srautas visiems akcininkams ir kreditoriams. Iš po mokesčio veiklos pelno atimamos grynos investicijos į ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą, reikalingos kompanijos augimui užtikrinti. Diskonto norma šiuo atveju yra svertiniai kapitalo kaštai (WACC). FCF metodui svarbi įmonės augimo norma, nuo kurios priklauso investicijų poreikis, o tuo pačiu ir liekantis grynasis pelnas (Kancerevyčius, 2004, p.245).

Laisvo pinigų srauto nuosavybei (FCFE) metodas. A.Nekrošius ir V.Vaškelaitis (2001), bei G.Kancerevyčius (2004) rašė, kad pinigų srautas nuosavybei parodo uždirbtą laikotarpio pinigų srautą, tenkantį akcininkams; tai pinigų srautas tenkantis vienai akcijai. Pinigų srautas akcininkams susideda iš grynojo pelno ir amortizacijos, įvertinus ilgalaikes investicijas ir apyvartinio kapitalo pasikeitimą. Pinigų srautą nuosavybei didina apyvartinio kapitalo sumažėjimas, o mažina - naujos investicijos į ilgalaikį turtą. Laisvas pinigų srautas nuosavybei skaičiuojamas sekančiai:

14 lentelė

Laisvo pinigų srauto skaičiavimas

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

Šaltinis: G.KANCEREVYČIUS, 2004, Finansai ir investicijos, p.247

Laisvo pinigų srauto nuosavybei (FCFE), kai įmonės skolos lygis (svertas) yra stabilus apskaičiavimo formulė yra:

$$\text{Laisvas pinigų srautas nuosavybei} = \text{Grynasis pelnas} - (1-d) * (\text{Ilgalaikės investicijos} - \text{Nusidėvėjimas}) - (1-d) *$$

$$\text{Apyvartinio kapitalo pasikeitimas (nepiniginio apyvartinio kapitalo pokytis)} \quad (15)$$

kur: d – skolos dalis turte; skolos/kapitalo koeficientas (Nekrošius, Vaškelaitis, 2001, p.103).

Gauti pinigų srautai nuosavybei kiekvienu laikotarpiu diskontuojami akcinio kapitalo kaštais, t.y. įmonės akcijų savininkų reikalaujamu pelningumu. Jos nustatymas remiasi rizikos - pelningumo santykiu, dažniausiai naudojant kapitalo rinkos teoriją (CAPM modelis). Kapitalo aktyvų vertinimo modelis rodo, jog premija gauta už riziką, investuojant į ilgalaikį aktyvą, tiesiogiai priklauso nuo šio aktyvo jautrumo rinkos pokyčiams. Nuosavo kapitalo kaštų nustatymas remiasi CAMP pageidaujamos pelno normos skaičiavimo principu, kur reikia žinoti, akcijų beta (ji parodo kaip konkrečios įmonės akcijos koreliuoja su rinka), taip pat laisvą nuo rizikos pelno normą (valstybių, kurių šalies skolinimosi reitingai yra aukščiausi, išdo vertybiniai popieriai). Diskonto normos nustatymas B.Galinienės (2005) knygoje, atliekamas naudojant tris pagrindinius komponentus: 1. Išgryninta nuo rizikos pajamų norma; 2. Rinkos premiją; 3. Koeficientą beta, kuris yra rizikos rodiklis. Diskonto norma apskaičiuojama:

$$k = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (16)$$

kur: k - norima gauti nuosavo kapitalo pajamų norma; R_f - išgryninta nuo rizikos pajamų norma; R_m - bendro rinkos portfelio pajamų norma; β - koeficientas beta; $(R_m - R_f)$ - rinkos rizikos priedas (Galinienė, 2005, p.264).

Paprasčiausia FCFE metodo išraiška pateikiama stabilaus laikotarpio modelyje gali būti skaičiuojama taip:

$$\text{Akcijų vertė} = \frac{FCFE_1}{1 + k_e} \quad (17)$$

kur: $FCFE_1$ - prognozuojamas FCFE sekantiems metams; k_e - nuosavo kapitalo kaštai ar pageidaujama pelno norma (Nekrošius, Vaškelaitis, 2001, p.103).

Šis stabilaus augimo atvejis tinka, kai: ilgalaikės investicijos yra nedaug didesnės už nusidėvėjimą; akcijos beta artima 1 arba žemesnė; FCFE reikšmingai skiriasi nuo dividendų arba dividendai yra menki; svertas yra stabilus (Kancerevyčius, 2004, p.248).

Dviejų pakopų laisvo pinigų srauto nuosavybei metodas taikomas, jeigu FCFE auga dviem etapais - pirmą etapą smarkiai ir netolygiai, o po to visą laiką stabiliai. Tada reikia sudėti ypatingojo laikotarpio diskontuotą FCFE dabartinę vertę ir į dabartinę vertę diskontuotą nuolatinio augimo laikotarpio vertę ypatingojo augimo laikotarpio pabaigoje (Kancerevyčius, 2004, p.248).

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}, \text{ kur } P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(k_{e(stabilus)} - g)^n} \quad (18)$$

Jeigu yra trys skirtingus FCFE augimo bruožus turintys laikotarpiai, tai reiktų naudoti trijų pakopų FCFE modelį (Kancerevyčius, 2004, p.249):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_e)^n}, \text{ kur } P_{n2} = \frac{FCFE_{n2+1}}{(k_{e(stabilus)} - g)^n} \quad (19)$$

Skaičiavimo pagrindas lieka tas pats, kaip ir dviejų augimo etapų atveju.

FCFE metodo trūkumai: neįvertina skolinto kapitalo reikšmės, nustatant diskonto normą; pageidaujamos pelno normos (nuosavo kapitalo kaštų) nustatymo sudėtingumas (Nekrošius, Vaškelaitis, 2001, p.105).

Laisvo pinigų srauto įmonei (FCFF) metodas. Laisvas pinigų srautas įmonei įvertina ne tik alternatyvius kapitalo kaštus, bet ir skolinimosi efektyvumą. Įmonės vertė yra gaunama diskontuojant planuojamus pinigų srautus, tenkančius įmonei. Įmonei tenka tie pinigų srautai, kurie lieka apmokėjus visas veiklos išlaidas, mokesčius, prieš skolą ir palūkanas. Laisvas pinigų srautas diskontuojamas, atsižvelgiant ne tik į nuosavo, bet ir skolinto kapitalo kaštus (WACC). Todėl jei įmonei pavyksta pigiau skolintis, šis efektas padidina jos akcijų vertę (Nekrošius, Vaškelaitis, 2001, p.105).

15 lentelė

Laisvas pinigų srautas įmonei

Laisvas pinigų srautas nuosavybei + Palūkanų išlaidos (1 - įmonės mokesčių norma) + Skolos nominalo grąžinimai - Naujos skolos gavimai + Privilegijuotųjų akcijų dividendai = Laisvas pinigų srautas įmonei

Šaltinis: G.KANCEREVIČIUS, 2004, Finansai ir investicijos, p.249

Laisvas pinigų srautas įmonei gali būti apskaičiuojamas pagal formulę, kuri pateikta A.Nekrošiaus ir V.Vaškelaičio (2001) darbe:

$$\text{Pinigų srautas įmonei} = \text{EBIT} * (1 - \text{mokesčių norma}) - (\text{Ilgalaikės investicijos} - \text{Nusidėvėjimas}) - \text{Apyvartinio kapitalo pokytis} \quad (20)$$

Gautas laisvas pinigų srautas įmonei diskontuojamas svertiniais vidutiniais kapitalo kaštais (WACC), t.y. įmonės finansavimo komponentų kaštais, suteikus jiems svorį pagal rinkos vertę. Svertinis kapitalo (nuosavo ir skolinto) kaštų vidurkis apskaičiuojamas pagal formulę:

$$WACC = \left(k_e * \frac{E}{E+D} \right) + \left(k_d * \frac{D}{E+D} \right) \quad (21)$$

kur: k_e – nuosavo kapitalo kaštai; k_d – skolinto kapitalo kaštai; E – nuosavas kapitalas; D – skolintas kapitalas (paskolos) (Metodinis vadovas, interaktyvus).

Metodiniame verslo pardavimo įsigijimo vadove teigiama, kad skolinto kapitalo kaštai paprastai prilyginami ilgalaikių bankinių paskolų vidutinei palūkanų normai, o nuosavo kapitalo kaštai gali būti skaičiuojami kaip nerizikingos palūkanų normos ir rizikos premijos suma. Naudojant WACC, skaičiuojama viso kapitalo vertė - tiek nuosavo, tiek skolinto. Todėl ši diskonto norma turi būti derinama su viso kapitalo pinigų srautais. Diskonto norma turi parodyti visų kapitalą duodančių subjektų alternatyvius kaštus, atsižvelgiant į jų įmonės kapitalo dalį. Šis rodiklis, kaip ir pinigų srautai, skaičiuojamas eliminuojant mokesčius. WACC atsižvelgia į kiekvieno

kapitalo šaltinio rizikos dydį. Dėl rizikos, infliacijos, kapitalo institucijos pokyčių diskonto normos dydis nėra pastovus ir gali kisti prognozuojamu periodu. Įmonės vertė skaičiuojama taip:

$$\boxed{\text{Įmonės vertė} = \frac{FCFF_1}{1+WACC}} \quad (22)$$

kur: $FCFF_1$ - prognozuojamas FCFF sekantiems metams; $WACC$ - svertiniai kapitalo kaštai (Nekrošius, Vaškelaitis, 2001, p.105).

Nustatyti įmonės vertę pagal laisvus pinigų srautus įmonei esant įvairiems FCFF augimo scenarijams galima taikant tas pačias formules, kaip ir atliekant vertinimą pagal laisvą pinigų srautą nuosavybei, tačiau formulėse vietoje FCFE turi būti naudojamas FCFF, o vietoje k_e - $WACC$.

Verslo vertinimo literatūroje pateikiami verslo vertinimo, remiantis pajamų požiūrio metodais, privalumai bei trūkumai. **Privalumams** priskiriama tai, kad pajamų požiūris yra orientuotas į būsimų pajamų prognozę, atspindi verslo sugebėjimą duoti pajamas. Įvertina netik materialų bet ir nematerialų įmonės turtą (įmonės pavadinimas, vieta, klientų lojalumas, sukaupta patirtis ir pan.). Be to daugeliu atvejų šio požiūrio taikymas yra išsamesnis, kadangi jame įkomponuoti pagrindiniai parametrai - rizika ir investicijos. Diskontuoto pinigų srauto metodas pasižymi universalumu, gali būti pritaikytas konkrečiai situacijai. **Trūkumams** priskiriama tai, kad prognozuojant pinigų srautus, nuo kurių labai priklauso verslo vertinimo tikslumas, sunku tiksliai numatyti įmonės ir pačios rinkos būsimą padėtį. Sunku parinkti teisingą diskonto norma, nes net menkiausias jos pokytis, smarkiai įtakoja vertinimo rezultatus. DCF metodas tampa sudėtingas ir reikalauja daug patirties bei žinių vertinant cikliškas, restruktūrizuojamas, planuojančias susijungti, individualias, turinčias daug nenaudojamo turto įmones, bei įmones su neigiamu pinigų srautu.

Išanalizavus tris pagrindinius verslo vertinimo požiūrius, apibendrinant galima teigti, kad verslo vertinimas yra sudėtingas procesas, kurio rezultatų tikslumas priklauso nuo turimos informacijos kiekio, vertinamo objekto specifikos, bei vertintojo sugebėjimo parinkti tinkamus metodus. Lietuvoje verslo vertinimo metodų pritaikymas dažnai susiduria su sunkumais, tokiais kaip: nepakankama viešos informacijos apie rinkos objektus duomenų bazė, išsamios metodikos trūkumas. Trečioje darbo dalyje, atliktas praktinis verslo vertinimo metodų pritaikymas, vertinant AB „Pieno žvaigždės“.

3. AB „PIENO ŽVAIGŽDĖS” VERSLO VERTĖS APSKAIČIAVIMAS

Šios dalies pagrindinis tikslas - praktiškai pritaikyti teorinėje dalyje išanalizuotus verslo vertinimo metodus, apskaičiuojant AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę. Šiam tikslui įgyvendinti iškeliami sekantys uždaviniai:

1. Trumpai pristatyti analizuojamą įmonę, jos tikslus, veiklos pobūdį, padėtį rinkoje, bei kitą reikšmingą informaciją.

2. Atsižvelgiant į įmonės charakteristikas parinkti tinkamiausius metodus AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertei apskaičiuoti.

3. Apskaičiuoti įmonės vertę naudojant balansinės vertės metodą.

4. Nustatyti įmonės vertę rinkos naudojant santykinų koeficientų metodą.

5. Atlikti įmonės įvertinimą pasitelkus diskontuotų pinigų srautų metodą.

6. Nustatyti tiksliausią įmonės vertę analizuojant trimis metodais gautus rezultatus.

AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės vertinimas atliekamas naudojant istorinius, vertinimo metu esančius, bei prognozuojamus balanso ir pelno (nuostolio) ataskaitų duomenis. Įmonės vertė skaičiuojama 2005m. gruodžio 31 dienai, atsižvelgiant į tai, kad vertinimo atlikimo metu AB „Pieno žvaigždės“ nebuvo pateikusi oficialių 2006 metų finansinių ataskaitų.

