



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS

EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

Žydrūnė Girtaitė

FINANSAVIMO NAUDOJANT RIZIKOS KAPITALĄ VERTINIMO MODELIS

MAGISTRO DARBAS

Darbo vadovas, Lekt. Dr. Marius Strumickas

KAUNAS, 2016

KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

FINANSAVIMO NAUDOJANT RIZIKOS KAPITALĄ VERTINIMO MODELIS

Apskaita ir auditas (kodas 621N40002)

MAGISTRO DARBAS

Darbą atliko
VMA-4, Žydrūnė Girtaitė

(grupė, vardas, pavardė, parašas)

2016 Gegužės 6d.

Vadovas

Lekt. dr. Marius Strumickas

(pedagoginis vardas, mokslinis laipsnis, vardas, pavardė, parašas)

2016 Gegužės

Recenzentė

Prof. dr. Lina Dagilienė

(pedagoginis vardas, mokslinis laipsnis, vardas, pavardė)

2016 Gegužės

KAUNAS, 2016



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS

Ekonomikos ir verslo fakultetas

(Fakultetas)

Žydrūnė Girtaitė

(Studento vardas, pavardė)

Apskaita ir auditas, 621N40002

(Studijų programos pavadinimas, kodas)

Baigiamojo magistro darbo „Finansavimo naudojant rizikos kapitalą vertinimo modelis“

AKADEMINIO SAŽININGUMO DEKLARACIJA

20 16 m. Gegužės 6 d.

Kaunas

Patvirtinu, kad mano **Žydrūnės Girtaitės** baigiamasis magistro darbas tema „Finansavimo naudojant rizikos kapitalą vertinimo modelis“ yra parašytas visiškai savarankiškai, o visi pateikti duomenys ar tyrimų rezultatai yra teisingi ir gauti sąžiningai. Šiame darbe nei viena dalis nėra plagijuota nuo jokių spausdintinių ar internetinių šaltinių, visos kitų šaltinių tiesioginės ir netiesioginės citatos nurodytos literatūros nuorodose. Įstatymų nenumatytų piniginių sumų už šį darbą niekam nesu mokėjęs.

Aš suprantu, kad išaiškėjus nesąžiningumo faktui, man bus taikomos nuobaudos, remiantis Kauno technologijos universitete galiojančia tvarka.

(vardą ir pavardę įrašyti ranka)

(parašas)

TURINYS

SUMMARY.....	7
ĮVADAS.....	9
1. RIZIKOS KAPITALAS KAIP VERSLO FINANSAVIMO ALTERNATYVA	10
1.1. Rizikos kapitalo samprata	10
1.2. Rizikos kapitalas – alternatyva bankiniam finansavimui.....	12
1.3. Rizikos kapitalo investicijos skirtingose įmonės brandos stadijose.....	13
1.4. Rizikos kapitalistų investicijos dydžio vertinimas.....	15
1.5. Rizikos kapitalistų investavimo procesas	17
1.6. Įmonės investiciniam patrauklumui nustatyti naudojami veiksniai	21
2. TEORINIAI SPRENDIMAI SIEKIANT ĮVERTINTI RIZIKOS KAPITALO INVESTICIJĄ	24
2.1 Rizikos kapitalistų kriterijai renkantis investavimo alternatyvą	24
2.2 Ekspertinis rizikos kapitalo vertinimas.....	31
2.3 Pagrindiniai finansiniai rodikliai ir jų apskaičiavimo metodikos.....	33
2.4 Įmonės vertės nustatymo metodai.....	38
2.5 Metodologija vertinant rizikos kapitalo investiciją.....	41
3. UAB „X“ VERTĖS POKYČIAI FINANSUOJANT SKIRTINGAIS FINANSAVIMO	
ŠALTINIAIS.....	43
3.1 UAB „X“ įmonės charakteristika.....	43
3.2 UAB „X“ vertinimas siekiant pritraukti rizikos kapitalo investiciją	43
3.3 UAB „X“ finansinės situacijos įvertinimas	45
3.4 UAB „X“ finansinių ataskaitų prognozavimas skirtingomis finansavimo alternatyvomis	50
3.4.1 Finansinių ataskaitų prognozavimas verslą finansuojant bankine paskola	51
3.4.2 Finansinių ataskaitų prognozavimas verslą finansuojant rizikos kapitalistams	55
3.5 Įmonės „X“ vertės įvertinimas	57
3.5.1 Vidutinių svertinių įmonės „X“ kaštų apskaičiavimas.....	57
3.5.2 Įmonės „X“ vertės įvertinimas verslą finansuojant bankine paskola.....	58
3.5.3 Įmonės „X“ vertės įvertinimas verslą finansuojant rizikos kapitalistams.....	59

IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS	62
LITERATŪRA	64
PRIEDAI	68

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Finansavimo kriterijų svarba pagal finansavimo šaltinį (sudaryta pagal Mason, Stark, 2004)	13
2 lentelė. Pagrindiniai verslo vertinimo kriterijai ir svertiniai svoriai (sudaryta pagal Nunes, Feliv, Pires, 2014)	30
3 lentelė. Minimalaus įmonės įvertinimo apskaičiavimas	44
4 lentelė. UAB „X“ pelningumo rodikliai 2013-2014m.	45
5 lentelė. UAB „X“ veiklos efektyvumo rodikliai 2013-2014 m.	46
6 lentelė. UAB „X“ likvidumo rodikliai 2013-2014 m.	48
7 lentelė. UAB „X“ finansinio svėro rodikliai 2013-2014 m.	49
8 Lentelė. UAB „X“ Finansinio svėro rodikliai sumodeliavus įmonės balansą pagal skirtingas finansavimo alternatyvas	51
9 lentelė. UAB „X“ pardavimo pajamų prognozės 2015-2017 metais (tūkst., Lt)	52
10 lentelė. Suprognuota UAB „X“ pelno nuostolio ataskaita, verslą finansuojant bankine paskola.	53
11 lentelė. Suprognuotas UAB „X“ laisvasis pinigų srautas verslą finansuojant bankine paskola ...	54
12 lentelė. Suprognuota UAB „X“ pelno nuostolio ataskaita, verslą finansuojant rizikos kapitalu ..	56
13 lentelė. Suprognuotas UAB „X“ laisvasis pinigų srautas verslą finansuojant rizikos kapitalistams	57
14 lentelė. Įmonės „X“ vertės apskaičiavimas diskontuotų pinigų srauto metodu verslą finansuojant bankine paskola	58
15 lentelė. Įmonės „X“ vertės apskaičiavimas EVA metodu verslą finansuojant bankine paskola.....	59
16 lentelė. Įmonės „X“ vertės apskaičiavimas diskontuotų pinigų srauto metodu verslą finansuojant rizikos kapitalistams	60
17 lentelė. Įmonės „X“ vertės apskaičiavimas EVA metodu verslą finansuojant rizikos kapitalistams	61

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Finansavimo alternatyvos pagal įmonės brandos stadijas (Ūkio bankas)	14
2 pav. Laimingas rizikos kapitalo investuotojas (Hellmann, Puri, 2002)	17
3 pav. Rizikos kapitalo investuotojų investavimo procesas (sudaryta pagal Dobloug, 2008)	19
4 pav. Rizikos kapitalisto investavimo procesas pagal Metric (2007) (sudaryta pagal Metric, 2007) ..	20
5 pav. Įmonės investicinio patrauklumo vertinimo procesas (sudaryta pagal Jurevičienė, Martinkutė, 2013).....	22
6 pav. Rizikos kapitalistų verslo vertinimo sritys (sudaryta pagal Gladstone, Gladstone, 2003, Harroch, Lipkin, 2014 ir Šimic, 2015)	24
7 pav. Rizikos kapitalo investuotojo veiksmai prieš sudarant sandorį (sudaryta pagal Tunguz, 2013). 27	
8 pav. Ekspertų vertinimų standartinio nuokrypio priklausomybė nuo ekspertų skaičiaus (Rudzikienė, 2003).....	32
9 pav. Rizikos kapitalo investicijos vertinimo metodologinė schema	41
10 pav. UAB „X“ atsargų, pirkėjų skolų ir įsiskolinimų tiekėjams apyvartumo rodiklių kitimas dienomis 2013-2014 metais	47

Girtaitė, Žydrūnė. Assessment Model of Venture Capital Financing. Master's Final Thesis in accounting and audit / supervisor lekt. dr. Marius Strumickas. Department of Accounting, the School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Social Sciences: Management and Administration

Key words: Venture capital, risk capital, business financing, evaluation of the business.

Kaunas, 2016. 68p.

SUMMARY

(Text of summary)

Small and medium businesses are the engine of global economy. However many companies once they started the business faced with the funding problem. Most of the time it is the biggest issue that determines collapse of the business. Scientific researches reveal that there is growing interest of alternatives funding opportunity in Lithuania. One of them is business funding by venture capital. This financing alternative is very well known and widely used in USA, although it is quite new financing alternative in Lithuania. Most of Lithuania business people avoid this financing opportunity because of lack of information of venture capitalist's activities. Also there are quite less information about the benefits that venture capital investor can supply for the business.

The Master thesis analyzes venture capital as financing opportunity in Lithuania. The object of the work is venture capital financing in Lithuania. The main aim of this work is to disclosure venture capital financing aspects and benefits compared to traditional sources of financing.

The following objectives were set to achieve the main aim:

1. To define the concept of venture capital;
2. To asses venture capital among other financing sources;
3. To disclose venture capital investment process and the factors encouraging investment;
4. The main criteria for venture capital investor that leads to make decision of financing;
5. To assess the company "X" suitability for venture capital financing;
6. To analyse the financial situation of the company "X";
7. To assess values of the company "X" by financing it with loan and venture capital;
8. To reveal venture capital benefits compared with bank loan.

The study includes analysis of scientific literature, statistical data, financing analyses, assessment of the company values and expert evaluation.

Systematized scientific researches reveal that venture capital investors before making an investment decision make detailed analyzes of these five basic criteria for evaluation of company: the entrepreneur's personal quality, entrepreneur experience and management team, market information, product information and company financial aspects.