3.1 Įmonės apibūdinimas ir jos vertinimui atlikti reikalingų metodų parinkimas

AB „Pieno žvaigždės“ yra vienas didžiausių ir moderniausių pieno perdirbėjų Baltijos šalyse. Bendrovė jungia keturias dideles šalies įmones – Mažeikių pieninę, Pasvalio sūrinę, Kauno pieną ir Panevėžio pieną. Įmonės įstatinis kapitalas 54.205.031 Lt, kuris padalintas į 54.205.031 paprastąsias vardines 1 Lt nominalios vertės akcijas, nuo 2003 metų įmonė moka dividendus. AB „Pieno žvaigždėms“ priklausančiose gamyklose gaminama apie 500 pavadinimų produktų. Vietos rinkoje įmonė garsėja savo pieno gaminiais: pienu, kefyru, sviestu, grietine, įvairių rūšių varške, jogurtais, pieniškais desertais ir fermentiniu sūriu. Bendrovės pajamų struktūroje šviežio pieno produktai sudaro apie 50%, fermentiniai ir lydyti sūriai – apie 35%, kiti produktai – apie 15% visų pajamų. Daugiausia pagamintos produkcijos bendrovė parduoda Lietuvoje (2005 m. 57% visų pajamų) ir eksportuoja į Rusiją (apie 30%), Baltijos šalis ir Europos Sąjungą. Pagrindiniai AB „Pieno žvaigždės“ konkurentai vidaus rinkoje yra AB „Rokiškio sūris“, AB „Žemaitijos pienas“, AB „Vilkyškių pieninė“ ir AB „Kelmės pieninė“. Eksporto rinkose pagrindiniai konkurentai yra stambios ir vidutinės Europos bei Rusijos pieno perdirbimo įmonės. Siekdama išlaikyti lyderio pozicijas, AB „Pieno žvaigždės“ griežtai seka žaliavinio pieno kokybinius rodiklius, nuolat modernizuoja gamybą. AB „Pieno žvaigždžių“ įmonėse dirba apie 2 600 darbuotojų. Įmonė 2000 –

2005 metais į gamybos ir logistikos bazių atnaujinimą bei verslo plėtrą investavo daugiau negu 220 mln. litų. Po kelerių metų numatoma mažinti ES eksporto subsidijas, todėl šakos perspektyvos nėra labai aiškios. Suprasdama, kad ateityje padėtis gali pasikeisti, įmonė daug investuoja. Sparčiai augančios Pieno žvaigždės šiemet planuoja į gamybos įrangą investuoti apie 53 mln. Lt.

Verslo vertinimo literatūroje yra išskirta keletas veiksnių, įtakančių vieno ar kito metodo pasirinkimą, siekiant apskaičiuoti vertinamo objekto vertę. LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (1999) akcentuojama, kad pats vertintojas atsižvelgdamas į vertinimo atvejį, vertinamo turto specifiką, bei naudojimo paskirtį, parenka turto vertinimo metodo taikymo būdus. Apžvelgus kitų autorių (Kancerevyčius, 2004; Džikevičius, interaktyvus; LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, 1999, interaktyvus; „Answers“ Internetinė enciklopedija, interaktyvus; Vertinimo metodai. Farm finansinių standartų taryba, interaktyvus) darbus galima išskirti keletą veiksnių, labiausiai įtakančių konkretaus verslo vertinimo metodo pasirinkimą. Verslo vertės nustatymo metodas yra parenkamas atsižvelgiant į: įmonės charakteristikas, užsakovo pageidavimus, bei vertintojo patirtį ir profesionalumą. Vieno ar kito verslo vertinimo metodo ir modelio pasirinkimą apsprendžia ir vertinimo tikslai bei funkcijos, turto tipas, o taip pat ir vertinamo verslo ypatumai. Jeigu vertinimas atliekamas apmokestinimo arba draudimo tikslais, pasirenkami turtiniai metodai, pagrįsti bendrovės turto įvertinimu; jeigu verslo pardavimui - verslo pajamų arba palyginamojo požiūrio grupės modeliai. Verslo vertinimo modelio pasirinkimas taip pat priklauso ir nuo įmonės dydžio. Remiantis užsienio patirtimi, įvertinti smulkų verslą būsimų pajamų diskontavimo modeliu ne visada pavyksta, o pajamų kapitalizavimo modelis netaikomas didelių bendrovių vertinimui. Verslo vertinimo modelio pasirinkimas priklauso ir nuo to kaip šis vertinimas bus panaudotas (dalies dydžio ribotosios atsakomybės bendrovėje nustatymui; teismo sprendimo likviduoti bendrovę įvykdymui; užstato pagrindimui; pagalbos pardavėjui ar pirkėjui suteikimui ir t.t.). Jeigu du metodai yra panašūs ir abu priimtini, tuomet turi būti pasirinktas metodas reikalaujantis mažiausiai kaštų. Tikslus įmonės vertinimo metodų parinkimas taip pat labai priklauso ir nuo įmonės finansinės informacijos kiekio, bei jos patikimumo. Kiekvienas vertinimas reikalauja skirtingų metodų, ar skirtingos to paties metodo interpretacijos. Visi vertinimo modeliai ir metodai turi savo apribojimų (matematinų, sudėtingumo, paprastumo, palyginamumo). Todėl vertinimo metodai nenaudojami izoliuotai, jie vienas kitą papildo, t.y. įmonės vertei nustatyti paprastai naudojami keli skirtingų vertinimo požiūrių metodai, taip gaunama tiksliausia vertė. Skirtingais vertinimo metodais gauti rezultatai yra lyginami tarpusavyje, gautiems rezultatams gali būti suteikiamas svetas pagal tikimybę, tada pateikiamas labiausiai tikėtinas vertės variantas. Viena konkreti kaina negali būti, nes vertinimas susijęs su daugeliu prielaidų ir bandymu nuspėti įmonės ateitį, taip po gi niekas negali tiksliai nustatyti, kokie pinigų srautai bus ateityje.

Susipažinus su įmone ir išanalizavus įvairių autorių nuomonę apie metodo pasirinkimą įtakojančius veiksnius nuspręsta AB „Pieno žvaigždės“ vertinimui naudoti trijų požiūrių metodus, siekiant nustatyti tiksliausią įmonės vertę. Balansinės vertės metodu nustatoma, koku turtu faktiškai disponuoja įmonė. Santykinų koeficientų metodas parinktas, nes įmonės akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržoje, viešai platinamos įmonės finansinės ataskaitos ir kita informacija. Diskontuotų pinigų srautų metodas taikytas, kadangi įmonė planuoja vykdyti veiklą ateityje, išlaiko konkurencines pozicijas ir turi daug nematerialaus turto. Gautos reikšmės tarpusavyje bus lyginamos, pateikiant labiausiai tikėtiną įmonės vertę.

3.2 Verslo vertinimo metodų taikymas vertinant AB „Pieno žvaigždės“

AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas naudojant balansinės vertės metodą. Remiantis įmonės balanso duomenimis apskaičiuojama įmonės balansinė vertė, iš įmonės turto atėmus jos trumpalaikius bei ilgalaikius įsipareigojimus. Sekančioje lentelėje pateikta įmonės balansinė vertė 2002-2005 metais.

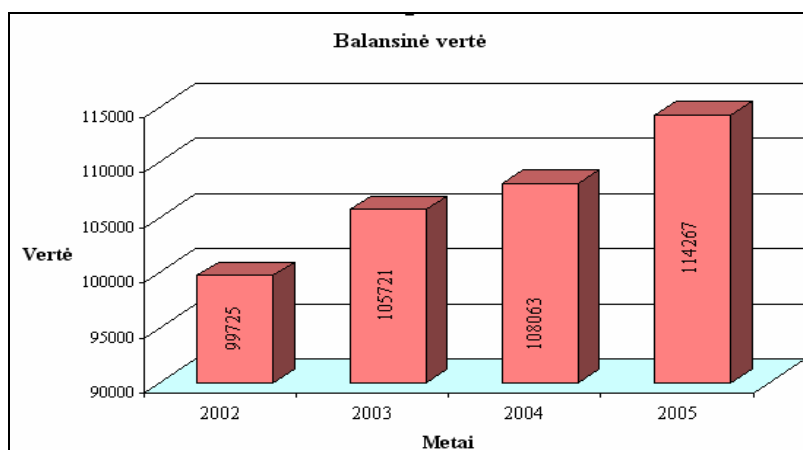
16 lentelė

AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo balansinė vertė, tūkst. Lt

	2002	2003	2004	2005
Turtas	212280	227829	248835	280588
Įsipareigojimai	112555	122108	140772	166321
Balansinė vertė	99725	105721	108063	114267

Šaltinis: sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“ buhalterinių balansų duomenis 2002-2005 metais, Priedas 3.

Įmonės balansinės vertės pokytis 2002-2005 metais grafiškai pavaizduotas 8 paveiksle.



Šaltinis: Sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“ buhalterinių balansų duomenis 2002-2005 metais, Priedas 3.

8 pav. AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo balansinė vertė 2002 – 2005 m., tūkst. Lt

Kaip matyti iš 8 paveikslo, įmonės nuosavo kapitalo balansinė vertė 2002-2005 metais padidėjo 14,6 %, nuo 99.725 tūkst. Lt 2002 metais iki 114.267 tūkst. Lt 2005 metais. Vienos akcijos vertė remiantis šio metodo rezultatais 2005 metais buvo 2,11 Lt (114267/5405031). Įmonės „popierinė“ vertė parodo balansinę vertę, kurioje užfiksuoti tik balanse pateikti duomenys, neatsižvelgiant į įmonės ateities perspektyvas, jos augimo galimybes, sugebėjimą konkuruoti ir kt. AB „Pieno žvaigždės“ siekdama išlaikyti savo konkurencines pozicijas daug investuoja, tam naudojama skolintas lėšas, investicijomis siekiama įvesti į rinką naujus produktus, tobulinti jau esamus gaminius bei kurti produktų pridėtinę vertę. Šie veiksmai AB „Pieno žvaigždės“ padeda išlaikyti pirmaujančias pozicijas Lietuvos rinkoje ir konkuruoti su užsienio gamintojais. Atsižvelgiant į tai, kad įmonė šiuo metu nesiruošia bankrutuoti, ateityje planuoja vykdyti savo veiklą, ir turi nematerialaus turto (įmonės pavadinimas, vieta, klientų lojalumas, sukaupta patirtis ir pan.), apskaičiuota balansinė vertė neturėtų stipriai įtakoti galutinės vertės nustatymo, kadangi ji neatspindi pelno, kurį gauna ir kurį gali gauti įmonė ateityje panaudodama savąjį turtą. Teisingai AB „Pieno žvaigždės“ vertei didesnės įtakos turi palyginimo bei pajamų požiūrio metodais gauti rezultatai.

AB „Pieno žvaigždės“ vertės nustatymas naudojant santykinų koeficientų metodą. Pradedant AB „Pieno žvaigždės“ vertinimą (rinkos) palyginimo požiūriu, pirmiausia reikia identifikuoti artimiausius įmonės konkurentus, t.y., kitas Lietuvos pieno perdirbimo bendroves. Smulkaus verslo vertinimo enciklopedijoje nurodoma, kad nustatant įmonių vertę jos yra lyginamos atsižvelgiant į jų: dydį, augimo tempus, veiklos tipą, kapitalizaciją, ir kitus faktorius. Straipsnyje „Kodėl verslo vertinimas yra būtinas?“ pateikiami dar keli veiksniai įtakoiantys panašių įmonių pasirinkimą, tai būtų: verslo rizika, vadovų patirtis, vadovavimo lygis, pelningumas, rinkos pozicija, geografiniai pranašumai. Kadangi vertinamų įmonių finansiniai duomenys skiriasi, užsienio autoriai, siekiant išvengti paklaidų vertinant rekomenduoja naudoti finansinius koeficientus, o ne pinigines išraiškas. Nustatant verslo palyginamumo laipsnį G.Kancerevyčius (2004) reikšmingiausiais veiksniais, labiausiai apibrėžiančiais verslo rinkos vertę, išskiria: verslo pajamas, finansinį stabilumą, bendrovės turto vertę, pardavimų apimtį, kapitalo sandarą, valdymo kokybę. B.Galinienė (2005) rašė, kad naudojant palyginimo požiūrį galima panaudoti maksimalų kiekį koeficientų vertei apskaičiuoti, tačiau rekomenduoja lyginti bent 6 panašius objektus.

Atliekant lyginamąją analizę buvo analizuota Lietuvos pieno rinka, atsižvelgiant į pieno sektoriaus ypatumus (maži pieno tiekėjų ūkiai, didelė pieno perdirbėjų koncentracija ir orientacija į eksporto rinkas). Pagal einamuosius santykinus rodiklius 2005 metų Gruodžio 31 dieną AB „Pieno žvaigždės“ buvo panašiai vertinamos kaip ir AB „Rokiškio sūris“ bei AB „Žemaitijos pienas“. Atliekant vertinimą santykinų koeficientų metodu, AB „Vilkyškių pieninė“ duomenys nebuvo naudojami, kadangi šios įmonės akcijomis Lietuvos vertybinių popierių biržoje pradėta kotiruoti tik

2006 metų birželį, o dar vieno potencialaus vertinamos įmonės konkurento AB „Kelmės pieninė“ akcijomis iki šiol neprekiuojama Lietuvos vertybinių popierių biržoje, todėl nėra ir viešai publikuojamų šių įmonių finansinių ataskaitų ir kitos informacijos. Ištyrus rinką, nuspręsta lyginamosios analizės metu analizuoti AB „Pieno žvaigždės“, AB „Rokiškio sūris“ ir AB „Žemaitijos pienas“ santykinius koeficientus: P/E, P/S, EV/EBITDA, P/BV. Koeficientų skaičiavimo metodika pateikta 7 priede, o gauti rezultatai pavaizduoti 17 lentelėje.

17 lentelė

Lyginamoji analizė 2005 metų Gruodžio 31 dienai

Įmonė	Akcijų skaičius	Kapitalizacija	Kaina	P/E	EV/EBITDA	P/S	P/BV
Pieno žvaigždės	54205031	242838538,9	4,48	16,00	6,93	0,54	2,13
Rokiškio sūris	4746,27	355970	75	16,7	7,4	0,7	1,7
Žemaitijos pienas	4837,49	94331	19,5	9,28	3,5	0,26	1,48
Vidurkis				13,99	5,94	0,50	1,77

Šaltinis: sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“ buhalterinių balansų ir pelno (nuostolio) ataskaitų duomenis 2002-2005 metais, Priedas 3 ir 4.; Portalą investuotojams „Traders“, interaktyvus; Orion securities, interaktyvus.

Apskaičiavus vidutinius santykinų koeficientų dydžius apskaičiuojama AB „Pieno žvaigždės“ verslo bei nuosavo kapitalo vertė. Verslo vertė apskaičiuota EV/EBITDA koeficiento pagalba apima visus finansinius įsipareigojimus, todėl metodinis verslo pardavimo ir įsigijimo vadovas rekomenduoja gautą reikšmę koreguoti atimant įmonės paskolas. Gautos reikšmės pavaizduotos 18 lentelėje.

18 lentelė

AB „Pieno žvaigždės“ verslo bei nuosavo kapitalo vertė, tūkst. Lt

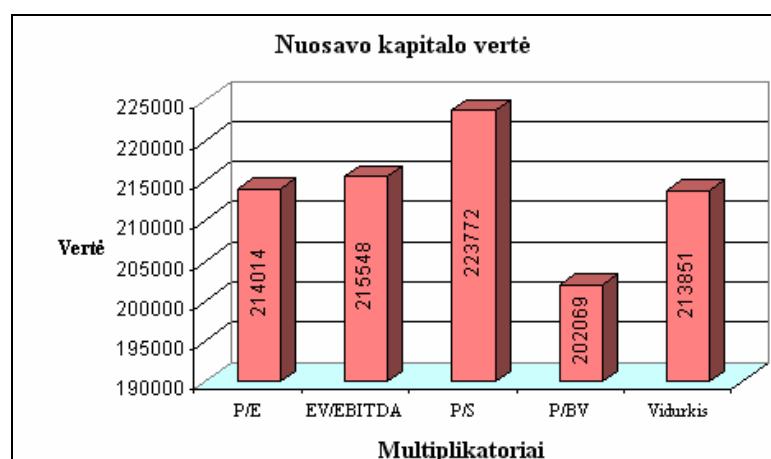
Pieno žvaigždės	Vidutiniai daugikliai	Rodikliai	Verslo vertė	Paskola	Nuosavo kapitalo vertė
P/E	13,99	15294	214014		214014
EV/EBITDA	5,94	52570	312425	96877	215548
P/S	0,50	446331	223772		223772
P/BV	1,77	114267	202069		202069

Šaltinis: sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“ buhalterinių balansų ir pelno (nuostolio) ataskaitų duomenis 2002 - 2005 metais, Priedas 3 ir 4.; Portalą investuotojams „Traders“, interaktyvus; ir Orion securities, interaktyvus.

Iš 18 lentelėje pateiktų rezultatų matyti, kad mažiausia įmonės vertė gaunama skaičiuojant P/BV koeficiento pagalba, P/E ir EV /EBITDA koeficientais apskaičiuota vertė skiriasi mažiausiai, o didžiausia vertė gaunama P/S koeficientu apskaičiavus įmonės vertę. B.Galinienė (2005) galutinei vertei nustatyti rekomenduoja multiplikatoriams taikyti atitinkamus svorius, taip gaunant aritmetinį

vidurkį, kuris gali būti koreguojamas, siekiant eliminuoti skirtumus tarp lyginamų įmonių. Galimi šie koregavimo atvejai: portfelinių investicijų atveju suteikiama nuolaida, jei diversifikacija nepatraukli; atsižvelgiama į aktyvų, kurie nedalyvauja gamybos procese, egzistavimą; atimamos reikalingos investicijos į apyvartinį kapitalą ir kapitalinius įdėjimus; galima nuolaida dėl nepakankamo vertinamos nuosavybės likvidumo; pridedama premija už suteikiamą kontrolę, jeigu investuotojo perkama dalis nesudaro kontrolinio paketo, tačiau jam perleidžiamos valdytojo teisės (Galiniene, 2005, p.256).

Dėl nepakankamos informacijos apie lyginamas įmones, AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo vertė apskaičiuojama kaip vidutinė gautų reikšmių vertė 213.851 tūkst. Lt (214014+215548+223772+202069), rodikliams netaikant skirtingų svorių. Verslo bei nuosavo kapitalo verčių apskaičiavimo metodika pateikiama 7 priede. AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo vertė schematiškai pavaizduota 9 paveiksle.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“ buhalterinių balansų ir pelno (nuostolio) ataskaitų duomenis 2002-2005 metais, Priedas 3 ir 4.; Portalą investuotojams „Traders“, interaktyvus; Orion securities, interaktyvus.

9 pav. AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo vertė, tūkst. Lt

Vidutinė AB „Pieno žvaigždės“ nuosavo kapitalo vertė gauta vertinant santykinų koeficientų metodu yra 213.851 tūkst. Lt, o vienos akcijos vertė 3,95 Lt (213851000/54205031). Vidutinė verslo vertė - 238.070 tūkst. Lt. Vertinant palyginimo metodu susidurta su pagrindiniu šio metodo trūkumu - nepakankamai išsami, dažnai neteikianti svarbios informacijos viešai, Lietuvos verslo rinkos objektų duomenų bazė. Atlikta vertinimą papildžius reikiama informacija, koeficientų pagalba apskaičiuotoms reikšmėms suteikus svorius ir palyginimo analizę atliekant ne vien Lietuvos, o Europos ar bent jau Baltijos šalių mastu galutinė AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė gali žymiai pasikeisti į didesnę arba mažesnę pusę. Vertinamo objekto vertė apskaičiuota santykinų koeficientų metodų pagalba kinta atsižvelgiant į prieinamos informacijos kiekį, lyginamų objektų bei naudojamų koeficientų kiekį.

AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės nustatymas naudojant diskontuotų pinigų srautų metodą. Skaičiuojant AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę balansinės vertės bei santykinių koeficientų pagalba buvo remtasi istoriniais ir esamaisiais duomenimis, nevertinant įmonės ateities perspektyvų. Norint nustatyti tiksliausią įmonės vertę reikia atlikti diskontuotų pinigų srautų vertinimą. Šiam tikslui pasiekti sudarytos įmonės prognostinės finansinės ataskaitos penkerių metų laikotarpiui. Ataskaitų duomenys prognozuojami nuo pardavimų atsižvelgiant į rinkos specialistų prognozes, pačios įmonės ateities planus, perspektyvas, bei istorinius duomenis. R.Norvaišienė (2003) teigia, kad vertinimo rezultatų tikslumas didžia dalimi priklauso nuo pinigų srautų prognozių tikslumo, tačiau prognozuojant susiduriama su informacijos apie būsimąją įmonės raidą, galimas rinkos konjunktūros tendencijas stoka. Be to, dažnai sunku kiekybiškai įvertinti įmonės strateginių pokyčių potencialą. Todėl prognozių tikslumas yra sąlyginis ir remiasi prielaidomis, kadangi rinkos sąlygos nuolatos keičiasi, o ekonomikos nestabilumas, bei kiti veiksniai neleidžia pateikti tikslios prognozės. Prognostinės ataskaitos 2006 - 2010 metams (5-6 Priedai) sudarytos remiantis 2002 - 2005 metų pelno (nuostolio) bei balanso ataskaitų duomenimis (3-4 Priedai).

Buhalterinės ataskaitos prognozuotos atsižvelgiant į AB „Pieno žvaigždės“ ir Lietuvos pieno sektoriaus prognozes, remtasi „Seb Vilniaus“ banko ir „Dnb Nord“ banko analitikų prognozėmis apie AB „Pieno žvaigždės“ ateities perspektyvas. Prognozuojant buvo laikomas šių prielaidų:

1. Augant pardavimams, didėjant gamybos mastui pardavimai kasmet didės vidutiniškai po 5 %.
2. 2002 - 2005 metais savikaina vidutiniškai buvo 0,79 pardavimų, tačiau dėl planuojamo žaliavų kainų augimo 1 - 3 % per metus daroma prielaida, kad savikaina taip pat augs ir kasmet sudarys 0,82 pardavimų.
3. Veiklos sąnaudos dėl didėjančios konkurencijos, žaliavų, darbo užmokesčio bei pardavimo sąnaudų didės 5 %. Veiklos sąnaudų dalis pardavimams ilgame laikotarpyje sumažės nuo 18% ir sudarys apie 13% pardavimų pajamų, atsižvelgiant į tai, kad įmonės politikoje yra numatytas produktų su didesne pridėtine verte kūrimas, skiriamas didelis dėmesys gamybos efektyvumui didinti.
4. Planuojama, kad kitos veiklos rezultatas augs 20% kasmet.
5. Nusidėvėjimas sudarys 20% ilgalaikio materialaus ir kito turto.
6. Finansinės veiklos rezultatas praityje buvo ganėtinai nepastovus, ateityje daroma prielaida, jog prognozuojamu laikotarpiu šios veiklos neigiami rezultatai kasmet sumažės 5 %.
7. Laikomasi prielaidos, kad įmonė moka 15% pelno mokesčių.
8. Trumpalaikis turtas kasmet sudarys 22% pardavimo pajamų. Pinigai ir pinigų ekvivalentai kasmet sudarys 1% pardavimo pajamų, gautinos sumos (pirkėjų išsiskolinimas) - 11%, o atsargos - 10%.

9. Investicijos į ilgalaikį turtą kasmet sudarys 5% metinių pardavimo pajamų. Ilgame laikotarpyje šis turtas kasmet sumažės apytiksliai po 1% iki 2010 m.

10. Finansinis ilgalaikis turtas prognozuojamu laikotarpiu nekis, liks toks pats kaip ir 2005 metais.

11. Trumpalaikiai įsipareigojimai kasmet išaugs apytiksliai 7%. Trumpalaikiai finansiniai įsipareigojimai kasmet padidės 1% pardavimų pajamų dydžiu. Planuojama sudengti 10 % šių įsipareigojimų kasmet. Mokėtinos sumos (įsiskonimai tiekėjams) sudarys 10% pardavimų savikainos. Kiti trumpalaikiai įsipareigojimai prognozuojamu laikotarpiu nekis ir liks tokie patys kaip ir 2005 metais.

12. Ilgalaikiai finansiniai įsipareigojimai kasmet padidės 1% pardavimų pajamų dydžiu, tačiau planuojama kad kasmet susidengs 10 % šių įsipareigojimų. Kiti ilgalaikiai įsipareigojimai prognozuojamu laikotarpiu nekis ir liks tokie patys kaip ir 2005 metais.

13. Akcinis kapitalas ir rezervai nekis, planuojamu laikotarpiu išliks tokie pat kaip ir 2005 m.

Taikant DCF metodą rekomenduojamas eiliškumo: 1.Prognozuoti laisvuosius piniginius srautus numatytam periodui; 2.Įvertinti svertinius kapitalo kaštus (WACC); 3.Įvertinti tęstinę verslo vertę (vertę po prognozuojamo periodo); 4.Prognozuojamus piniginius srautus ir tęstinę verslo vertę diskontuoti į dabartinę vertę; 5.Minusuoti finansines skolas (Stanzl, 2001, interaktyvus).

Sudarius prognostines balanso bei pelno (nuostolio) ataskaitas, nustatomi pinigų srautai įmonei 2006 - 2010 metais. Pirmiausia apskaičiuojama įmonės vertę, naudojant pinigų srauto nuosavybei metodą (FCFE): $FCFE = EBIT - \text{pelno mokestis} + \text{nusidėvėjimas} - \text{Apyvartinio kapitalo pokyčiai} - \text{investicijos}$.

AB „Pieno Žvaigždės“ pinigų srautai nuosavybei prognozuojamu laikotarpiu pavaizduoti 19 lentelėje.

19 lentelė

AB „Pieno žvaigždės“ Pinigų srautas 2006-2010 metais, tūkst. Lt

	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT	26301	27763	29327	31005	32809
Pelno mokestis	-3276,6	-3529,3	-3795,7	-4077,5	-4376,7
Nusidėvėjimas	35593,8	34197,5	33366,7	33002,4	33026,4
Apyvartinio kapitalo pokyčiai	-14464,0	-3488,0	-3662,4	-3845,5	-4037,8
Investicijos	-27250,0	-28612,5	-30043,1	-31545,3	-33122,5
Įmonės pinigų srautai	16904	26331	25192	24539	24298

Šaltinis: Sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojamų buhalterinių balansų bei pelno (nuostolio) ataskaitų duomenis 2006-2010 metais, Priedai 5 ir 6.