According analysis of scientific researches is created a formula of assessment of the company. Using this formula and expert evaluation is estimated that the minimum rating of the company should be 2.17 points out 3 to attract venture capital financing. Company "X" was evaluating due this method and was received that this company is suitable to attract venture capital financing.

After company "X" financing analysis and value evaluating in different ways of financing was received that company value is higher when business is financing by venture capital investors comparing with bank loan.

To sum up despite high requirements for companies to get venture capital financing, once venture capital make investment in the business it help to grow it not only by financing but also by investing his ideas. Venture capital investment requires bigger cost of investment than loan, although it makes company to grow and reached it aims much faster than doing it by other financing alternatives.

IVADAS

Markas Tvenas yra pasakęs „bankas - tai tokia institucija, kuri duoda skėtį, kai šviečia saulė ir ji atima, kai lyja lietus“. Įmonių vadovai siekdami atsiriboti nuo bankų ieško alternatyvių finansavimo šaltinių. Smulkus ir vidutinis verslas sudaro daugiau nei tris ketvirtadalius šalies ekonomikos, dėl to siekiant gerinti šalies ekonominę situaciją svarbu atsižvelgti į mažų ir vidutinių įmonių plėtrą. Šios įmonės įsikurdamos ir vystydamos veiklą susiduria su finansavimo trūkumu – tai dažnai lemia verslo žlugimą. Tyrimai atskleidžia jog alternatyvių finansavimo šaltinių poreikis Lietuvoje auga. Mokslo ir verslo leidiniuose vis dažniau kalbama apie rizikos kapitalistų veiklą – tai skatina augantį visuomenės susidomėjimą šia finansavimo alternatyva. Be to, įvairių verslo sričių verslininkai, ypač inovatyvių, pradeda labiau pasitikėti rizikos kapitalistais kreipdamiesi į juos dėl finansavimo. Jei suinteresuotumas rizikos kapitalistais ir toliau augs, manoma, jog ateityje ši verslo finansavimo alternatyva gali tapti itin populiari. Rizikos kapitalistai nuolat ieško potencialių investicinių objektų, tačiau net ir populiarėjant rizikos kapitalistų fondams, jų veikla Lietuvoje yra vis dar mažai žinoma ir mažai įmonių pasinaudoja šia finansavimo galimybe. Lietuvos verslininkams rinktis šią finansavimo alternatyvą trukdo informacijos ir žinių trūkumas apie rizikos kapitalistus ir jų veiklą.

Darbo tikslas – atskleisti finansavimo rizikos kapitalu pagrindinius aspektus ir pateikti šio finansavimo privalumus lyginant su tradiciniais finansavimo šaltiniais (paskola).

Darbo uždaviniai:

1. Apibrėžti rizikos kapitalo sampratą.
2. Įvertinti rizikos kapitalo vietą tarp kitų finansavimo šaltinių.
3. Atskleisti rizikos kapitalistų investavimo procesą ir veiksnius skatinančius investavimą.
4. Pateikti pagrindinius kriterijus, kuriais remiantis rizikos kapitalo investuotojai priima sprendimą dėl verslo finansavimo.
5. Atlikti įmonės „X“ tinkamumą rizikos kapitalo finansavimui pritraukti.
6. Nustatyti analizuojamos įmonės „X“ finansinę situaciją.
7. Įvertinti įmonės verčių pokyčius verslą finansuojant tradiciniais būdais ir rizikos kapitalo investicijomis.
8. Atskleisti rizikos kapitalistų teikiamą naudą lyginant su bankine paskola.

Tyrimo metodai - sisteminė mokslinės literatūros analizė ir sintezė, finansinė įmonės analizė, verslo vertinimas, laisvojo pinigų srauto diskontavimo metodu, ekonominio pelno metodu, kokybinis tyrimas – ekspertinis vertinimas. Duomenų apdorojimui ir analizei buvo naudojamas statistinės analizės paketas SPSS (angl. Statistical Package for Social Sciences) ir MS Excel programinis paketas.

Darbo struktūra. Magistro baigiamąjį darbą sudaro: santrauka anglų kalba, įvadas, išvados, literatūros sąrašas, priedai ir trys dėstymo dalys. Darbe yra pateikta 17 lentelių ir 10 paveikslų.

1. RIZIKOS KAPITALAS KAIP VERSLO FINANSAVIMO ALTERNATYVA

1.1. Rizikos kapitalo samprata

Megginson (2004) rizikos kapitalą plačiaja prasme apibrėžia, kaip bene vieną svarbiausių vakarų civilizacijos žingsnių žmonijos istorijoje. Rizikos kapitalo sampratos ištakas galima laikyti XV a. Kai Ispanijos karališkoji šeima sutiko finansuoti Kristupo Kolumbo kelionę į Indiją, kas šiomis dienomis galėtų būti vertinama kaip viena sėkmingiausių ir pelningiausių rizikos kapitalo investicijų, kurios dėka buvo atrasti nauji kontinentai, gėrybės, natūraliųjų medžiagų šaltiniai, kurie pakreipė civilizacijos vystymąsi nauja linkme.

Pirmą kartą „rizikos kapitalo“ sampratą, kaip ekonominį terminą pavartojo J. Witter viešame Amerikos investicinių bankų asociacijos forume 1939 m. (Reiner, 1989). Šiuo laikotarpiu pradėjo formuotis atskira ūkinė veikla – investavimas į rizikos kapitalą, nes iki tol tokios investicijos buvo laikoma turtingųjų asmenų ir šeimų veiklos sfera, kurios nebuvo apibrėžiamos kaip rizikos kapitalo veikla. Pirmosios rizikos kapitalo bendrovės ir fondai, teikiantys finansavimą smulkioms privačioms įmonėms, pasižyminčiomis potencialiai dideliu augimo tempu, pradėjo formuotis JAV.

Mokslininkai Gompers ir Lerner (2001) analizuodami rizikos kapitalo atsiradimo istoriją priešingai nei Reiner (1989) teigia, jog formalia rizikos kapitalo veiklos pradžia galima laikyti 1946 m., kuomet susiformavo Amerikos mokslininkų tyrimų ir plėtros kompanija, pirmasis rizikos kapitalo fondas, kurio pagrindinė veiklos idėja buvo investuoti į naujai besikuriančias bendroves, siekiančias gaminti vertingą produkciją. Šią kompaniją įkūrė Doriot, Flander ir Compton, kurie buvo pirmieji privatūs asmenys įsteigę institucinio pobūdžio privataus kapitalo investicinę bendrovę, kuri priėmė pinigus iš įvairių šaltinių, ne tik iš turtingųjų. Itin svarbu tai, jog šie investuotojai padėjo pamatus išskirtiniam rizikos kapitalo bruožui - investuotojo dalyvavimui bendrovės vykdomoje veikloje.

Lietuvišką terminą „rizikos kapitalas“ atitinka anglų kalbos terminai „risk capital“ ir „venture capital“. Angliška sąvoka „venture“ siejama su žodžiais „aventure“ (liet. avantiūra) ir „adventure“ (liet. nuotykis). Žodžio „venture“ pirmieji įrašai, kurių reikšmė „rizikuoti, prarasti kažką“, atsirado penkioliktojo amžiaus viduryje. „Venture“ sąvoka, kurios reikšmė „rizikingas reikalas“ pirmą kartą paminėta 1560 m., tuo tarpu 1580 m. paminėtas terminas „venture“ reiškia „verslo subjektas, įmonė“. „Rizikos kapitalas“ (Venture capital), kaip žodžių junginys mokslinėje literatūroje žinomas nuo 1943 m. (Online Etymology Dictionary).

Atlikti rizikos kapitalo sąvokos tyrimai atskleidžia, jog angliška sąvoka „risk capital“ (liet. rizikos kapitalas) yra bendresnis terminas, skirtas apibūdinti rizikos kapitalą plačiaja prasme. Tai tiesiog kapitalas skirtas rizikingam verslui finansuoti. Tuo tarpu „venture capital“ sąvoką, kai kurie autoriai (Burgel,2000) apibrėžia, kaip rizikos kapitalo fondus, kiti teigia, jog „rizikos kapitalas“ – tai

nepriklausomai valdomas kapitalas, skirtas investuoti į dideles augimo tendencijas turinčių įmonių akcijas ar kitus su akcijomis susietus instrumentus (Lerner, 2008).

Rizikos kapitalo sąvoka gyvuoja daugiau nei septynis dešimtmečius, tačiau iki šiol ji nėra visiškai išgryninta. Moksliniuose darbuose dažniausiai vartojama Kortum ir Lerner (1998) pasiūlyta rizikos kapitalo koncepcija, kuri teigia, jog rizikos kapitalas – tai institucija, kuri kaupia individualių asmenų ir institucijų lėšas ir jas investuoja į potencialiai didelės investicinės grąžos įmones su atitinkamai didele rizika, kartu aktyviai dalyvaudama rizikos kapitalo įmonės veikloje. Gorman ir Sahlamn (1989) pateikia šiek tiek trumpesnę rizikos kapitalo sampratą: rizikos kapitalas – tai finansavimo šaltinis, kai investuotojas finansuoja privačią įmonę, investuodamas į jos akcijas, tikėdamasis, jog ši bendrovė turi didžiulį augimo potencialą per ateinančius kelerius metus. Dar labiau supaprastintą rizikos kapitalo koncepciją pateikia mokslininkai Davila, Foster ir Gupta (2001), kurie teigia, jog rizikos kapitalas – tai finansinis tarpininkas, kuris suteikia finansavimą greitai augančioms, mažoms bendrovėms, kurių vykdoma veikla yra itin rizikinga ir joms neprieinamos kitos tradicinės finansavimo alternatyvos, tokios kaip bankų paskolos, lizingas, subsidijos, ES fondų parama ir pan. Dauguma rizikos kapitalo tyrėjų, tokių kaip Gompers, Lerner (2001), Kortum, Lerner (1998), Davila, Foster ir Gupta (2001) į rizikos kapitalo sampratą pažvelgia iš vienos pusės tuo tarpu Alemany ir Marti (2005) rizikos kapitalo sampratos apibrėžimą pateikia tiek iš investuotojo tiek ir iš įmonės pusių. Iš investuotojo perspektyvos rizikos kapitalas – tai rizikingas turtas, kuris gali atnešti didelę grąžą, tuo tarpu iš įmonės pusės, rizikos kapitalo investuotojai dažniausiai yra vienintelis prieinamas finansavimo šaltinis savo veiklą pradedančiai įmonei, ypač jei jos pagrindinis veiklos instrumentas yra nematerialus turtas (patentai, licenzijos ir pan.) ir intelektinis kapitalas.