Įvertinus pinigų srautus įmonei būsimuoju laikotarpiu, apskaičiuojamos vidutinės svertinės kapitalo sąnaudos (WACC). Nuosavo kapitalo kaštai sudaryti iš: nerizikingos normos (vidutinė ilgalaikių Vyriausybės obligacijų palūkanų norma 2005 metais) + nuosavybės rizikos normos

(specialistų prognozės) - 3,76% + 7% = 10,76%. Skolinto kapitalo sąnaudos apskaičiuojamos sekančiai, komercinių bankų paskolų litais vidutinė palūkanų norma * (1 - pelno mokestis) = 4,97% * (1-0,15) = 4.22%.

20 lentelė

AB „Pieno žvaigždės“ vidutiniai svertiniai kaštai

Wn (nuosavo kapitalo dalis pasyvuose)	0,429350044	0,42180157	0,41780463	0,4167028	0,417652043
Nuosavo kapitalo kaštai (kd)	10,76%	10,76%	10,76%	10,76%	10,76%
Ws (skolų dalis pasyvuose)	0,570649956	0,57819843	0,58219537	0,5832972	0,582347957
Skolų palūkanos (ke)	4,22%	4,22%	4,22%	4,22%	4,22%
WACC=Wn*kd+Ws*ke	7,03052%	6,97858%	6,95244%	6,94524%	6,95144%
Vidutinis WACC	6,97%				

Šaltinis: Sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojamų buhalterinių balansų bei pelno (nuostolio) ataskaitų duomenis 2006 - 2010 metais, Priedai 5 ir 6. Lietuvos banko metinę ataskaitą 2005 m., interaktyvus, AB „Seb Vilniaus bankas“ įmonių sektorių apžvalgą, interaktyvus ir Lietuvos vyriausybės vertybinių popierių metinę apžvalgą 2005, interaktyvus.

Apskaičiavus vidutinius WACC prognozuojamu laikotarpiu randama dabartinė tęstinė įmonės vertė (TV):

$$TV = \frac{1}{(1 + 6.97\%)^5} * \frac{24298(1 + 1\%)}{6.97\% - 1\%} = 290.518,2 \text{ Lt}$$

Turint WACC bei tęstinę įmonės vertę apskaičiuojama AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė:

$$\text{Įmonės vertė} = \frac{16904}{1 + 0.0697} + \frac{26331}{(1 + 0.0697)^2} + \frac{25192}{(1 + 0.0697)^3} + \frac{24539}{(1 + 0.0697)^4} + \frac{24298}{(1 + 0.0697)^5} + 290.518,2 = 386.004,45 \text{ Lt}$$

Iš gautos įmonės vertės atėmus grynąją finansinę skolą (trumpalaikiai finansiniai įsipareigojimai + ilgalaikiai finansiniai įsipareigojimai) apskaičiuojama AB „Pieno žvaigždės“ nuosavybės vertė:

$$\text{Nuosavybės vertė} = 386.004,45 - 121.150 = 264.854,45 \text{ Lt}$$

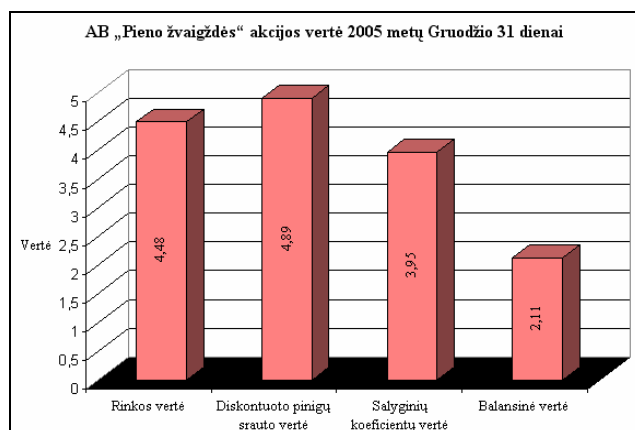
Įvertinus įmonę diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota, kad įmonės vertė yra 386.004,45 Lt, nuosavo kapitalo vertė – 264.854,45 Lt, o vienos AB „Pieno žvaigždės“ akcijos vertė - 4,886 Lt (264854450/54205031).

3.3 Gautų rezultatų analizė

Trečios darbo dalies tikslas buvo verslo vertinimo metodų praktinis pritaikymas vertinant AB „Pieno žvaigždės“. Atlikus įmonės vertinimą trimis metodais gautos skirtingos AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės. Skirtingų rezultatų priežastis – viešai pateikiamos informacijos ribotumas, neišvystyta rinkos duomenų bazė.

Įvertinus įmonę balansinės vertės metodu, gauta mažiausia įmonės nuosavo kapitalo reikšmė - 114.267 tūkst. Lt, tik 2,11 Lt už akciją. Įmonės vertė apskaičiuota šiuo metodu parodo tik jos

„popierinę“ - balansinę vertę, neatsižvelgiant į įmonės ateities perspektyvas, konkurencines savybes, komandos bei vadovų sugebėjimus, įmonės vardo ir prestižo teikiama nauda. Šiuo metodu apskaičiuota vertė užfiksuoja praeities rezultatus, nustatant galutinę įmonės vertę šis rezultatas neturi lemiamos įtakos. Santykinų koeficientų pagalba lyginanti AB „Pieno žvaigždės“, AB „Rokiškio sūris“ ir AB „Žemaitijos pienas“ multiplikatoriai: P/E, P/S, EV/EBITDA, P/BV 2005 metų pabaigai. Nustatytas vidutinis kiekvieno nagrinėto multiplikatoriaus vidurkis. Vidutinį koeficiento dydį padauginus iš atitinkamo rodiklio, pakoregavus paskolų atėmimu, apskaičiuotos 4 galimos įmonės vertės. Vidutinė AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė apskaičiuota santykinų koeficientų metodu yra 238.070 tūkst. Lt, o vienos akcijos vertė 3,95 Lt. Santykinų koeficientų metodu apskaičiuota vertė turi nemažai išlygų, skaičiavimą papildžius nauja informacija ar naujais kintamaisiais AB „Pieno žvaigždės“ vertė gali reikšmingai pasikeisti. Įmonės vertę skaičiuojant diskontuotų pinigų srautų metodu, suprogozavus įmonės piniginius srautus 2006 - 2010 metais, įvertinus jos tęstinę vertę, gautus rodiklius diskontavus svertinių vidutinių kaštų norma, įmonės vertė gauta 386.004,45Lt, vienos akcijos vertė - 4,89 Lt. Tačiau šiuo metodu gauta reikšmė taip pat gali pasikeisti, keičiantis rinkos sąlygoms, įvykus nenumatytiems veiksniams. Gautų rezultatų grafinis vaizdas pateikiamas 10 paveiksle.



Šaltinis: Sudaryta autorės pagal AB „Pieno žvaigždės“ prognozuojamų buhalterinių balansų bei pelno (nuostolio) ataskaitas 2006-2010 metais, Priedai 5 ir 6, Lietuvos banko metinę ataskaitą 2005m., interaktyvus, AB „Seb Vilniaus bankas“ įmonių sektorių apžvalgą, interaktyvus ir Lietuvos vyriausybės vertybinių popierių metinę apžvalgą 2005, interaktyvus.

10 pav. AB „Pieno žvaigždės“ akcijos vertė 2005 metų Gruodžio 31 dienai

Apibendrinant verslo vertinimo praktinį pritaikymą daroma išvada, jog verslo vertinimo rezultatų tikslumas labai priklauso nuo turimos informacijos išsamumo, teisingai parinktų verslo vertinimo metodų, vertintojo patirties bei daugelio kitų veiksnių. Teisingai ir objektyviai AB „Pieno žvaigždės“ vertei nustatyti turėtų būti atlikta sudėtingesnė rinkos analizė, surinkta išsamesnė informacija apie vertinamą įmonę ir kitas į ją panašias ar palygintinas įmones, detaliau parengtos

prognozuojamos balanso bei pelno (nuostolio) ataskaitos, atlikti sudėtingesni skaičiavimai. Dėl duomenų bazės ribotumo, bei išsamios viešai platinamos informacijos trūkumo, nurodyti vieną gautų rezultatų, kaip teisingiausią įmonės vertę būtų neteisinga. Tačiau laikantis prielaidos, kad turimi duomenys yra išsamūs, apimantys visą šiuo metu rinkoje esančią informaciją, o prognozės atliktos teisingai, tuomet diskontuotu pinigų srautų metodu apskaičiuota vertė, atspindėtų teisingiausią ir objektyviausią AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę. Todėl, kad vertinant įmonę DCF metodu analizuojami praeities rezultatai, vertinami ir planuojami įmonės ateities rezultatai, atsižvelgiama į rinkos sektoriaus reputaciją, riziką, nematerialų įmonės turtą tokį kaip prestižas, įmonės vardas, klientų lojalumas, ir kitus veiksnius. Suinteresuotiems rinkos dalyviams išsamaus ir profesionalaus verslo vertinimo metu apskaičiuota objekto vertė pateikia išsamią informaciją. Teisingai interpretavus gautą informaciją, galima atlikti lygiaverčius mainus perkant-parduodant verslą (jo dalį), priimti svarbius sprendimus, išlaikyti arba išplėsti konkurencines pozicijas rinkoje, pelningai investuoti, ir t.t. Todėl verslo vertinimo metu turi būti surinkta ir išanalizuota kiek galima daugiau išsamios informacijos apie vertinamą ir kitas panašias rinkoje esančias įmones. Svarbu teisingai interpretuoti esančią situaciją rinkoje, bei būsimas tendencijas. Turint visus reikiamus duomenis atliekami sudėtingi skaičiavimai, gautų rezultatų reikšmės lyginamos ir analizuojamos, siekiant pagrįsti jų teisingumą.

IŠVADOS

Atlikta teorinė ir praktinė analizė leido suformuluoti šias išvadas ir pasiūlymus:

1. Išskirtos ir apibrėžtos šios pagrindinės su verslo vertinimu susijusios sąvokos: verslas, verslo vertinimas, teisinga vertė ir kaina.
2. Nustatant verslo vertę galima naudoti pasaulyje gerai žinomus vertinimo požiūrius paremtus: turtu, atstatomąja verte (kaštais), palyginimu, santykiniais rodikliais, buhalterine verte, pajamomis, opcionais, bei mišriu (prestižo), apimančiu pajamų ir turto grupės metodus požiūriu. Tačiau labiausiai pripažįstamas verslo vertinimo metodų klasifikavimas, kuris apjungiamas į tris grupes: pajamomis, turtu (atstatomosios vertės) ir palyginimu besiremiantys požiūriai.
3. Verslo vertinimo principai klasifikuojami į keturias grupes atsižvelgiant į verslo vertę nulemiantį šaltinį. Vertinant įmonę turi būti įtraukti visi vertinimo principai, tačiau konkrečiose situacijose jie modifikuojami. Rinkos dalyvių nurodyti vertinimo tikslai yra šie: įmonių įsigijimas, pardavimas, susijungimas, paveldėjimas, pasidalijimas, privatizacija, restruktūrizacija, bankrotas, sprendimų priėmimas, verslo planų sudarymas, kredito gavimo ar verslo draudimo galimybių nustatymas. Žinodami tikslią verslo vertę, suinteresuoti rinkos dalyviai gali priimti adekvačius sprendimus.
4. Verslo vertinimo procesas tikslinamas atsižvelgiant į užsakovų suformuluotus pageidavimus, tikslus, turimos informacijos kiekį, vertinimui atlikti skirtą laiką ir kitus veiksnius. Verslo vertinimo procesas skaidomas į 6 etapus, kurie yra svarbūs ir reikšmingi galutinės vertės formavime.
5. Turto, rinkos (palyginimo) ir pajamų požiūrio verslo vertinimo metodai turi savo stipriųjų ir silpnųjų pusių, atsižvelgiant į vertinamą objektą ir su juo susijusius vidinius bei išorinius veiksnius.
 - Rinkos (palyginimo) požiūrio metodai yra paprasti ir aiškiai suprantami, atspindi rinkos pokyčius ir nuotaikas. Santykiniai koeficientai įvertina verslą, išvengdami subjektyvumo. Tačiau šio požiūrio metodai yra brangūs ir imlūs darbui. Metodų taikymą riboja duomenų bazės apie palygintinas įmones nebuvimas, viešai prieinamos informacijos trūkumas.
 - Turto požiūrio metodai nesudėtingai pritaikomi įmonėms, turinčioms daug materialaus arba lengvai įvertinamo nematerialaus turto. Greitai ir efektyviai nustatoma koku turtu disponuoja įmonė. Tačiau įmonė traktuojama kaip statiškas vienetas, neįvertinamos veiklos augimo galimybės, nematerialus turtas, įmonės prestižas.
 - Pajamų požiūrio metodai pasižymi universalumu, orientacija į būsimų pajamų prognozavimą, verslo sugebėjimą duoti pajamas, įvertiną pinigų srautų gavimo riziką ir laiką. Tačiau iškyla sunkumų prognozuojant būsimus įmonės veiklos pinigų srautus, nustatant diskonto norma. Net menkiausias diskonto normos pokytis, smarkiai įtakoja vertinimo rezultatus.
6. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė apskaičiuota trimis metodais. Balansinės vertės metodu nustatyta, koku turtu faktiškai disponuoja įmonė. Santykinų koeficientų metodas naudotas, nes

įmonės akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržoje, viešai platinamos įmonės finansinės ataskaitos ir kita informacija. Diskontuotų pinigų srautų metodas taikytas, kadangi įmonė planuoja vykdyti veiklą ateityje, išlaiko konkurencines pozicijas ir turi daug nematerialaus turto.

7. Įvertinus įmonę trimis metodais, gautos skirtingos AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertės:

- Vertinant AB „Pieno žvaigždės“ balansinės vertės metodu, gauta mažiausia įmonės vertė – 114267 tūkst. Lt, vienos akcijos vertė – 2,11 Lt;
- Vidutinė įmonės verslo vertė apskaičiuota santykinų koeficientų metodu – 238 069,96Lt, vienos akcijos vertė 3,95 Lt;
- Diskontuotų pinigų srautų metodu nustatyta didžiausia įmonės vertė – 386 004,45 Lt, vienos akcijos vertė 4,886 Lt.

8. Skirtingais vertinimo metodais gautos reikšmės, analizuojamos siekiant nustatyti teisingą verslo vertę:

- Balansinės vertės metodu apskaičiuota vertė remiasi tik praeities rezultatais, neatsižvelgia į įmonės veiklos perspektyvas ateityje, augimo galimybes ir į tai, kad ateityje įmonė planuoja dalį išpareigojimų padengti savo lėšomis. Taip pat neįvertina nematerialaus turto (įmonės pavadinimas, klientų lojalumas, sukaupta patirtis ir pan.). Galutinės vertės nustatymui šis rezultatas nėra lemiamas.

- Santykinų koeficientų metodo skaičiavimą papildžius trūkstama informacija, analizuojant ne vien Lietuvos, o Europos ar bent jau Baltijos šalių mastu, skirtingų koeficientų pagalba gautoms reikšmėms suteikus atitinkamus svorius AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertė būtų pakankamai teisinga ir informatyvi.

- Vertinant diskontuotų pinigų srautų metodu, buvo iškeltos kelios prielaidos, todėl gautos reikšmės teisingumas yra tiesiogiai susijęs su pinigų srautų prognozių tikslumu, tinkamos diskonto normos parinkimu ir išanalizuotos informacijos išsamumu.

Laikantis prielaidos, kad turimi duomenys yra išsamūs, apimantys visą šiuo metu rinkoje esančią informaciją, verslo vertė apskaičiuota diskontuotų pinigų srautų metodu pateiktą teisingiausią AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę.

PASIŪLYMAI

- AB „Pieno žvaigždės“ vadovams verslo vertinimo rezultatais siūlyčiau remtis planuojant įmonės veiklą ateityje, stiprinant konkurencines pozicijas, optimizuojant kaštus, bei priimant kitus strateginius sprendimus (pvz.: paskolos dengimas savomis lėšomis, naujų produktų su pridėtine verte kūrimas, skverbimasis į naujas rinkas). Tai leistų pasiekti geresnių rezultatų įmonės veikloje.

- Lietuvos ir užsienio investuotojams įsigijusiems AB „Pieno žvaigždės“ akcijų siūlyčiau šiuo metu jas laikyti. O potencialiems investuotojams, norintiems prisiimti mažesnę riziką ir gauti stabilia investicijų grąžą, siūlyčiau įsigyti AB „Pieno žvaigždės“ akcijų. Diskontuotų pinigų srautų metu apskaičiuota akcijų vertė, kuri tiksliausiai atspindi įmonės vertę, yra didesnė nei šiuo metu rinkoje vyraujanti akcijų kaina. Lietuvos pieno perdirbimo įmonės pasižymi stabilium augimu, todėl ir AB „Pieno žvaigždės“ akcijos ateityje turėtų brangti.

- Lietuvos verslo institucijoms bei organizacijoms patarčiau labiau įvertinti verslo vertinimo teikiamą naudą, siekiant sėkmingai plėtoti verslo veiklą, priimanti teisingus sprendimus. Tai paskatintų verslo vertinimo sistemos vystymąsi, specializuotų duomenų bazių kūrimą, detalių metodinių leidinių platinimą, viešųjų mokymų ir konsultacijų rengimą. To pasekoje Lietuvos verslininkams būtų suteiktos didesnės perspektyvos bei galimybės konkurencingai plėtoti savo veiklą ne tik Lietuvos bet ir Europos Sąjungos mastu.

- Teisingai ir objektyviai AB „Pieno žvaigždės“ vertei apskaičiuoti, įmonę vertinantiems specialistams siūlyčiau atlikti išsamesnę rinkos analizę. Reikėtų detaliau parengti prognozuojamas balanso bei pelno (nuostolio) ataskaitas, lyginamojoje analizėje išsamiau susipažinti su panašiomis įmonėmis, siekiant kuo tiksliau įvertinti esamą situaciją rinkoje. Atsižvelgiant į rinkos nepastovumą, pasibaigus ataskaitiniams metams, siūlyčiau jau atlikto vertinimo rezultatus koreguoti naujausiais finansinių ataskaitų duomenimis, papildyti nauja rinkos informacija.

RIMKUTĖ, Airida. (2007) *Verslo vertinimo metodai ir jų taikymo analizė*. Magistro baigiamasis darbas. Kaunas: Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas. 80 p.

SANTRAUKA

RAKTINIAI ŽODŽIAI: Verslas, verslo vertinimas, verslo vertinimo požiūris, verslo vertinimo metodas, verslo vertinimo tikslai, verslo vertinimo procesas.

Objektyviai ir teisingai įmonės vertei nustatyti reikia išanalizuoti verslo aplinką, numatyti įmonės ateities perspektyvas ir būsimus pinigų srautus, atlikti sudėtingus žinių ir praktikos reikalaujančius skaičiavimus. Išsamaus vertinimo metu, remiantis verslo vertinimo metodologiniais nurodymais, nustatoma tiksliausia įmonės vertė. Gautas rezultatas, apimantis įmonės vidinius iš išorinius aplinkos veiksnius, suinterasuotiems rinkos dalyviams suteikia daug naudingos informacijos. Šiuo metu Lietuvoje dar tik plėtojama verslo vertinimo praktika, remiantis užsienio šalių patirtimi, atsižvelgiant į Tarptautinius ir Europos verslo vertinimo standartus. Verslo vertinimo sistemos išvystymas, specializuotų duomenų bazių sukūrimas, detalių metodinių leidinių platinimas, viešųjų mokymų ir konsultacijų rengimas Lietuvos verslininkams suteiktų didesnių perspektyvų bei galimybių konkurencingai plėtoti savo veiklą ne tik Lietuvos, bet ir Europos Sąjungos mastu. Lietuvos ir užsienio šalių investuotojams būtų suteikta reikšminga informacija.

Tyrimo objektas – verslo vertinimo metodai, jų teorinė analizė ir praktinis pritaikymas vertinant AB „Pieno žvaigždės“. Darbo tikslas yra išanalizuoti verslo vertinimo metodus. Remiantis teorine analize apskaičiuoti AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę, pritaikant pajamų, turto ir rinkos požiūrio metodus. Tikslui pasiekti iškelti šie svarbiausi darbo uždaviniai: Apibrėžti pagrindines su verslo vertinimu susijusias sąvokas; Išskirti dažniausiai naudojamus verslo vertinimo požiūrius; Išnagrinėti verslo vertinimo principus, tikslus ir atvejus; Pateikti verslo vertinimo procesą; Išanalizuoti pagrindinius verslo vertinimo požiūrius, jų pritaikymo galimybes, privalumus ir trūkumus; Apskaičiuoti AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę.

Darbas sudarytas iš trijų pagrindinių dalių. Pirmojoje - išdėstyti verslo vertinimo teoriniai aspektai. Pateiktos svarbiausios sąvokos, verslo vertinimo požiūriai, principai, tikslai, bei procesas. Antroji - skirta verslo vertinimo požiūrių analizei. Išanalizuoti verslo vertinimo metodai paremti rinkos (palyginimo), turto bei pajamų požiūriais. Trečiojoje - atliekamas išanalizuotų metodų pritaikymas praktiškai. AB „Pieno žvaigždės“ verslo vertę apskaičiuota balansinės vertės, santykinų koeficientų ir diskontuotų pinigų srautų metodais.

Darbo apimtis - 79 puslapiai, aiškinamoji dalis sudaro 54 puslapius, pateiktos 20 lentelės, 10 paveikslai, pateikiami 7 priedai. Panaudota 68 literatūros šaltinių.

Teorinėje darbo dalyje išanalizuota ir susisteminta esminė verslo vertinimo literatūra, kuria remiantis atliktas AB „Pieno žvaigždės“ vertinimas. Vertinimo metu gauti rezultatai skirti vidinių ir išorinių vartotojų poreikių tenkinimui. Įmonės vadovai gauta informacija gali remtis planuodami įmonės veiklą ateityje, stiprindami konkurencines pozicijas, optimizuodami kaštus, bei priimdami kitus strateginius sprendimus. Akcininkai yra informuojami apie įmonės būklę, planuojamus gauti dividendus, vienai akcijai tenkantį pelną. Potencialūs investuotojai gautais rezultatais remiasi priimdami sprendimus, susijusius su įmonės akcijų pirkimu. Finansinėms institucijoms pateikiama informacija apie įmonės esamą ir galimą padėtį rinkoje.

RIMKUTĖ, Airida. (2007). *Business Valuation Methods and the Analysis of Their Usage in Practice*. MBA Graduation Paper. Kaunas: Kaunas Faculty of Humanities, Vilnius University. 80 p.

SUMMARY

KEYWORDS: business, business valuation, business valuation approach, business valuation method, business valuation purpose, business valuation process.

In order to estimate company's value clearly and objectively it is necessary to analyze business environment, forecast company's prospect and future cash flows; to make complex calculations, which require great efforts of knowledge and practice. In the process of comprehensive valuation, which is based on methodological references of business valuation, value of the particular company is set in the most précised way. The result, which also includes company's internal and external factors of business environment, gives plenty of useful information to the concerned parties. In Lithuania, at the present time, the practice of business valuation is in the development level, which is based on the practice of other countries and consideration of standards of International and European business valuation. The development of business valuation system, the creation of specialized data bases, the spreading of methodological editions, the arrangement of public instructions and consultations for Lithuanian businessmen would provide wider range of opportunities and possibilities to develop their activities in Lithuania as well as in European Union. The important information would reach Lithuanian and other countries investors.

The object of graduation paper is the theoretical analysis and adaptation of business valuation methods in the practice during the AB „Pieno žvaigždės“ business activity valuation. The target of task is to analyze the methods of business valuation. In bases of theoretical analysis, to estimate the business value of „Pieno Žvaigždės“, applying methods of income, property and market approaches. Reaching the set target, the following tasks were made: to define main determinations, related with business evaluation; to mark out mostly used approaches of the business valuation; to analyze the principles, reasons and particular cases of business valuation; to produce the process of business valuation; to analyze the main business valuation approaches, their opportunities of the practical application, advantages and disadvantages; to estimate the business value of AB „Pieno Žvaigždės“.

Graduation paper is composed from three main parts. The first part contains information: provided theoretical aspects of business evaluation; presented the main definitions, approaches of business valuation, principles, targets and process. The second part includes the analysis of business valuation approaches. It takes analysis of income, property and market approaches methods. The

third part leads to the practical application of analyzed methods. AB „Pieno Žvaigždės“ business value was estimated by balance sheet, multiples and discounted cash flow methods.

The volume is 80 pages; it contains 54 pages of explanatory part. There were provided 20 tables, 10 pictures, and 7 appendixes. There were used 68 individual sources of literature.