Rizikos kapitalas – tai institucinių (pvz. rizikos kapitalo bendrovės) arba neformalių (pvz. asmenys, teikiantys finansinę paramą) investuotojų lėšos skirtos naujoms įmonėms finansuoti. Dažniausiai rizikos kapitalas priskiriamas alternatyvioms investicijoms. Šiuos pinigus rizikos kapitalistai pritraukia iš įvairių investuotojų, kurie siekia diversifikuoti savo investicijas ir yra linkę prisiimti didesnę riziką, laukdami atitinkamai didesnės grąžos.

Dažniausiai, kaip pateikia Jurevičienė ir Martinkutė (2013) visame investuotojo portfelyje, tokios investicijos sudaro ne daugiau, kaip 10 proc., žinoma, tai priklauso nuo kiekvieno investuotojo toleruotino rizikos laipsnio. Investicijos į rizikos kapitalą pasižymi dideliu pelno potencialu, bet tuo pačių ir didele nuostolių riziką. Patirtis atskleidžia, jog vidutiniškai iš dešimties rizikos kapitalistų finansuojamų verslų, tik vienas atsiperka labai gerai, trys auga iš lėto, trys vos gyvuoja, o kiti trys atneša visiškus nuostolius investuotojams. Ši patirtis rizikos kapitalo investuotojus skatina imtis visko, kas tik įmanoma, jog gaunamas pelnas atitiktų prisiimamą riziką. Dėl to, prieš investuojant į rizikos kapitalą investuotojai intensyviai stebi verslo kūrimosi procesą, siekdami, kuo geriau panaudoti potencialias verslo galimybes.

1.2. Rizikos kapitalas – alternatyva bankiniam finansavimui

Smulkusis ir vidutinis verslas – ekonomikos variklis. Siekiant, jog ekonomika klestėtų, reikia, kad sėkmingai savo veiklą galėtų vystyti verslas. Pagrindė smulkių ir vidutinių įmonių plėtros problema – finansavimo trūkumas. Jaunos, o ypač inovatyvios įmonės, dažniausiai neturi pakankamai, kapitalo, kurį galėtų užstatyti, jog galėtų gauti finansavimą iš banko, dėl to, yra priverstos ieškoti kitų finansavimo alternatyvų.

Mokslininkai Pickernell, Senyard, Jones, Packham ir Ramsey (2013) pateikia dvidešimt tris skirtingus verslo finansavimo šaltinius. Nepaisant didelės skirtingų finansavimų šaltinių įvairovės, verslui, ypač smulkiąjam ir vidutiniam, sunku atitikti reikalavimus siekiant gauti finansavimą. Dažnai žmonės, kurdami verslą patys neturi pakankamai kapitalo, jog galėtų pilnai finansuoti savo veiklą, dėl to tenka ieškoti finansavimo galimybių.

Rizikos kapitalistų pranašumą prieš kitas finansines alternatyvas puikiai atskleidžia vieno žymiausio investuotojų Warren Buffett žodžiai „Aš esu geresnis investuotojas, nes esu verslininkas ir aš esu geresnis verslininkas, nes esu investuotojas“. Rizikos kapitalistas investuoja į verslą ne tik pinigus, bet ir savo, kaip verslininko, išmintį, bei patirtį, kuri leidžia įmonėms pasiekti patikimiau ir greičiau užsibrėžtus tikslus nei finansuojant verslą tradiciniais būdais.

Jaunam verslui gauti bankinę paskolą yra sudėtinga, dėl griežtų sąlygų. Paskolą įmonė turi grąžinti per nustatytą laikotarpį, už ją turi mokėti palūkanas, dažniausiai norint gauti paskolą reikia įkeisti turtą. Taip pat bankas nesiima finansuoti 100 proc. įmonės vykdomo projekto, dėl to, norint gauti paskolą numatytai veiklai vykdyti verslininkai vidutiniškai 10-20 proc. turi finansuoti savomis lėšomis. Imant bankinę paskolą, norimam turtui įsigyti ar veiklai vykdyti, bankui reikia pateikti savo idėją, apskaičiavimus, bei suplanuotos veiklos planą, kad bankas būtų užtikrintas, jog įmonė bus pajėgi grąžinti paskolą (Kariv ir Coleman, 2015).

Skirtingai nei bankai, rizikos kapitalo investuotojai didžiausią dėmesį skiria ne paskolos rizikos vertinimui, bet vertina pačius verslininko sugebėjimus, technologijas bei rinką, kurioje plėtojamas verslas. Rizikos kapitalistai – finansiniai tarpininkai, kurie sujungia skolintojus ir skolininkus, kuriems per brangu bendradarbiauti tiesiogiai, taip šie rinkos dalyviai išvengia kaštų susijusių su administravimu, informacijos paieška, rinkimu ir sisteminiu, moraline rizika ir pan.

Mokslininkai Edwards ir Fischer (1994) pateikia, jog vienas iš svarbiausių veiksnių lemiančių bankų nenorą finansuoti jaunas ir inovatyvias įmones – tai menkas bankų vaidmuo valdant įmonę. Tuo tarpu vaidmuo įmonės valdyje – tai kertinis rizikos kapitalistų akmuo, kuris leidžia sėkmingai finansuojant ir valdant įmonę, pasiekti verslininkų užsibrėžtų tikslų.

Dažniausiai rizikos kapitalu yra finansuojamos įmonės, turinčios augimo potencialą, tačiau neišgalinčioms gauti finansavimo iš tradicinių finansavimo šaltinių. Rizikos kapitalistai – tai

investuotojai, kurie sutinka prisiimti didesnę riziką, siekiant uždirbti didesnę nei vidutinį pelną iš investicijos (Laurinavičius 2012).

2004 m. atlikto tyrimo metu Mason ir Stark atskleidžia į ką didžiausią dėmesį atkreipia bankai ir rizikos kapitalistai investuodami. Autoriai pateikia pagrindines aštuonias sritis, kuriomis labiausiai domisi investuotojai pasirinkdami ar finansuoti atitinkamą verslą (žr. 1 lent.). Kiekvieno kriterijaus svarba pateikiama procentais.

1 lentelė. Finansavimo kriterijų svarba pagal finansavimo šaltinį (sudaryta pagal Mason, Stark, 2004)

Kriterijus	Bankas	Rizikos kapitalo investuotojas
Verslininkas	9	12
Strategija	5,7	11
Veikla	4,3	4,7
Produktas	2,7	6,7
Rinka	12,3	22
Finansai	55,3	21,3
Investuotojų tinkamumas	0	1
Verslo planas	2,7	6,7
Kita	8	14,6

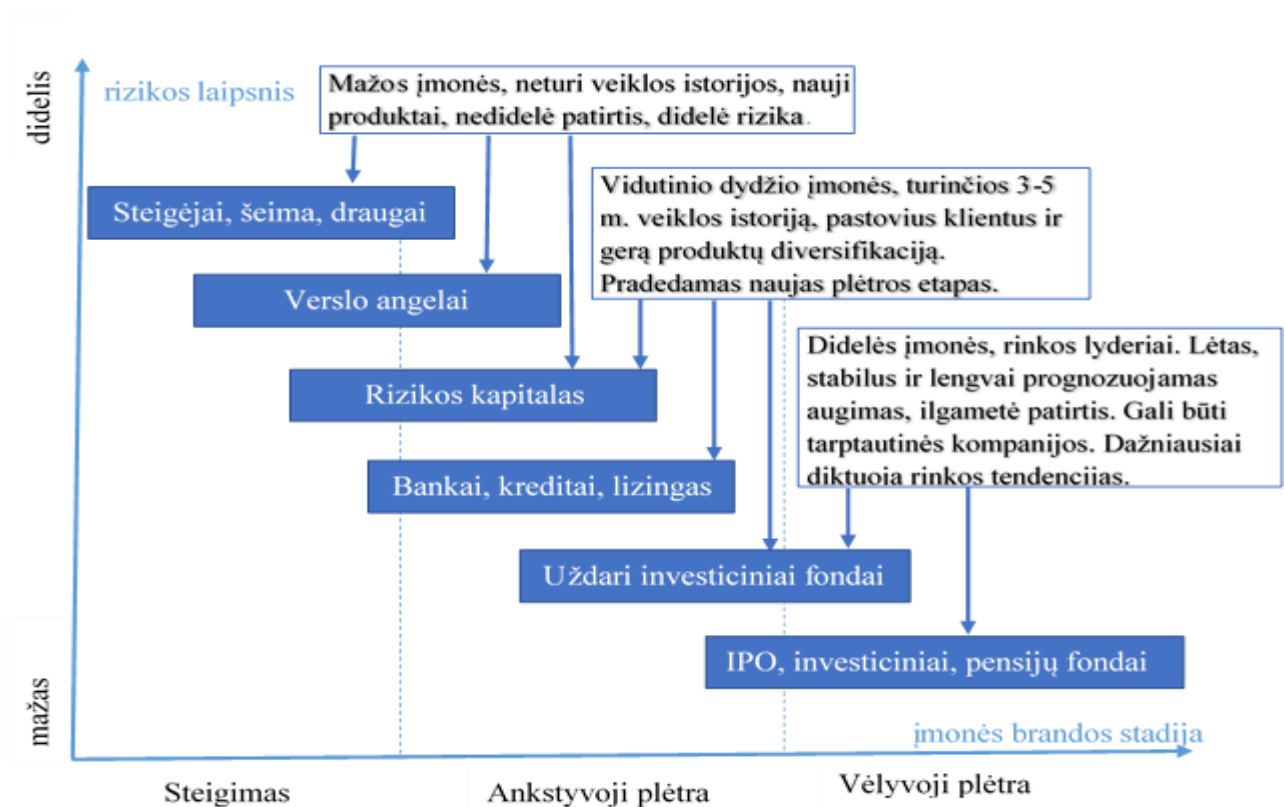
Tyrimo rezultatai parodo, jog bankai, kaip ir teigia daugelis mokslininkų, didžiausią dėmesį skiria finansinei įmonės situacijai, būtent nuo jos priklauso, ar bus suteikta paskola įmonei. Tuo tarpu rizikos kapitalo investuotojams finansinė įmonės situacija yra svarbi, tačiau svarbiausia vertinant investiciją išlieka rinka ir įmonės sugebėjimas joje įsitvirtinti ir augti.