In the theoretical part of graduation paper the main literature of business valuation were analyzed and systematized for effective application to AB „Pieno žvaigždės“ business valuation. The results, gained from the process of valuation, are assigned to the needs of external and internal users. The heads of the enterprise can use gained information in the process of planning company's activities, consolidate competitive positions, optimized costs, and making strategic decisions. Shareholders are informed about company's financial state, future dividends, and profit for one stock. Potential investors could use the analysis as a base for decisions, connected with buying company's stocks. Financial institutions receive information about company's present and possible situation in the market.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. BARTKUS, Edverdas Vaclovas, MATIUŠAITYTĖ, Raimundė; ŠARKIŪNAITĖ, Ingrida, PAŠKEVIČIŪTĖ, Greta. (2006) *Metodiniai nurodymai socialinių mokslų krypties studentų darbams*. VU KHF 2006. 56 p. ISBN 9986-19-966-2
2. BRUKŠTAITIENĖ, Daiva. (2000) *Turto ir verslo vertinimo teoriniai ir praktiniai modeliai*. Vilnius. Technika. Daktaro disertacijos santrauka. Socialiniai mokslai, ekonomika (04S).
3. BOGUSLAUSKAS V., JAGELAVIČIUS G. (2001) *Įmonės veiklos finansinis vertinimas*. Kaunas: Technologija. 159 p. ISBN 9955-09-074-X.
4. BRUKŠTAITIENĖ, Daiva. (1998) *Verslo vertinimo sistemos vystymas Lietuvoje*. Ekonomika ir vadyba.43p.
5. GALINIENĖ, Birutė. (2005) *Turto ir verslo vertinimo sistema*. Vilniaus universiteto leidykla. 307p. ISBN 9986-19-663-9.
6. KANCEREVIČIUS, Gitanas. (2004) *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smaltijos leidykla. 884 p. ISBN 9955-551-40-2.
7. KAZLAUSKIENĖ, Vilma. (2003) *Verslo vertinimo principų analizė*. Ver Ekonomika ir vadyba. 2 knyga. 61p. ISBN- 9955-09-387-0.
8. KAZLAUSKIENĖ, Vilma. (2005) *Verslo veiksmų analize pagrįstas verslo vertinimo modelis*. Daktaro disertacijos santrauka. Kaunas: KTU. 42p.
9. MACKEVIČIUS, Jonas; POŠKAITĖ, Dalia. (1998) *Finansinė analizė*. Vilnius: Katalikų pasaulis. 632 p. ISBN 9986-04-082-5.
10. NEKROŠIUS, A., VAŠKELAITIS, V. (2001) *Diskontuotų pinigų srautų metodai akcijų vertės nustatymo procese*. Ekonomika ir vadyba 2001. 163p. ISBN 9986-13-924-4
11. NORVAIŠIENĖ R. (2003) *Įmonės vertės nustatymo probleminiai aspektai*. Ekonomika ir vadyba. 3 knyga. 38 p. ISBN 9955-09-389-7.
12. COPELAND E.Thomas, KOLLER T., MURRIN J. (1991) *Valuation: Measuring and Management the value of companies*. The McKinsey Quarterly, 623 p. ISBN 0-12-456871-2.
13. COPELAND, E. Thomas, WESTON, J. Fred, SHASTRI, Kuldeep (2005) *Financial theory and corporate policy*. Pearson / Addison Wesley. 1000p. ISBN 0-321-22353-5
14. DAMODARAN, Aswath. (2001). *Corporate finance. Theory and practice*. New York: John Wiley and Sons, Inc. 982p. ISBN 0-471-39220-0.
15. DAMODARAN, Aswath. (2002) *Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley and Sons, Inc. 992p. ISBN 0-471-41490-5.
16. DAVES, R. Philip, EHRHARDT, C. Michael, THOMSON, Shrieves E. Ronald. *Corporate valuation a guide for managers and investors*. 301p. ISBN 0-324-27428-9.

17. ELSEVIER, Christine Brentani. (2001) *Portfolio management in practice*. 223p. ISBN 0-7506-5906-8.
18. FERNANDEZ, Pablo. (2002a) *Valuation methods and shareholder value creation*. Amsterdam: Academic Press. 631 p. ISBN 0-12-253841-2.
19. KENNETH R. Ferris, Barbara S. Pecherot Petitt. (2002) *Valuation . Avoiding the winner's curse*. Financial times-Prentice Hall 226p. ISBN 0-13-034804-x.
20. ROSS, A. Stephen, Randolph W. Westerfield; Jeffrey Jaffe.(1999) *Corporate finance*. Boston Irwin / McGraw – Hill. 868p. ISBN 0-07-116757-9 .
21. WILBUR M. Yegge (2002) *A basic guide for valuing a company*. New York: John Wiley and Sons, Inc. 294p. ISBN 0-471-15047-9.
22. DZIKEVIČIUS, Audrius. *Verslo vertinimo sistema*. [Interaktyvus]. Finansų ir investicijų valdymas: finansai.tripod.com, [žiūrėta 2006m kovo 10d.]. Prieiga per internetą: <http://finansai.tripod.com/vvs.htm>.
23. Įmonių finansų vieta ir reikšmė šalies finansų sistemoje. [Interaktyvus]. Kauno Technologijos universitetas Socialinių mokslų fakultetas: socmf.ktu.lt. [žiūrėta 2007 m. Balandžio 8d.]. Prieiga per internetą: www.socmf.ktu.lt/neakivaizdines/2006_2007_pavasaris/Verslo_finansu_pagrindai/5.VFP%2520Imoniu%2520finansai%2520Skaidres.ppt+laisvieji+pinig%C5%B3+srautai&hl=lt&ct=cInk&cd=18&gl=lt
24. Lietuvos Respublikos Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas 1999.05.25. Nr. VIII-1202.Vilnius. [Interaktyvus]. Lietuvos Respublikos audito, apskaitos ir turto vertinimo institutas: atvi.lt, [žiūrėta 2006m. Spalio 15d.]. Prieiga per internetą: <http://www.atvi.lt/imgs/istatymas.doc>.
25. Metodinis vadovas. Verslo pardavimas ir įsigijimas. [Interaktyvus]. Europos verslo informacijos centras: eic-Vilnius.lt, [žiūrėta 2007m. Sausio 27d.]. Prieiga per internetą: <http://www.eic-vilnius.lt/home/eic/lt/FilesForDownload/files/metodinis%20vadovas.pdf>
26. RŪŠKYŠ, Giedrius. *Kam reikalingas firmos vertės nustatymas?* [Interaktyvus]. Verslo banga:verslas.banga.lt, [žiūrėta 2006m. Rugsėjo 29d.]. Prieiga per internetą: <http://verslas.banga.lt/1t/patark.full/3c22dbbfbd260?vbanga2=c611178d7f4ba55c0d707928f0319e>.
27. Answers. Internetinė enciklopedija. [Interaktyvus]. Internetinis žodynas, enciklopedija ir kt: answers.com, [žiūrėta 2006m. Spalio 5d.]. Prieiga per internetą: http://www.answers.com/main/ntquery?method=4&dsid=2222&dekey=Value&curtab=2222_1&linktext=Value.
28. BLOOMBERG finansų žodynas. [Interaktyvus]. Finansinis žodynas: bloomberg.com, [žiūrėta 2006m. Spalio 5d.]. Prieiga per internetą: <http://www.bloomberg.com/invest//glossary/bfglosc.htm>.

- 29.** BRITZ, Julie. *The business valuation process: Buying/selling a business*. [Interaktyvus]. Wisconsin universitetas - River Falls: uwrf, [žiūrėta 2006m. Spalio 20d.]. Prieiga per internetą: <http://www.uwrf.edu/sbdc/busvalueprocess.html>
- 30.** Business Valuation Glossary. [Interaktyvus]. Georgia universitetas-Agrokultūros ir taikomosios ekonomikos departamentas: caes.uga.edu, [žiūrėta 2006m. Spalio 5d.]. Prieiga per internetą: <http://www.agecon.uga.edu/~gacoops/info36.htm>.
- 31.** CHARKATZ, Joel. *Vertinimo požūriai ir metodai*. 2003.12.12. Daily Record, the (Baltimore). [Interaktyvus]. Źinios, laikraščių straipsniai ir nuorodos į kitas temas: findarticles, [žiūrėta 2006m. 1 apkričio 19d.]. Prieiga per internetą: http://findarticles.com/p/articles/mi_qn4183/is_20031212/ai_n10059354
- 32.** D'AMATO, Maurizio. (2001) Divident discount model and market cycles. The cutting edge. Tarptautinės konferencijos medžiaga. ISBN 1-84219-088-1. [Interaktyvus]. Įstatų prižiūretojų aukščiausioji institucija: rics.org, [žiūrėta 2006m. Spalio 11d.]. Prieiga per internetą: http://www.rics.org/NR/rdonlyres/097CFA9E-AFCC-4F51-9B062B5CDCCC4B93/0/dividend_discount_model_and_market_cycles_20010213.pdf
- 33.** DAMODARAN, Aswath. *An introduction to valuation*. (2005 spring) [Interaktyvus]. New York Universitetas- Leonardo N.Stern verslo mokykla: stern.nyu.edu, [žiūrėta 2006m. Kovo 5d.]. Prieiga per internetą: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/approach.pdf>.
- 34.** EARN, Keoy Earn. Technology valuation: What You need to know about valuation in order to negotiate a good license. Technology commercialisation forum (2005) [Interaktyvus]. Nacionalinis Singapūro universitetas: nus.edu, [žiūrėta 2006m. Lapkričio 20d.]. Prieiga per internetą: [http://www.nus.edu.sg/intro/tcf05/presentations/1-Soo%20Earn.ppt#367,35,Slide 35](http://www.nus.edu.sg/intro/tcf05/presentations/1-Soo%20Earn.ppt#367,35,Slide%2035).
- 35.** Enciklopedija, Wikipedia. [Interaktyvus]. Dabartiniai įvykiai - Nemokama enciklopedija: en.wikipedia.org. [žiūrėta 2006m. Spalio 5d.]. Prieiga per internetą: http://en.wikipedia.org/wiki/Valuation_%28finance%29#Valuation_of_companies_.28business_valuation.29
- 36.** ERNST AND YOUNG LLP. *Valuation of your idea. What is your idea worth?* (2002 05 11). [Interaktyvus]. Eagleman produkcija: eagleman.com, [žiūrėta 2007m. Kovo 20d.]. Prieiga per internetą: <http://www.eagleman.com/bioentrepreneur2002/Presentations/DougObenshain.pdf>
- 37.** FAUGERE, Christophe, SHAWKY, Hany. (2000) A valuation formula for firms in the early stage of their lifecycle. [Interaktyvus]. Socialinių mokslų tyrimų tinko elektroninė biblioteka:papers.ssrn.com, [žiūrėta 2007m. kovo 11d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=525546#PaperDownload
- 38.** FERNÁNDEZ, Pablo. (May 14, 2004). *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories*. University of Navarra - IESE Business School. [Interaktyvus]. Socialinių mokslų tyrimų tinko elektroninė biblioteka:papers.ssrn.com, [žiūrėta 2006m.

- Balandžio 12d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=12696
- 39.** FERNÁNDEZ, Pablo. (2002b) *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions*. University of Navarra - IESE Business School. [Interaktyvus]. Socialinių mokslų tyrimų tinko elektroninė biblioteka: papers.ssrn.com, [žiūrėta 2006m. Balandžio 12d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=12696
- 40.** FERNANDEZ, Pablo. *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. 2002 January. University of Navarra. Working paper. WP No 449. [Interaktyvus] Navaros Universiteto IESE verslo mokykla: iese.edu. [žiūrėta 2007m. Sausio 17d.]. Prieiga per internetą: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0449-E.pdf>
- 41.** FOSTER Sheree. *Merton Miller (1923-2000)*. [Interaktyvus]. Floridos Universitetas: ufl.edu. [žiūrėta 2006m. Lapkričio 20d.]. Prieiga per internetą: <http://bear.cba.ufl.edu/karceski/FIN7447/ch%20papers/miller.pdf>.
- 42.** GORDON, Axton, HOLMS, Berit *Vertinimo požiūriai*. [Interaktyvus]. Verslo patarėjai: mkf.com, [žiūrėta 2006m. Kovo 20d.]. Prieiga per internetą: <http://www.mkf.com/part3.htm>.
- 43.** Informacija verslui: Smulkaus verslo enciklopedija. [Interaktyvus]. Informacija verslui: referenceforbusiness.com, [žiūrėta 2006m. Balandžio 12d.]. Prieiga per internetą: <http://www.referenceforbusiness.com/small/Sm-Z/Valuation.html>
- 44.** JENKINS, S. David. *The benefits of hybrid Valuation models*. [Interaktyvus]. Sertifikuotų New York finansininkų puslapis: nusscpa.org, [žiūrėta 2006m. Lapkričio 6d.]. Prieiga per internetą: <http://www.nysscpa.org/cpajournal/2006/106/essentials/p48.htm>
- 45.** HAWKINS B. George. *Understanding the income valuation approach a primer for judges who must hear valuation cases*. (2001 kovas). Vol. 3, Issue 3 [Interaktyvus]. Verslo vertinimo specialistai: businessvalue.com, [žiūrėta 2007m. Kovo 10d.]. Prieiga per internetą: [http://www.businessvalue.com/Understanding%20Income%20Approach%20\(BV%20Update%20Reprint\).pdf](http://www.businessvalue.com/Understanding%20Income%20Approach%20(BV%20Update%20Reprint).pdf).
- 46.** *Įmonės ir turto vertė*. [Interaktyvus]. Vašingtono Universitetas: wsu.edu, [žiūrėta 2006m. Gruodžio 10d.]. Prieiga per internetą: <http://cbdd.wsu.edu/kewlcontent/cdoutput/TR505r/page28.htm>
- 47.** Internetinis žinynas reference.com. [Interaktyvus]. Žinynas: reference.com, [žiūrėta 2006m. Balandžio 12d.]. Prieiga per internetą: <http://www.reference.com>.
- 48.** KEULENEER, Luc, SWAGERMAN, Dir, VERHOOG, Willem. *Strategic finance in the 21st century*. Fifteen expert opinions. [Interaktyvus]. Patarėjų grupė: monitor group, [žiūrėta 2006m. Kovo 20d.]. Prieiga per internetą: http://www.monitor.com/binary-data/MONITOR_ARTICLES/object/75.pdf.