Apibendrinant galima išskirti, jog finansavimas rizikos kapitalu prieš bankinę paskolą yra pranašesnis tuo, jog šia finansavimo alternatyva verslas gauna ne tik finansinę paramą tačiau ir patyrusių investuotojų patirtį ir pagalbą siekiant su efektyvinti įmonės veiklą bei šia finansavimo alternatyva gali pasinaudoti įmonės, kurios neturi sukaupusios pakankamai finansinio turto, kurį galėtų užstatyti siekiant gauti paskolą.

1.3. Rizikos kapitalo investicijos skirtingose įmonės brandos stadijose

Finansavimo funkcija – tai reikalingo pinigų kiekio suteikimas konkrečiu laiku ir priimtinomis sąlygomis. Užtikrinti, jog gaunamų pajamų užteks bet kurio laiko momentu išlaidoms padengti, ganėtinai sudėtinga, nes įsigyjant brangią įrangą arba išparduodant sezonines prekes prireikia daugiau lėšų nei įprastai.

Verslas gali būti finansuojamas skolintu arba nuosavu kapitalu. Yra įvairių verslo finansavimo šaltinių, kurie skiriasi pagal savo pobūdį, bei prieinamumą, priklausomai nuo įmonės brandos stadijos, dydžio ir kitų veiksnių. Finansavimo alternatyvos, priklausomai nuo įmonės gyvavimo stadijos pateikiamos 1 pav.



1 pav. Finansavimo alternatyvos pagal įmonės brandos stadijas (Ūkio bankas)

Christofildas ir Debande (2001) ir Metric ir Yasuda (2010) savo tyrimuose išskiria keturias pagrindines įmonės brandos stadijas, kai yra reikalingas finansavimas: įmonės steigimo, pradžios, ankstyvosios plėtros ir vėlyvosios plėtros stadijos. Žemiau pateikiama išsamesnė informacija apie kiekvieną iš šių įmonės brandos stadijų.

Steigimo etape kapitalas yra reikalingas verslo idėjai plėtoti ir tirti. Steigimo etape yra plėtojami produktai ir (arba) paslaugos, teikiamos paraiškos patentams įsigyti bei vykdoma verslo partnerių paieška. Dažniausiai kapitalas šiame etape yra pritraukiamas iš 3F (Friends (draugai), Family (šeima), Fools (“kvailiai”)). Šeima ir draugai greičiausiai sutiks padėti jei tik galės, tačiau dažnai įmonėms tena ieškoti „kvailių“, kurie patiktų jų verslu ir sutiktų finansuoti verslo steigimą. Pagrindinis dėmesys skiriamas verslo idėjos pagrįstumui ir įmonės pasirengimui pradėti veiklą. Šiame etape rizikos kapitalistai investuoja, kai dar įmonė neegzistuoja arba nėra sukurto produkto prototipo. Investuotojai šiame etape veikia aktyviai, perteikia savo turimas žinias ir praktiką. Jų investavimas pagrįstas tikėjimu, kad naujos idėjos ir inovatyvūs produktai, naudojant tinkamą strategiją, gali atnešti didelę grąžą.

Pradžios etapas. Jei produktas arba paslauga tinkami toliau plėtoti, investavimo procesas pereina į antrąjį etapą, vadinamą pradžios etapu. Verslo planas pristatomas rizikos kapitalo įmonei. Taip pat šiame etape jau suformuota įmonės valdyba, kurioje vietą užima ir rizikos kapitalo įmonės atstovas. Taip jie prižiūri kompanijos galimybes vykdyti savo veiklą. Pradžios etape produktas jau įgauna savo formą – yra sukurtas ir visiškai išbandytas prototipas. Išskirtiniais atvejais jau būna pritraukti pradiniai produkto

pirkėjai. Vadybininkų komanda sukuria produkto gamybos liniją, tačiau savo veiklos įmonė dar nevykdo.

Ankstyvosios plėtros etapo skiriamasis bruožas tas, kad šiame etape įmonė turi bent vieną paklausų produktą. Finansavimas reikalingas produkto apimtims, gamybos pajėgumams didinti, įsiskverbti į naujas rinkas ir pan. Šiame etape labai svarbus įmonės vadybininkų darbas. Jei rizikos kapitalo įmonė pastebi, kad jiems trūksta vadybinių įgūdžių, ji gali pasiūlyti restruktūrizuoti valdybos sudėtį ir pradėti šią stadiją iš naujo. Jei veikla plėtojama itin blogai, rizikos kapitalo įmonė gali nutraukti finansavimą. Šiame etape įmonė dar negeneruoja pinigų srautų.

Ekspansijos (vėlyvosios plėtros) stadija – paskutinė, kai rizikos kapitalo fondas teikia finansavimą. Įmonė yra subrendusi ir veikia pelningai. Finansavimas reikalingas įmonės siekiui, kad jų akcijos būtų kotiruojamos biržoje. Struktūra yra tokia, kad įmonė gali atsipirkti iš viešųjų pirkimų. Vėlyvojo etapo finansavimas taip pat gali apimti pagrindinių akcininkų restruktūrizavimą. Kiekvienas rizikos kapitalo fondas pagal savo investavimo strategiją pasirenka, į kurią įmonės veiklos stadiją investuoti. Kuo ankstyvesnis etapas, tuo prisiimama rizika yra didesnė, tačiau ir laukiamas pelnas didesnis.

Lauris (2013) knygoje „Verslas naujai“ pateikia, jog atsiperka vidutiniškai tik kas dešimta rizikos kapitalistų investicija, tačiau ji atperka tiek, kiek buvo padaryta prastų investicijų ir dar daugiau. Jaunos įmonės yra linkusios pasirinkti rizikos kapitalistus, kaip finansavimo šaltinį, ankstyvoje verslo stadijoje, kuomet verslo įkūrėjai mažiau rizikuoja savomis lėšomis.

Apibendrinant galima teigti, jog rizikos kapitalo investicijomis gali būti finansuojama bet, kuri įmonės stadija, jei įmonės vadovai sugeba tinkamai argumentuoti ir pateikti patrauklų projektą rizikos kapitalo investuotojui. Dažniausiai rizikos kapitalo investicijas pritraukia inovatyvio kompanijos, verslo pradžios etape.

1.4. Rizikos kapitalistų investicijos dydžio vertinimas

Rizikos kapitalistai siekdami nustatyti investicijos dydį susiduria su dideliu neapibrėžtumu, ypač investuodami į startuojančias įmones. Šiame skyriuje pateikta mokslininkų tyrimų ir straipsnių analizė, kuriuose tiriama, pagal ką ir kaip nustato investicijų dydį rizikos kapitalistai investuodami į įmones.

International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (2012) nagrinėja visoje industrijoje vykstančius sandorius ir pasitelkdami rinkos praktiką bei apskaitos standartus, pateikia šešis pagrindinius investicijos dydžio vertinimo būdus:

- Palyginimas su neseniai įvykusiu sandoriu
- Daugiklių metodas
- Diskontuotų pinigų srautų metodas
- Daugiklių metodas
- Grynojo turto vertinimas

- Kotiruojamų investicijų metodas
- Lyginamųjų rodiklių metodas (benchmarking)

Palyginimas su neseniai įvykusių sandoriu. Teigiama, kad šis būdas yra svarbus visoms toje verslo šakoje veikiančioms įmonėms, kadangi pagal panašų sandorį įmonės gali atitinkamai nustatyti savo vertę.

Tai dažniausiai praktikoje pasitaikantis verslo vertinimo metodas, kuriuo vertinamos jaunos, neseniai veiklą pradėjusios vykdyti kompanijos. Tokios įmonės neturi sukaupusios pakankamai finansinės informacijos, jog būtų įmanoma atlikti finansinį verslo įvertinimą.

Daugiklių metodas. Šiam vertinimo metodui atlikti naudojamas kompanijų pajamų daugiklis, esantis toje verslo šakoje, įvertinant analizuojamos įmonės vertę. Šis metodas dažniausiai naudojamas tik veikiančioms kompanijoms, kurios turi sukaupusios finansinę istoriją.

Diskontuoti pinigų srautai. Šiuo metodu apskaičiuojama dabartinė prognozuojamų būsimų pinigų srautų vertė. Tai metodas, kuris yra labai lankstus ir jį galima pritaikyti įmonėms, kurios yra įvairiose brandos stadijose – naujai įsteigtą kompanija, įmonė vykdanči plėtrą ir t.t. Šio metodo vienas iš pagrindinių trūkumų yra vertintojo subjektyvumas nustatant įmonės likutinę vertę ir diskonto normą. Mažas pokytis šiuose rodikliuose daro didelę įtaką įmonės vertės apskaičiavimui. Būtent dėl subjektyvumo, daugelis mokslininkų tvirtina, jog šis modelis dažniausiai naudojamas tik pasitikrinimui.

Grynojo turto vertinimas. Šis metodas vertina įmonės vertę pagal turimą grynąjį turtą, todėl yra dažniausiai naudojamas kompanijoms, kurių tikroji vertė kyla ne iš uždirbamų pajamų, bet iš turimo turto (pvz., holdingai, fondų fondai).

Kotiruojamų investicijų metodas. Šis metodas naudojamas kompanijoms, kurios yra listinguojamos vertybinių popierių biržose ir turi viešas rinkos kainas. Dažnai vertinant verslą šiuo metodu tikroji vertė nustatoma, kaip vidurkis tarp pirkimo ir pardavimo kainų skirtumo.

Lyginamųjų rodiklių metodas (angl. – benchmark). Daugelis industrijos šakų turi palyginamuosius rodiklius, pagal kuriuos galima daryti verslo vertinimus, pvz. to sektoriaus palūkanų sąnaudos, pelnas prieš mokesčius ir panašiai.

Įmonės vadovybė yra vienas iš svarbiausių veiksnių rizikos kapitalo investuotojams nustatant investicijų dydį. Vienas žymiausių Jungtinių Amerikos valstijų rizikos kapitalo investuotojų Arthur Rock teigia, jog jis investuoja ne į idėjas, o į asmenybes. Jis teigia, jeigu randi gerus žmones, kurie klysta apie produktą, jie supras reikalingus pokyčius ir produktą pavers geru. Tai patvirtina Visagie (2011) tyrimas, kuriame apklausus penkiasdešimt vieną rizikos kapitalo fondą paaiškėjo, kad jiems didžiausią įtaką, renkantis potencialias investavimo galimybes, daro būtent įmonės vadovų kompetencija.

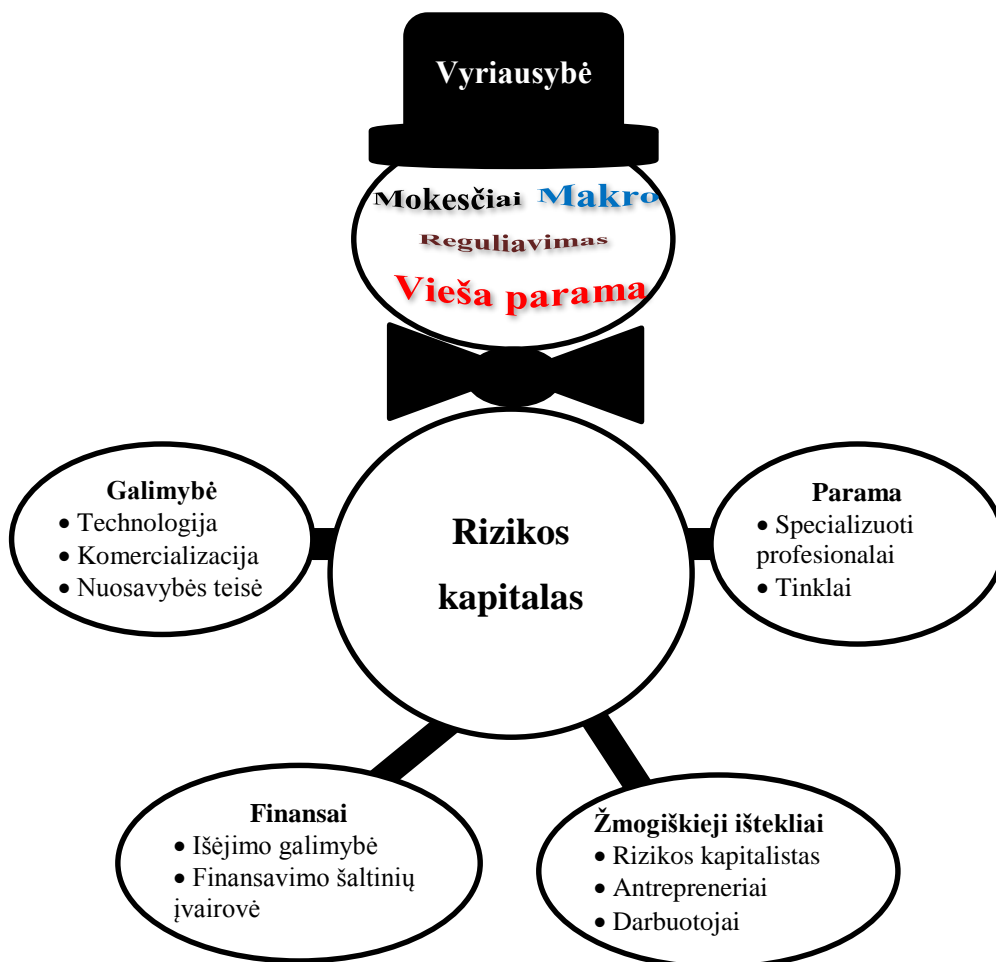
Kai kurie mokslininkai, tarp jų ir Zacharakis ir Shepherd (2001) nurodo, jog ne visuomet faktinės priežastys nulemia rizikos kapitalo investuotojų konkretų investicijos dydį. Mokslininkų tyrimas

atskleidžia, jog dažniausiai rizikos kapitalo investuotojai vertinant investicijos dydį, dėl rinkoje egzistuojančios didelės informacijos asimetrijos, pasikliauna intuicija.

Apibendrinat svarbiausi fundamentalūs veiksniai vertinant rizikos kapitalistų investicijos dydį yra EBIT ir įmonės turimas turtas. Pastebima, jog investicijos dydis priklauso ir nuo įmonės veiklos pajamų. Vien fundamentalių veiksnių rizikos kapitalistams teisingai nustatant investicijos dydį nepakanka, dėl to, bene svarbiausias kokybinis veiksnys išlieka įmonės vadovybė. Nepaisant įvairių metodų, kokybinių ir kiekybinių rodiklių, rinkoje egzistuojant didelei informacijos asimetrijai, rizikos kapitalistai priimdami sprendimą dėl investicijų dydžio linkę pasikliauti savo subjektyvia nuojauta bei intuicija.

1.5. Rizikos kapitalistų investavimo procesas

Rizikos kapitalo investuotojai tik nuosekliai vykdydami investavimo procesą gali pasiekti užsibrėžtų tikslų. Hellmann, Puri (2002) pateikia, jog rizikos kapitalistų ir visos rizikos kapitalo pramonės gyvybingumą sąlygoja penkios institucinės jėgos, kurias autorius atvaizduoja, kaip žmogaus kūno sistemą (žr. 2 pav.).



2 pav. Laimingas rizikos kapitalo investuotojas (Hellmann, Puri, 2002)

Šios penkios sistemos dirbdamos kartu padeda sukurti sėkmingą rizikos kapitalo rinką. Šioje žmogaus kūno sistemoje svarbiausias vaidmuo tenka vyriausybei, kurios funkcija – reguliuoti mokesčių ir paramos politikas. Vyriausybė taip pat yra atsakinga už visų veikiančių institucijų koordinavimą, jog rizikos kapitalo rinka galėtų tinkamai funkcionuoti. Be vyriausybės kontrolės rizikos kapitalo rinka neįsivaizduojama ir be žmogiškojo kapitalo pakankamumo, kuris ypatingai svarbus kuriantis naujiems verslams. Rizikos kapitalo rinkos vystymuisi svarbus ir antreprenierių (asmuo, kuris organizuoja, valdo ir prisiima verslo arba įmonės riziką) skaičius, kuris daugeliu atvejų priklauso nuo tokių veiksnių kaip valstybės antrepreniškoji tradicija, socialinio antreprenierių pripažinimo, įdarbinimo sistemos lankstumo, socialinės apsaugos ir darbo saugos didelėse įmonėse. Žinoma, rizikos kapitalo rinka negalėtų augti, plėstis ir tobulėti be kompetentingų rizikos kapitalo investuotojų (Hellmann, Puri, 2002).

Investavimas į ką tik susikūrusias, naujas įmones yra rizikingas, nes sunku numatyti, nuspėti, kaip naujam verslui seksis įsitvirtinti rinkoje ir ar tinkamai bus išnaudotos rizikos kapitalistų investicijos. Dėl to, rizikos kapitalistai taiko skirtingus mechanizmus siekiant identifikuoti pelningiausias investavimo galimybes ir tuo pačiu skatinti inovacijų plėtrą (Lerner, Moore, Shepherd 2005).

Mokslininkai Kaplan ir Stromberg (2004), kaip ir daugelis kitų rizikos kapitalo tyrėjų, analizuoja, vertina rizikos kapitalo investicijas, kurios yra sėkmingos. Analizuodami rizikos kapitalistų investicijas į tokias įmones nuo jų įkūrimo iki pardavimo (akcijų emisijos). Tuo tarpu jungtinių Amerikos valstijų mokslininkai Puri ir Zarutskie (2012) bene vieni pirmųjų rizikos kapitalo tyrėjų, kurie empiriniame tyrime analizuoja visas rizikos kapitalo investicijas tiek sėkmingas, tiek ne. Taip pat lygina įmonių finansuotą rizikos kapitalu, ir finansuotą kitais būdais gyvavimo ciklą, bei raidą.

Atliktas mokslininkų tyrimas atskleidžia, jog rizikos kapitalu finansuojamas verslas 39,7 proc. yra pasmerktas žlugimui, 33,5 proc. parduotas ir 16,1 proc. išauga į stambias įmones, kurių akcijomis yra prekiaujama viešai. Tuo tarpu lyginant įmones, kurios nebuvo finansuojamos rizikos kapitalistų 78,9 proc. jų žlunga, 1,04 proc. yra įsigyjamoms, ir tik 0,02 proc. įmonių išauga į stambias kompanijas, kuriomis prekiaujama akcijų biržose.

Žinoma, investavimas į naujai besikuriančias įmones yra labai rizikingas, dėl to, rizikos kapitalo investuotojai reikalauja ganėtinai aukštos 20-30 proc. investicinės grąžos. Ši norma yra aukšta, nes ne visos įmonės į kurias investuojama sėkmingai vykdo savo veiklą, dėl to siekiant padengti kitų investicijų nesėkmes ir galutiniame variante uždirbti pelną rizikos kapitalo investuotojai reikalauja tokios aukštos investicinės grąžos (Bhagat, 2014).