- 49.** *Kodėl verslo vertinimas yra būtinas?* [Interaktyvus]. Kutchins, Robbins ir Diamond sertifikuoti finansininkai: [krdcpas.com](http://www.krdcpas.com), [žiūrėta 2006m. Gruodžio 19d.]. Prieiga per internetą: <http://www.krdcpas.com/articles/Valuation%20Brochure.pdf>.
- 50.** Lietuvos banko metinė ataskaita 2005 metais [Interaktyvus], Lietuvos bankas: [lb.lt](http://www.lb.lt), [žiūrėta 2007m kovo 18d.] Prieiga per internetą: <http://www.lb.lt/lt/leidiniai/ataskaitos/ataskaita2005.pdf>
- 51.** Lietuvos vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2005, [Interaktyvus], LR finansų ministerija: [finmin.lt](http://www.finmin.lt). [žiūrėta 2007m. Kovo 18d.] Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv05lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv05lt.pdf)
- 52.** Orion securities. Rokiškio sūris. (2007 02 15) [Interaktyvus] Orion security bankas: [orion.lt](http://www.orion.lt), [žiūrėta 2007m. Kovo 20d.] Prieiga per internetą: http://www.orion.lt/files/VL.RSU1L_2007-02-15.pdf
- 53.** *Pieno žvaigždės. Fundamentalieji rodikliai.* [Interaktyvus]. Portalas investuotojams: [traders.lt](http://www.traders.lt), [žiūrėta 2007m. Kovo 24d.]. Prieiga per internetą: <http://www.traders.lt/plug.php?e=markets&sub=ratios&pg=details&id=10>
- 54.** RIGOR and RELEVANCE. *Discounted cash flow (DCF).* [Interaktyvus]. Vadovavimas. Metodai, modeliai ir kita: [12manage.com](http://www.12manage.com), [žiūrėta 2006m. Balandžio 20d.]. Prieiga per internetą: http://www.12manage.com/methods_dcf.html
- 55.** Seb Vilniaus bankas, [monių ir sektorių tyrimai. Interaktyvus]. Seb Vilniaus bankas.lt, [žiūrėta 2007m. Kovo 10d.]. Prieiga per internetą: http://www.seb.lt/pdf/lt/Pieno_zvaigzdes_2006_1_apkritis.pdf
- 56.** STANZL, Werner. (2001) Corporate Finance II. Yale school of management. [Interaktyvus]. Yale vadybos mokykla: [yale.edu](http://www.yale.edu), [žiūrėta 2007m. Kovo 10d.]. Prieiga per internetą: <http://som.yale.edu/~ws69/teaching/mgt541/sessionII.pdf>.
- 57.** Tarptautinis verslo terminų žodynas. [Interaktyvus]. Verslo vertinimo ir teismų serviso centras: bvfls.aicpa.org, [žiūrėta 2006m. Lapkričio 5d.]. Prieiga per internetą: <http://bvfls.aicpa.org/Resources/Business+Valuation/Tools+and+Aids/Definitions+and+Terms/International+Glossary+of+Business+Valuation+Terms.htm>
- 58.** Tarptautinis verslo vertinimo terminų žodynas. [Interaktyvus]. Verslo vertinimas: RJ Reese verslo vertinimo paslaugos: [rjreese.com](http://www.rjreese.com), [žiūrėta 2006m. Spalio 5d.]. Prieiga per internetą: http://www.rjreese.com/pdf_files/Glossary.pdf
- 59.** TREHAN, Robin. *Which Valuation Method is Right for You?* (2005.11.03). [Interaktyvus]. Svetingumas ir kelionių naujienos: [4Hoteliers.com](http://www.4hoteliers.com), [žiūrėta 2007m. Sausio 7d.]. Prieiga per internetą: http://www.4hoteliers.com/4hots_fshw.php?mwi=989

- 60.** *Verslo vertinimas. Kaip įmonės yra vertinamos? Verslo plano paruošuvė.* [Interaktyvus]. [žiūrėta 2006m. Rugsėjo 20d.]. Prieiga per internetą: http://www.netaxs.com/people/bps/business_valuations.htm.
- 61.** *Įmonės vertinimas.* [Interaktyvus]. Verslo vertinimas ir nusidėvėjimo programinė įranga: moneysoft.com, [žiūrėta 2006m. Kovo 20d.]. Prieiga per internetą: <http://www.moneysoft.com/cv/valuation.html>.
- 62.** Verslo vertinimo metodai. [Interaktyvus]. Finansinė analizė: ventureline.com, [žiūrėta 2006m. Lapkričio 20d.]. Prieiga per internetą <http://www.ventureline.com/techniques.asp>
- 63.** Verslo vertinimo žodynas. [Interaktyvus]. Turto vertinimas: equityvaluations.com, [žiūrėta 2006 spalio 5d.]. Prieiga per internetą: <http://www.equityvaluations.com/pubs/glossary.html>
- 64.** Vertinimas. Smulkaus verslo vertinimo enciklopedija. [Interaktyvus]. Informacija apie įvairias mokslo sritis: enotes.com, [žiūrėta 2006m. Gegužės 10d.]. Prieiga per internetą: <http://business.enotes.com/small-business-encyclopedia/valuation>.
- 65.** Vertinimo metodai. [Interaktyvus]. Farm finansinių standartų taryba: ffsc.org, [žiūrėta 2007m. Sausio 14d.]. Prieiga per internetą: <http://www.ffsc.org/guidelines/valuation.htm>.
- 66.** Vertinimo požiūriai. [Interaktyvus]. Globusz leidykla – nemokamos elektroninės knygos: globusz.com, [žiūrėta 2007m. Rugsėjo 16d.]. Prieiga per internetą: <http://www.globusz.com/ebooks/BusinessValuation/00000017.htm>.
- 67.** WATKINS, Thayer, VALLEY Silicon, ALLEY Tornado. *Modigliani and Miller's Propositions Concerning the Equity Value of a Corporation.* [Interaktyvus]. [žiūrėta 2006m. Lapkričio 11d.]. Prieiga per internetą: <http://www.applet-magic.com/mm.htm>.
- 68.** WEINSTEIN, Mark. *Vertinimo metodai.* [Interaktyvus]. Marshall verslo mokykla: marshallinside.usc.edu, [žiūrėta 2007m. Sausio 9d.]. Prieiga per internetą: <http://marshallinside.usc.edu/mweinstein/teaching/fbe532/532secure/notes/dcf2000.pdf>.

PRIEDAI

1 PRIEDAS Skirtingose pramonės šakose dažniausiai naudojami koeficientai	72
2 PRIEDAS Santykinų koeficientų apskaičiavimo būdai	73
3 PRIEDAS Buhalterinis balansas 2002-2005 metais	76
4 PRIEDAS Pelno nuostolio ataskaita 2002-2005 metais	77
5 PRIEDAS Prognozuojamas buhalterinis balansas 2006-2010 metais	78
6 PRIEDAS Prognozuojama pelno nuostolio ataskaita 2005-2010 metais	79
7 PRIEDAS Rodiklių skaičiavimo metodika	80

1 PRIEDAS Skirtingose pramonės šakose dažniausiai naudojami koeficientai

Pramonė	Pramonės šaka	Dažniausiai naudojami koeficientai
Automobiliai	Gamyba	P/S
	Dalys	PP/CE (CE-grynos pajamos)
Bankai		P/BV
Žaliavos	Popierius	P/BV
	Chemikalai	EV/EBITDA, EV/S, P/CE
	Metalai	EV/EBITDA
Verslo paslaugos		EV/EBITDA, PER
Maistas, gėrimai ir tabakas	Maisto pramonė	EV/EBITDA, EV/CE
	Alinės ir barai	PER
	Alkoholiniai gėrimai	EV/EBITDA
	Tabakas	ROCE
Medicinos paslaugos		EV/EBITDA, PER
Laisvalaikis		EV/EBITDA
Žiniasklaida		PER, EV/EBITDA
Dujos ir nafta		PER, EV/CE
Nekilnojamas turtas		EV/EBITDA
Telekomunikacijos		EV/S, P/klientas
Transportas	Oro	EV/EBITDA
	Žemės	P/S

Šaltinis: P.FERNANDEZ, 2002, Valuating using multiples, interaktyvus.

2 PRIEDAS. Santykinių koeficientų apskaičiavimo būdai

Santykinių koeficientų apskaičiavimo būdai pateikiami remiantis G. Kancerevyčiaus (2004) ir A. Damodaran (2005) knygomis.

➤ Kainos/Pelno koeficiento apskaičiavimas

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Vienos įmonės akcijos rinkos kaina}}{\text{Vienai akcijai tenkantis grynas pelnas}}$$

P/E koeficientas gali būti išvestas iš dividendų diskontavimo modelio, kuris yra akcijų vertinimo pagrindas. Naudojamas pastovaus dividendų augimo modelį: $P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$. Dalijant abi lygties puses iš pelno vienai akcijai (EPS) gaunama:

$$\frac{P_0}{EPS_0} = \frac{P}{E} = \frac{\left(\frac{D_1}{EPS_1}\right)}{k_e - g} \text{ arba } \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{P}{E} = \frac{\left(\frac{D_1}{EPS_1}\right) \times (1+g)}{k_e - g} \text{ arba } \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{P}{E} = \frac{DRP \times (1+g)}{k_e - g}$$

kur: P - akcijos kaina (vertė) dabartiniu metu; D - planuojamas kito laikotarpio dividendas; g - dividendų augimo norma; k - akcijų reikalaujamas pelningumas; DPR - dividendų išmokėjimo koeficientas

Jeigu įmonė dividendų nemoka arba jie labai maži, lyginant su laisvu pinigų srautu nuosavybei, tai vietoje dividendų lygtyje reikia panaudoti laisvo pinigų srauto nuosavybei rezultatus, atitinkamai:

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{k_e - g} \quad \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{P}{E} = \frac{\left(\frac{FCFE}{Pelnas}\right) \times (1+g)}{k_e - g}$$

Kitiems kintamiesiems nesikeičiant: greičiau augančios įmonės turės aukštesnius P/E nei lėčiau augančios firmos; rizikingesnės įmonės turės mažesnius P/E nei mažiau rizikingos įmonės; turinčios mažesnių reinvesticijų poreikį įmonės turės aukštesnius P/E koeficientus nei įmonės su aukštesne reinvesticijos norma.

➤ Vertės/Pelno prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą koeficiento apskaičiavimas

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Verslo vertė rinkoje}}{\text{Pelnas iki nusidėvėjimo, palūkanų ir pelno mokesčio mokejimo}} \quad \text{Išraiška be piniginio turto:}$$

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Akcijų rinkos vertė} + \text{skolos rinkos vertė} - \text{pinigai} - \text{rinkos vertybiniai popieriai}}{\text{Pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją} - \text{palūkanų pajamos}}$$

Šis koeficientas taip pat turi ryšį su diskontuotų pinigų srautų modeliais. Įmonės vertė = $\frac{FCFF_1}{WACC - g}$

kur: $FCFF = EBIT(1 - \text{įmonės mokesčių norma}) - (\text{kapitalinės išlaidos} - \text{nusidėvėjimas}) - \text{apyvartinio kapitalo pokytis} = (EBITDA - \text{nusidėvėjimas})(1 - \text{įmonės mokesčių norma}) - (\text{kapitalinės išlaidos} - \text{nusidėvėjimas}) - \text{apyvartinio kapitalo pokytis}$. Tokiu būdu įmonės vertės skaičiavimo formulę galima

pakeisti į: $\text{Įmonės vertė} = \frac{EBITDA \times (1 - T) + \text{nusidėvėjimas} \times T - \text{kapitalo investicijos} - \Delta \text{Apyvartinis kapitalas}}{WACC - g}$

Abi lygties pusės dalijamos iš EBITDA ir gaunama:

$$\frac{\text{Įmonės vertė}}{\text{EBITDA}} = \frac{(1-T)}{\text{WACC} - g} + \frac{(\text{Nusidėvėjimas} \times T)/\text{EBITDA}}{\text{WACC} - g} + \frac{\text{Kapitalo investicijos}/\text{EBITDA}}{\text{WACC} - g} + \frac{\Delta \text{Apyvartinis kapitalas}}{\text{WACC} - g}$$

➤ Kainos/Pardavimų koeficiento apskaičiavimas

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Akcijų rinkos vertė}}{\text{Bendros pajamos iš pardavimų}} = \frac{\text{Vienos akcijos rinkos kaina}}{\text{Pardavimai vienai akcijai}}$$

Kaip ir kitų koeficientų atvejus, galima remtis diskontuotų pinigų srautų modeliu: $P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$

Padalijus abi lygties puses iš pardavimų vienai akcijai, gaunamas koeficientas - pelno marža.

$$\frac{P_0}{\text{Pardavimai}_0} = \frac{P}{S} = \frac{\text{Grynojo pelno marža} \times \text{DPR} \times (1+g)}{k_e - g}$$
 jeigu firmos augimas yra dviejų lygių, dividendų

diskonto modelį galima modifikuoti taip: $P_0 = \frac{\text{EPS}_0 \times \text{DPR} \times (1+g) \times (1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_e)^n})}{k_e - g} + \frac{\text{EPS}_0 \times \text{DPR}_n \times (1+g)^n (1+g_n)}{(k_e - g_n)(1+k_e)^n}$

dalijamos abi pusės iš pardavimų vienai akcijai:

$$\frac{P_0}{S_0} = \frac{\text{Grynojo pelno marža} \times \text{DPR} \times (1+g) \times (1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_e)^n})}{k_e - g} + \frac{\text{Grynojo pelno marža}_0 \times \text{DPR}_n \times (1+g)^n (1+g_n)}{(k_e - g_n)(1+k_e)^n}$$

P/S koeficientas tiesiogiai proporcingas pelno normai bei išmokėjimo koeficientui ir atvirkščiai proporcingas įmonės rizikai. Pagrindinis koeficientas, nulemiantis P/S koeficientą yra pelno marža. Jos mažėjimas tiesiogiai sumažina P/S koeficientą, be to, pelno maržos mažėjimas gali reikšti augimo mažėjimą ir tuo pačiu – P/S koeficiento mažėjimą, nes: Planuojama augimo norma

= nepaskirstyto pelno koeficientas* nuosavybės pelningumas (RAO);

= nepaskirstyto pelno koeficientas*(grynasis pelnas/pardavimai)*(pardavimai/nuosavybės balansinė vertė)

= nepaskirstyto pelno koeficientas*grynojo pelno marža*grynojo pelno marža/nuosavybės balansinė vertė

Kaip matyti, augimo norma priklauso ir nuo grynojo pelno maržos, ir nuo pardavimų, ir nuo nepaskirstyto pelno koeficiento, kuris parodo, kiek grynojo pelno nepaskirstoma ir lieka įmonėje.