Carver (2011) pateikia keletą aspektų, kuriuos turi atitikti kompanija, norėdama pritraukti rizikos kapitalistų investicijas:

1. Likvidi rinka;
2. Įmonė turi būti uždirbusi reikšmingas pajamas praeityje
3. Turi geras perspektyvas užtikrinančias veiklos pelną ateityje.

Jei įmonė atitinka keliamus reikalavimus, rizikos kapitalistas pradeda investavimo procesą. Atlikti tyrimai atskleidžia, jog rizikos kapitalistų investavimo procesas pasižymi cikliškumu. Pirmieji rizikos kapitalo investavimo cikliškumą aprašė mokslininkai Gompers, Kovner, Lerner, Scharfstein (2008). Kaip pateikia autoriai investavimo procesą sudaro šeši žingsniai. Pirmas etapas – rizikos kapitalo fondo įkūrimas ir lėšų pritraukimas. Antrasis žingsnis – investavimas į rizikingą kapitalą, trečiasis – investicijų valdymas (monitoringas), ketvirtasis – portfelio įmonės pridėtinės vertės sukūrimas, penktasis – parenkamas investicijų realizavimo būdas ir paskutinis rizikos kapitalistų investavimo etapas – kapitalo grąžinimas investuotojams (Gompers, Kovner, Lerner, Scharfstein, 2008).

Dobloug (2008) rizikos kapitalistų investavimo procesą skirsto, taip pat į šešis etapus, kaip ir Gompers, Kovner, Lerner ir Scharfstein (2008), tačiau jo pateikiamas investavimo procesas neapima rizikos kapitalo fondo kūrimo ir lėšų pritraukimo. Dobloug (2008) atskleidžia pačio investavimo į rizikos kapitalą etapus (žr. 3 pav).



3 pav. Rizikos kapitalo investuotojų investavimo procesas (sudaryta pagal Dobloug, 2008)

Sandorio pradžios etape rizikos kapitalistas susipažįsta su potenciale investavimo galimybe. Šiame žingsnyje rizikos kapitalo investuotojas surenka informaciją apie įmonę remdamasis išorinių institucijų pateikta informacija, kuri yra persiunčiama rizikos kapitalistui.

Atrankos etape - rizikos kapitalo investuotojai siekia sužinoti kuo daugiau, apie alternatyvias investavimo galimybes skirtingose įmonėse. Dėl to, pagal rizikos kapitalistų nustatytus kriterijus yra atrenkamos potencialios investavimo galybės gilesniam vertinimui. Atrankos etape, kaip pateikia Lerner (2005) investuotojai siekia atsakyti į šiuos klausimus: Ar įmonės konkurencinis pranašumas yra nuolatinis? Ar verslo koncepcija yra unikali, išsiskiria iš kitų? Ar verslas turi potencialą išaugti į pasaulinę rinką? Ar įmonė pasižymi dideliu pelno augimu artimoje ateityje? Po šio etapo yra atmetamos visos potencialios investicijos, kurios neatitiko išsikeltų reikalavimų.

Vertinimo etape – rizikos kapitalistas galutinai, įvertindamas planuojamų pajamų srautus ir rizikas susijusias su investavimo galimybe, apsisprendžia ar investuoti.

Investavimo etape – vyksta derybos tarp rizikos kapitalo investuotojo ir įmonės. Šiame žingsnyje nustatoma sandorio kaina, investuotojui priklausanti akcijų paketo dalis ir susitarimas, įmanomai mažinantis investuotojo riziką.

Vystymo etape – pagrindinis dėmesys skiriamas verslo augimo skatinimui. Rizikos kapitalo investuotojas suteikia pagalbą, pakeičiant pagrindinius valdytojus, vadovus, sukuriant strateginį planavimą, nustato plėtros kryptis.

Tuo tarpu Metrick (2007) rizikos kapitalistų investavimo procesą supaprastina ir pateikia, jog jį sudaro trys pagrindiniai etapai (žr. 4 pav.):



4 pav. Rizikos kapitalisto investavimo procesas pagal Metric (2007) (sudaryta pagal Metric, 2007)

Investavimas – tai procesas, kuris apima potencialių investicijų atrinkimą, kuris dažnai literatūroje vadinamas – nuodugniu peržiūrėjimu. Šiame etape įmonė visapusiškai analizuojama, siekiant atskleisti visas įmanomas įmonės augimo ir plėtros galimybes. Taip pat šiame žingsnyje po derybų dėl galutinių sutarties sąlygų yra pasirašoma investavimo sutartis.

Monitoringas - tai antrasis investavimo procesas, kuriame rizikos kapitalistas dalyvauja įmonės valdyje, turėdamas vietą įmonės valdyboje, kai verbuojami nauji darbuotojai ir reguliariai teikia konsultacijas, siekiant efektyvinti įmonės veiklą. Monitoringas – tai būdas, kuris leidžia padidinti įmonės vertę, kuri lemia įmonės konkurencingumą

Pasitraukimas – šiame etape rizikos kapitalo investuotojas baigia investavimą ir sugrąžina jį investuotojams. Kaip pateikia mokslininkai Panda ir Dash (2016) būtent šis etapas labiausiai gąsdina verslo savininkus. Verslininkui siekiančiame gauti rizikos kapitalo investiciją apie verslo išpirkimą reikia pagalvoti prieš sudarant finansavimo sutartį. Dažniausiai rizikos kapitalo investuotojai ir įmonės savininkai pasirašo sutartis, kuriose numatoma, jog įmonės akcijos išpirkimo atveju gali būti parduodamos tik įmonės savininkui, taip verslininkas apsaugo nuo galimos įmonės kontrolės praradimo.

Rizikos kapitalistai dažniausiai investavimo pirmenybę teikia technologijas kuriančioms įmonėms, kurių konkurencinis pranašumas priklauso nuo intelektinės nuosavybės ir inovacijų. Tačiau, kad rizikos kapitalistas pasiryžtų investuoti į tokias kompanijas jie turi būti garantuoti, jog intelektinis turtas yra užpatentuotas ir apsaugotas, kitu atveju rizikos kapitalisto investavimo procesas pasibaigia ties šiuo etapu (Dobloug, 2008).

Apibendrinant galima teigti, jog investavimas į rizikos kapitalą kiekvienu atveju vyksta cikliškais etapais, kurie būdingi bene visiems sandoriams, tačiau kaip kiekviename etape elgiasi rizikos kapitalistas priklauso nuo jo subjektyvios nuomonės bei nuojautos. Daugelis autorių pateikia pagrindinius šešis etapus, kurie būdingi rizikos kapitalistų investavimo procese.

1.6. Įmonės investiciniam patrauklumui nustatyti naudojami veiksniai

Prieš priimdami sprendimą dėl investavimo rizikos kapitalo investuotojai turi įvertinti investicijos patrauklumą ir nustatyti, ar ji sugeneruos laukiamą grąžą. Tarptautinio apskaitos standartų komiteto valdybos 1989 m. patvirtintuose Tarptautiniuose finansinių ataskaitų rengimo ir pateikimo pagrinduose nurodyta, jog finansinę įmonės būklę apibūdina turtas, įsipareigojimai ir nuosavas kapitalas, o veiklos rezultatus – pajamos ir sąnaudos (Tarptautiniai finansinės atskaitomybės standartai (TFAS) 2007). Absoliutūs ir santykiniai finansiniai rodikliai padeda rizikos kapitalo investuotojams objektyviai įvertinti įmonės finansinę būklę bei veiklos rezultatus.

Girdzijauskas (2005) pateikia, jog finansinių operacijų kiekybinė analizė apima skaičiavimus, susijusius su svarbiausiais finansinėmis charakteristikomis: kapitalu, laiku, įsiskolinimais, infliacijos dydžiu ar rizikos laipsniu. Santykiniai rodikliai parodo objektyvesnę vaizdą ir leidžia patikimiau, įvairiais pjūviais įvertinti tiriamą objektą. Prieš atliekant finansinių įmonės rodiklių analizę yra būtina įsitikinti ar finansinės įmonės atskaitos atspindi realią įmonės situaciją ir jose nėra įsipynusių klaidų. Siekiant įvertinti įmonę pirmiausiai atliekama horizontali finansinių ataskaitų analizė, kuri atskleidžia atskirų straipsnių pokytį analizuojamu laikotarpiu. Siekiant išsiaiškinti pokyčius yra naudojami analizuojamos įmonės buhalterinės apskaitos duomenys.

Mackevičius ir Valkauskas (2010) kaip pačius svarbiausius absoliučius finansinius rodiklius įmonės vertinime pateikia: ilgalaikį trumpalaikį turtą, ilgalaikius trumpalaikius įsipareigojimus, pardavimo pajamas, bendrąjį pelną ir grynąjį pelną. Tikslesniam įmonės finansiniam įvertinimui autoriai siūlo naudoti dešimt jų manymu pagrindinių santykinųjų finansinių rodiklių:

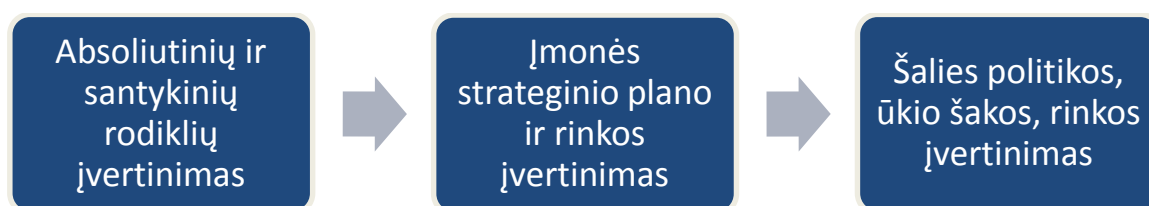
1. Bendrojo trumpalaikio mokumo koeficientas;
2. Greitojo trumpalaikio mokumo koeficientas;
3. Bendrasis skolos koeficientas;
4. Bendrasis pardavimo pelningumas, %;
5. Grynasis pardavimo pelningumas, %;
6. Grynasis turto pelningumas, %;
7. Grynasis nuosavo kapitalo pelningumas, %;
8. Pardavimo savikainos lygis;
9. Atsargų apyvartumas (kartais / dienomis);
10. Apyvartinio kapitalo manevringumo koeficientas.