➤ Vertės/pardavimų koeficiento apskaičiavimas

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{Nuosavybės rinkos vertė} + \text{skolos rinkos vertė}}{\text{Visos pardavimų pajamos}}$$

Stabilaus augimo įmonės augimo norma išvedama iš Gordono augimo modelio:

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{DPR} \times \text{pelno norma}}{r - g_n}$$

kur: r - reikalaujama savininkų nuosavybės grąža; g_n - dividendų augimo norma (pastovi).

➤ Kainos/Balansinės vertės koeficiento apskaičiavimas

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Nuosavybės rinkos vertė}}{\text{Nuosavybės balansinė vertė}} = \frac{\text{Vienos akcijos rinkos kaina}}{\text{Vienos akcijos nominali vertė}}$$

Stabiliai augančios įmonės P/BV koeficientą galima paskaičiuoti remiantis dividendų diskonto modeliu:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Kadangi $\text{Nuosavybės pelningumas (ROE)} = \text{pelnas vienai akcijai} / \text{nominali akcijos vertė}$. Tai akcijų vertė gali būti išreikšta kaip:

$$P_0 = \frac{BV_0 \times ROE \times DPR \times (1 - g)}{k_e - g} \quad \text{tada} \quad \frac{P_0}{BV_0} = \frac{P}{BV} = \frac{ROE \times DPR \times (1 - g)}{k_e - g}$$

Nuosavybės pelningumą lemia planuojamas kito laikotarpio pelnas, todėl lygtis supaprastinama, taip:

$$\frac{P_0}{BV_0} = \frac{P}{BV} = \frac{ROE \times DPR}{k_e - g} \quad \text{ši lygtis dar supaprastinama, nes augimą galima susieti su nuosavybės}$$

pelningumu: $g = (1 - DPR) \times ROE$ iš čia $\frac{P_0}{BV_0} = \frac{P}{BV} = \frac{ROE - g}{k_e - g}$.

P/BV koeficientas stabiliai augančioje įmonėje yra apibrėžiamas kaip skirtumas tarp reikalaujamos savininkų nuosavybės gražos ir įmonės vykdomų projektų gražos. Tarp P/BV koeficiento ir nuosavybės pelningumo yra ryšys. Įmonės, kurių ROE dideli, paprastai turi didesnę už nominalią akcijos kainą, ir atvirkščiai. Analizuojant svarbu rasti tokias įmones, kurių atveju šis ryšys yra iškreiptas, pavyzdžiui, įmonė turi aukštą ROE, bet jos akcijos rinkos kaina yra žemiau nominalios, balansinės vertės.

➤ Vertės/Balansinės vertės koeficiento apskaičiavimas

$$\frac{EV}{BV} = \frac{\text{Nuosavybės rinkos vertė} + \text{skolos rinkos vertė}}{\text{Nuosavybės balansinė vertė} + \text{skolos balansinė vertė}}$$

Stabilaus augimo laisvo pinigų srauto įmonei lygtis: $\text{Įmonės vertė} = \frac{FCFF_1}{WACC - g}$. Dalijant abi jos puses

iš buhalterinės vertės BV, gaunama: $\frac{\text{Įmonės vertė}}{BV} = \frac{\frac{FCFF_1}{WACC - g}}{BV}$.

Kadangi $FCFF = EBIT \times (1 - \text{įmonės mokesčių norma}) - (g / \text{kapitalo pelningumas ROC}) \times EBIT \times (1 - \text{įmonės mokesčių norma})$, gaunama: $\text{Įmonės vertė} = \frac{ROC - g}{WACC - g}$.

3 PRIEDAS Buhalterinis balansas 2002-2005 metais

Tūkst.Litų

Turtas	2002	2003	2004	2005
Ilgalaikis materialus turtas	131068	150185	154233	176371
Nematerialus turtas	432	1967	2370	2155
Investicijos pardavimui	589	514	447	350
Ilgalaikės gautinos sumos	222	186	321	663
Atidėtasis pelno mokestis	-	-	1600	1670
Iš viso ilgalaikio turto	132311	152852	158971	181209
Atsargos	43563	36910	39830	39053
Gautinos sumos	33249	31911	45991	55482
Grynieji pinigai	3157	6156	4043	4844
Iš viso trumpalaikio turto	79969	74977	89864	99379
Iš viso turto	212280	227829	248835	280588
Akcininkų nuosavybė				
Akcinis kapitalas	49630	54030	54205	54205
Akcijų priedai	15436	26612	27246	27246
Nuosavos akcijos	-85	-108	-108	-1108
Rezervai	19654	14673	21199	20805
Nepaskirstytasis rezultatas	1081	-421	5521	13119
Iš viso akcininkų nuosavybės	85716	94786	108063	114267
Įsipareigojimai				
Subsidijos	-	4966	7190	5116
Paskolos ir skolinimosi lėšos	52531	49899	61642	96877
Iš viso ilgalaikių įsipareigojimų	52531	54865	68832	101993
Paskolos ir skolinimosi lėšos	15994	29000	32377	24273
Mokėtinas pelno mokestis	9780	27679	2910	816
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	34250	10564	36653	39239
Iš viso trumpalaikių įsipareigojimų	71940	67243	71940	64328
Iš viso įsipareigojimų	140772	122108	140772	166321
Iš viso akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų	254057	227829	248835	280588

4 PRIEDAS Pelno nuostolio ataskaita 2002-2005 metais

Tūkst.Litų

	2002	2003	2004	2005
Apyvarta	331650	367625	397512	446331
Pardavimų savikaina	-278451	-278283	-308174	-354816
Bendrasis pelnas	53199	89342	89338	91515
Kitos veiklos pajamos, grynąją verte	1994	2357	2968	889
Pardavimų ir administracinės sąnaudos	-64511	-69666	-78378	-69311
Veiklos pelnas prieš finansinės veiklos sąnaudas	-9318	22033	13928	23093
Finansinės veiklos pajamos	7779	623	4609	261
Finansinės veiklos sąnaudos	-5194	-3695	-3459	-4953
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos/pajamos	2585	-3072	1150	-4692
Pelnas prieš apmokestinimą	-6733	18961	15078	18401
Pelno mokesčio sąnaudos	0	-1895	-1054	-3107
Pelnas po mokesčių	-6733	17066	14024	15294
Mažumos akcininkų dalis	1839	-1033	-	-
Grynasis metų pelnas	-4894	16033	14024	15294
Pelnas tenkantis 1 akcijai (Lt)	-0,1	0,3	0,26	0,28

5 PRIEDAS Prognozuojamas buhalterinis balansas 2006-2010

metais

Tūkst.Litų

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Trumpalaikis turtas	79969	74977	89864	99379	119900	125895	132190	138799	145739
Pinigai ir pinigų ekvivalentai	3157	6156	4043	4844	5450	5723	6009	6309	6625
Gautinos sumos	33152	31911	45991	55482	59950	62948	66095	69400	72870
Atsargos	43563	36910	39830	39053	54500	57225	60086	63091	66245
Kitas trumpalaikis turtas	97	0	0	0	0	0	0	0	0
Ilgalaikis turtas	132311	152852	158971	181209	178982	172001	167846	166025	166145
Finansinis turtas	811	700	768	1013	1013	1013	1013	1013	1013
Materialus ir kitas turtas	131500	152152	158203	180196	177969	170988	166833	165012	165132
Iš viso turto	212280	227829	248835	280588	298882	297896	300036	304824	311884
Trumpalaikiai įsipareigojimai	60024	67243	71940	64328	72802	78029	83355	88801	94387
Finansiniai įsipareigojimai	15994	29000	32377	24273	27295,7	30288,6	33268,4	36250,6	39250,1
Mokėtinos sumos	34250	10564	36653	39239	44690	46925	49271	51734	54321
Kiti įsipareigojimai	9780	27679	2910	816	816	816	816	816	816
Ilgalaikiai įsipareigojimai	52531	54865	68832	101993	97755	94214	91313	89002	87238
Finansiniai įsipareigojimai	52531	49899	61642	96877	92639	89098	86197	83886	82122
Kiti įsipareigojimai	0	4966	7190	5116	5116	5116	5116	5116	5116
Iš viso įsipareigojimų	112555	122108	140772	166321	170557	172243	174668	177803	181625
Nuosavybė	85716	94786	108063	114267	128325	125653	125348	127021	130259
Akcinis kapitalas ir rezervai	84635	95207	102542	101148	101148	101148	101148	101148	101148
Sukauptas pelnas	1081	-421	5521	13119	27177	24505	24200	25873	29111
Mažumos dalis	14009	10935	0	0					
Iš viso nuosavybės ir įsipareigojimų	212280	227829	248835	280588	298882	297896	300016	304824	311884

6 PRIEDAS Prognozuojama pelno nuostolio ataskaita 2005-2010 metais

Tūkst.Litų

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pardavimo pajamos	331650	367625	397512	446331	545000	572250	600863	630906	662451
Pardavimo savikaina	-278451	-278283	-308174	-354816	-446900	-469245	-492707	-517343	-543210
Bendrasis pelnas	53199	89342	89338	91515	98100	103005	108155	113563	119241
Veiklos sąnaudos	-64511	-69666	-78378	-69311	-72777	-76415	-80236	-84248	-88460
Kita veikla	1994	2357	2968	889	978	1173	1408	1690	2028
EBITDA	7740	43166	37877	52570	61895	61961	62694	64007	65835
Nusidėvėjimas ir amortizacija	17058	21133	23949	29477	35594	34198	33367	33002	33026
EBIT	-9318	22033	13928	23093	26301	27763	29327	31005	32809
Finansinė veikla	2585	-3072	1150	-4692	-4457,4	-4234,5	-4022,8	-3821,7	-3630,6
EBT (pelnas prieš apmokestinimą)	-6733	18961	15078	18401	21844	23529	25304	27183	29178
Pelno mokestis	0	-1895	-1054	-3107	-3276,6	-3529,3	-3795,7	-4077,5	-4376,7
Mažumos dalis	1839	-1033	0	0	0	0	0	0	0
Grynasis pelnas	-4894	16033	14024	15294	18567	19999	21509	23106	24801

7 PRIEDAS Rodiklių skaičiavimo metodika

$P/E = \text{Akcijos rinkos kaina}^{(1)} / \text{Pelnas akcijai}^{(2)} = 4.48/0.28=16.$

$P/S = \text{Akcijos rinkos kaina}^{(1)} / \text{Pardavimai akcijai}^{(2)} = 4.48/8.2341249=0.54.$

$P/BV = \text{Akcijos rinkos kaina}^{(1)} / \text{Akcijos buhalterinė vertė}^{(2)} = \text{Kapitalizacija} / \text{Nuosavybė} = 242838538.9 / 114267000 = 2.13$

$EV/EBITDA = \text{Įmonės vertė} / \text{EBITDA}^{(2)}$, kur $EV = \text{kapitalizacija}^{(1)} + \text{grynoji skola}.$

Grynoji skola = ilgalaikiai įsipareigojimai + trumpalaikiai finansiniai įsipareigojimai – grynieji pinigai ir jų ekvivalentai. $EV/EBITDA = (242838538.9 + 101993000 + 24273000 - 4844000) / 52570000 = 6.93$

(1)— Akcijos kaina apžvalgos ruošimo dieną.

(2) — Paskutiniųjų keturių ketvirčių duomenys.

Koeficientas	Reikšmė
Vienai akcijai tenkantis pelnas	0.28
Akcijos kaina	4.48
Akcijų skaičius	54205031
Pardavimai	446331000
Pardavimai akcijai=pardavimai/akcijų skaičius	44633100/54205031 =8.2341249
Nuosavybė	114267000
Kapitalizacija	242838538.9
Ilgalaikiai įsipareigojimai	101993000
Trumpalaikiai finansiniai įsipareigojimai	24273000
Grynieji pinigai ir jų ekvivalentai	4844000
EBITDA	52570000

Nuosavo kapitalo vertė = Grynasis pelnas* P/E = 15294 * 13,99 = 214.014 tūkst. Lt

Nuosavo kapitalo vertė=(EBITDA*EV/EBITDA)-paskolos=(52570*5,94)–96877=215.548 tūkst.Lt

Nuosavo kapitalo vertė = Pardavimai * P/S = 446331*0,5 = 223.772 tūkst. Lt

Nuosavo kapitalo vertė = Nuosavybė * P/BV = 114267*1,77 = 202.069 tūkst. Lt

Pieno žvaigždės	Vidutiniai daugikliai	Rodikliai	Verslo vertė	Paskola	Nuosavo kapitalo vertė
P/E	13,99	15294	214014		214014
EV/EBITDA	5,94	52570	312425	96877	215548
P/S	0,50	446331	223772		223772
P/BV	1,77	114267	202069		202069