Išvardinti rodikliai padeda identifikuoti tik esamą situaciją ir investuotojui nesuteikia informacijos apie įmonės ateities perspektyvas, dėl to nepakanka tik finansinės įmonės analizės norint išsiaiškinti ar ši investavimo alternatyva sugeneruos tikėtiną grąžą rizikos kapitalo investuotojui. Be finansinės analizės, būtina įvertinti kokybines ir kiekybines įmonės galimybes:

- Strateginį kompanijos vystymosi planą,

- Verslo koncepciją,
- Aukščiausio lygio vadovų komandos profesionalumo lygi,
- Galimybę išlaikyti konkurencinį pranašumą,
- Gebėjimą generuoti būsimus pinigų srautus.

Prie investicinio projekto patrauklumo prisideda ir valstybės vykdoma politika bei atitinkamos ūkio šakos ir regiono efektyvumas bei patrauklumas investuotojui. Regioninio efektyvumo rodikliai rodo finansinį projekto efektyvumą atitinkamo regiono požiūriu, atsižvelgiant į projekto įgyvendinimo įtaką regiono įmonėms, socialinei ir ekologinei padėčiai, nagrinėjamo regiono biudžeto pajamoms ir išlaidoms (Rutkauskas 2006). Apibendrinanti įmonės investicinio patrauklumo vertinimo proceso schema pateikiama 5 pav.



5 pav. Įmonės investicinio patrauklumo vertinimo procesas (sudaryta pagal Jurevičienė, Martinkutė, 2013)

Prieš investuojant rizikos kapitalo fondams yra labai svarbu atlikti verslo vertinimą. Pagrindiniai verslo vertę lemiantys veiksniai gali būti:

- ūkio šaka, kurioje dirba verslo vienetas;
- taip pat ūkio šakos – produkcijos vartotojai ir pagrindiniai tiekėjai;
- tos šakos lyderiai;
- galimybė gauti tam tikrus būtinus išteklius, naujausias technologijas;
- platus realizacijos tinklas;
- aukštas rentabilumo potencialas.

Prieš priimdami investavimo sprendimą rizikos kapitalo investuotojai atlieka įvairius vertinimus, kurie leidžia išanalizuoti įmonės esamą ir potencialią situaciją, siekiant pasirinkti tinkamiausią alternatyvą, kuri generuotų investuotojo lūkesčius atitinkančią grąžą.

Prielaidos skatinančios rinktis rizikos kapitalistus

1. Mažos ir vidutinės įmonės yra bet kurios valstybės, ne išimtis ir Lietuva, – ekonomikos variklis. Atlikti tyrimai atskleidžia, jog pagrindinė šių įmonių problema ankstyvajame plėtros etape – finansavimo stoka. Jaunos ir perspektyvios įmonės neturi ilgalaikės veiklos rezultatų, taip pat dažnai susiduria su apyvartinių lėšų trūkumu ir neturi pakankamai turto, kad galėtų jį naudoti kaip užstatą bankui, taigi šiuo atveju gali pritraukti kapitalą iš rizikos kapitalistų.

2. Pradedantys verslininkai, kurdami verslą dažniausiai susiduria ne tik su investicinių lėšų stoka bet ir su patirties stoka. Šiuos sunkumus galima išspręsti pasirinkus rizikos kapitalistus. Rizikos

kapitalistai įmonėms suteikia ne tik finansinę pagalbą, bet prisideda prie verslo valdymo, pasidalindami savo patirtimi.

3. Rizikos kapitalistų veikla įmonėms pasirinkusioms šią finansavimo galimybę padeda greičiau, tiksliau ir ekonomiškiau pasiekti užsibrėžtų tikslų, nes rizikos kapitalistas imasi aktyvios veiklos finansuojamose įmonėse, dėl to yra gaunami daug geresni rezultatai, nei įmonėms naudojant kitus finansavimo metodus.

2. TEORINIAI SPRENDIMAI SIEKIANT ĮVERTINTI RIZIKOS KAPITALO INVESTICIJĄ

2.1 Rizikos kapitalistų kriterijai renkantis investavimo alternatyvą

Siekiant pritraukti rizikos kapitalo investuotojus nepakanka turėti vien tik gerus finansinius rezultatus. Skirtingai, nei bankai rizikos kapitalistai didžiausią dėmesį skiria įmonės ne finansinės situacijos analizei, kuria siekia įvertinti ar atitinkama įmonė yra tinkama investicija, kuri ateityje generuotų atitinkamą grąžą už prisiimtą riziką.

Rizikos kapitalo investuotojams svarbi ne tiek įmonės finansinė situacija, kiek ateities perspektyvos, kurias padeda prognozuoti būtent ne finansinė įmonės informacija. Prieš priimdami investicinį sprendimą į tam tikrą verslą, rizikos kapitalistai atlieka nuodugnią įmonės analizę (ang. Due diligence). Skirtingi rizikos kapitalo investicijų tyrėjai savo darbuose išskiria skirtingas verslo vertinimo sritis, tačiau daugelis pateikia aštuonias pagrindines, kurios yra pateiktos 6 pav.



6 pav. Rizikos kapitalistų verslo vertinimo sritys (sudaryta pagal Gladstone, Gladstone, 2003, Harroch, Lipkin, 2014 ir Šimic, 2015)

Finansinė įmonės informacija. Rizikos kapitalo investuotojui nepakanka vien pagrindinių finansinių rodiklių siekiant įvertinti įmonės finansinę situaciją, jį taip pat domina šie su įmonės finansais susiję klausimai:

- Ar įmonė yra audituota, jei taip kaip seniai?
- Ar verslo marža didėja ar mažėja?
- Ar įmonės prognozės ateičiai yra pagrįstos ir įgyvendinamos?
- Kaip įmonei sekasi įgyvendinti suprognuotą biudžetą?
- Kiek reikės apyvartinių lėšų, siekiant toliau plėtoti verslą?
- Ar įmonės apskaita vedama pagal verslo apskaitos reglamentavimą?

- Kaip gerai yra išprognuozuotos verslo prielaidos? (maržos augimas, išlaidos, kainodara, pajamos)
- Ar įmonė yra finansuojama, jei taip kaip?
- Ar įmonė tinkamai rodo mokesčius?
- Kokia įmonės skola? Kokie jos kaštai?

Produktas/Paslauga. Rizikos kapitalistai dažniausiai investuoja į įmones siūlančias inovatyvius produktus ar paslaugas, dėl to svarbu kiekvienu atveju išanalizuoti įmonės produktus ir jų galimybes. Investuotojai prieš suteikdami finansavimą būtinai išsiaiškina viską apie įmonės produktą ar siūlomą paslaugą ir ją įvertinus priims sprendimą.

- Pagrindiniai klientai
- Istorinis ir prognozuojamas produktų/paslaugos pardavimų augimas
- Rinkos dalis
- Greitis pakeičiant technologiją
- Laikas naujų produktų kūrimui ar jų patobulinimui
- Kaštų struktūra ir pelningumas

Klientai. Rizikos kapitalo investuotojai prieš finansuodami verslą stengiasi įvertinti pagrindinius įmonės klientus. Didžiausią dėmesį skiria šiems aspektams susijusiems su įmonės klientais:

- Sąrašas pagrindinių penkiolikos klientų su kuriais įmonė bendradarbiauja paskutiniuosius du metus.
- Sąrašas strateginių santykių (rinkos susitarimai, piniginis įnašas)
- Pajamos pagal klientus (5 proc. ir daugiau gautų visų pajamų)
- Trumpas aprašymas apie visus svarbius santykius su klientais, kurie buvo nutraukti per paskutiniuosius dvejus metus.
- Sąrašas dešimties pagrindinių tiekėjų su kuriais bendradarbiaujama pastaruosius dvejus metus.

Konkurencija. Potencialūs investuotojai siekia surinkti visą informaciją apie konkurencinę įmonės aplinką kiekvienam rinkos segmentui:

- Padėtis rinkoje, stipriosios ir silpnosios įmonės pusės, kaip suvokiama rinkos vieta
- Konkurencingumo strategija (kaina, paskirstymas, paslaugos, technologijos)

Marketingas, pardavimai ir paskirstymas.

- *Strategija ir įgyvendinimas:*
 - ✓ Diskusijos apie vidinius ir tarptautinius paskirstymo kanalus;
 - ✓ Įmonės ir jos produktų pozicionavimas;
 - ✓ Marketingo galimybės ir rizikos;
 - ✓ Marketingo programų aprašymas ir įmonės marketingo, produkto, viešųjų ryšių pavyzdžiai;
- *Pagrindiniai klientai:*
 - ✓ Santykių statusas ir tendencijos;

- ✓ Ateities santykių augimo ir vystymosi prognozavimas;
- ✓ Vamzdinė pardavimų analizė (ang. pipeline analysis);
- Pagrindiniai būdai kuriant naują verslą
- Pardavimų našumo modelis:
- ✓ Atlyginimas;
- ✓ Kvote vidurkis;
- ✓ Pardavimų ciklas;
- ✓ Planas naujiems darbuotojams.
- Sugebėjimas įgyvendinti marketingo strategiją su turimu ir planuojamu biudžetu

Tyrimai ir vystymasis

Organizacijos tyrimų ir vystymosi aprašymas:

- ✓ Strategija;
- ✓ Pagrindinis personalas;
- ✓ Pagrindinės veiklos.

Naujo produkto vystymas:

- ✓ Statusas ir laikas;
- ✓ Plėtros išlaidos;
- ✓ Būtiniausios technologijos reikalingos kuriant produktą;
- ✓ Rizikos.

Valdymas ir personalas

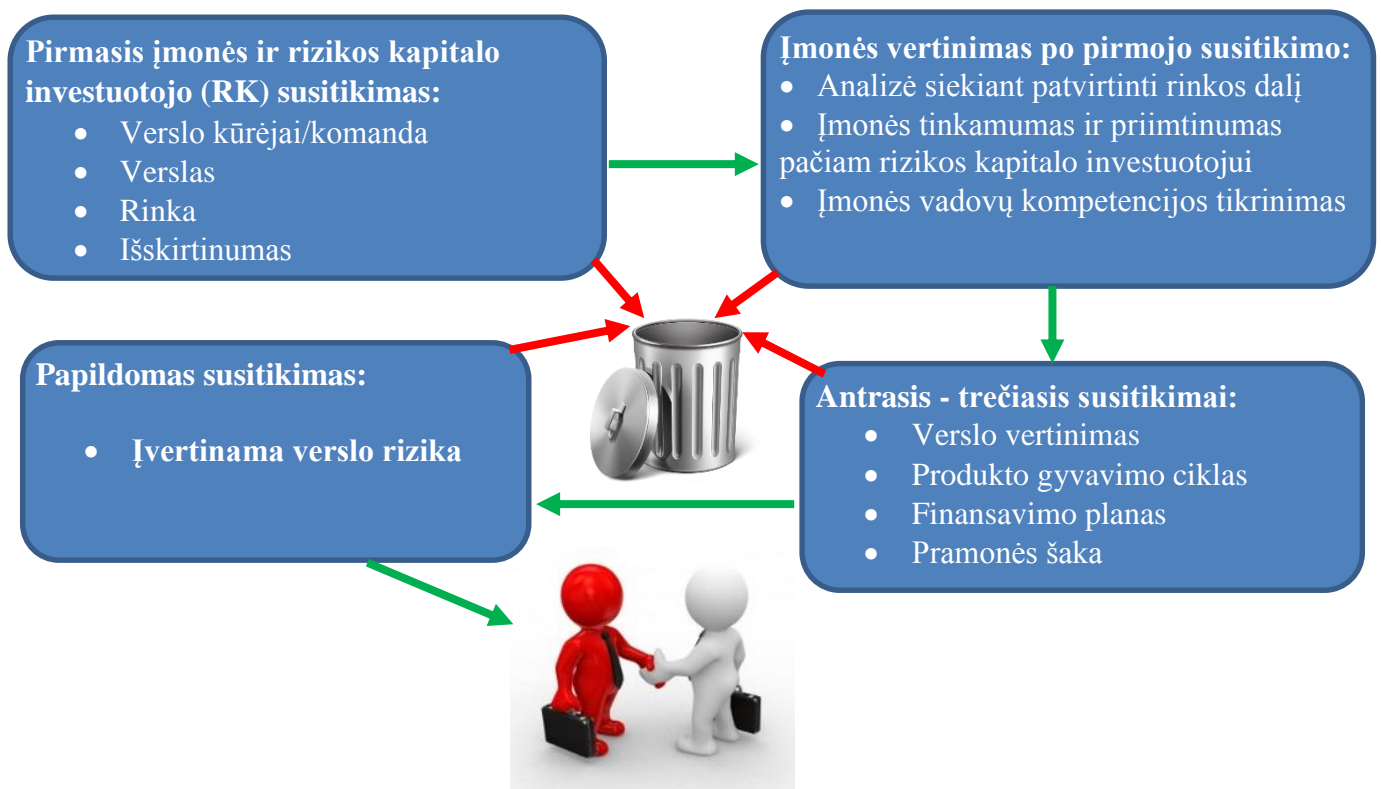
- Organizacinė struktūra
- Istorinis ir planuojamas darbuotojų skaičius pagal funkcijas ir vietą
- Trumpa biografija apie pagrindinius įmonės vadovus, įskaitant darbo istoriją, amžių, išdirbtą laiką dabartinėje pozicijoje.
- Atlyginimų susitarimai:
- ✓ Pagrindinių vadovų darbo sutarčių kopijos;
- ✓ Išmokų planai.
- Darbuotojų skatinimo planas
- Svarbiausios darbuotojų problemos buvusios ir esamos.
- Asmeninė apyvarta:
- ✓ Dviejų metų duomenys;
- ✓ Skatinimo planai.

Teisiniai aspektai

- Iškeltos kompanijai bylos, kurios vis dar nėra išspręstos (detali informacija apie ieškovą, reikalaujamos atlyginti žalos dydis, trumpa istorija, prognozuojama bylos baigtis, įmonės advokatas).

- Įmonės iškeltos bylos, kurios vis dar nėra išspręstos (detali informacija apie atsakovą, reikalaujamos atlyginti žalos dydis, bylos statusas, prognozuojama bylos baigtis, įmonės advokatas)
- Aplinkosaugos ir darbuotojų saugos įmonėje aprašymas:
 - ✓ Saugumo priemonės;
 - ✓ Nauji reglamentai ir jų pasekmės.
- Sąrašas materialinių patentų, autoriinių teisių, licencijų ir prekių ženklų (išduotų ir dar laukiamų).

Išvardintos aštuonios sritys yra pagrindinės, kuriomis remiantis rizikos kapitalo investuotojai vertina įmonę, kaip potencialią investavimo galimybę. Rizikos kapitalo investuotojai prieš investuodami pirmiausiai išsiaiškina pagrindinius nefinansinius įmonės aspektus, nes būtent nuo jų priklauso, kokia sėkminga yra ir gali būti vertinama kompanija. Būtent nuo nefinansinių rezultatų, tokių kaip žmogiškasis kapitalas, programinė įranga, klientų poreikių išsiaiškinimas, tinkamų sprendimų priėmimas jų poreikiams patenkinti ir pan.



7 pav. Rizikos kapitalo investuotojo veiksmai prieš sudarant sandorį (sudaryta pagal Tunguz, 2013)

7 paveiksle pavaizduota etapai, kuriais remiantis rizikos kapitalo investuotojas nusprendžia ar verta finansuoti analizuojamą verslą ar ne. Tomasz Tunguz rizikos kapitalo investuotojas teigia (2013), jog pirmojo susitikimo su įmone, kuri siekia pritraukti rizikos kapitalo investicijas, metu siekia išsiaiškinti viską ką gali apie įmonę. Jį labiausiai domina verslo kūrėjai ir visa komanda: kaip gerai vienas kitą pažįsta? Kaip jie bendrauja? Kokia jų kvalifikacija? Kaip reikėtų su jais dirbti?

Rizikos kapitalo investuotojas pirmo susitikimo metu siekia kuo daugiau išsiaiškinti ir apie verslą: siūloma vertė, pagrindinės veiklos, svarbiausi partneriai, pagrindinis turtas, paskirstymo kanalai, klientų segmentas, kaštų struktūra ir pajamų srautai. Taip pat jį domina rinka, kurioje veiklą žada pradėti/vykdo vertinama kompanija. Ar gali paprastai įvertinti savo įmonės vertę? Ar gali komanda paaiškinti kaip planuoja įeiti į rinką? Ar gerai nusimano apie konkurentus, ar moka juos tinkamai įvertinti?

Rizikos kapitalo investuotojui pirmo susitikimo su įmone metu svarbu išsiaiškinti kuriamo verslo išskirtines savybes, kurios leidžia verslui išsiskirti iš kitų, būti unikaliais ir tuo pačiu metu jų siūlomas produktas ar paslauga būtų paklausi ir reikalinga potencialiam klientui.

Po pirmojo susitikimo rizikos kapitalo investuotojas siekia patikrinti ar pateikta verslininkų informaciją apie kuriamą įmonę yra teisinga, rizikos kapitalistas pasinaudodamas patirtimi ir pažintimis patikrina rinką, kurioje kuriamas verslas, ieško detalesnės informacijos apie verslo kūrėjus, bei pasitaria su kolegomis, dėl šio verslo tinkamumo.

Jei atlikus šiuos du žingsnius rizikos kapitalo investuotojui įmonė vis dar išlieka patraukli organizuojami antrasis ir trečiasis susitikimai, kurių metu rizikos kapitalo investuotojas siekia detalesnės verslo informacijos, siekia gauti ne tik paviršutinišką informaciją, tačiau ir pagrindinius skaičius (kiek yra klientų, kaip dažnai, jie pirktų naudotąsi įmonės siūloma preke/paslauga, koks pelningumas, kokie pagrindiniai tiekėjai, sutartys ir pan.) bei produkto gyvavimo planą. Taip pat rizikos kapitalo investuotojui svarbūs ir įmonės vadovų pasirinkimas dėl verslo finansavimo, kokiais būdais iš kokių šaltinių jie ketina finansuoti verslą, ar jie tinkamai sugeba planuoti pajamas bei išlaidas.

Rizikos kapitalo investicija verslui naudinga ne vien dėl to, jog gali padėti finansiškai, bet ir dėl turimos investuotojų patirties bei ryšių, kurių pagalba rizikos kapitalistai naudojami analizuodami pramonės šaką, kurioje veikia įmonė.

Jei po šių etapų rizikos kapitalo investuotojas pasiūlo susitikti dar kartą, vadinasi jis yra itin suinteresuotas šia investicija ir šio susitikimo metu siekia išsiaiškinti investicijos riziką, ir jei nusprendžia, jog rizikos lygis atitinka tikėtiną verslo grąžą – pasirašoma sutartis ir rizikos kapitalo investuotojas investuoja pinigus bei patirtį į pasirinktą kompaniją.

Darbe siekiant pateikti pačius svarbiausius kriterijus, pagal kuriuos rizikos kapitalo investuotojai priima sprendimą finansuoti verslą, yra pasitelkta keturių skirtingų tyrimų duomenimis. Analizei naudojami Nunes, Felix, Pires (2014), Macmillan., Siegel, Narashimha (1985), Zineckeri, Bolf (2015) ir Mascres, Dubus, Lantz, Ehkirch, Crochet (2005) atlikti tyrimai, kurių metu šie autoriai įvertino svarbiausius kriterijus, lemiančius rizikos kapitalo investuotojų pasirinkimą finansuoti verslą (žr. 1 Priedą).

1 priede pateikiama susisteminta keturių tyrimų analizė. Daugiausiai netgi 46 verslo vertinimo kriterijus pateikia mokslininkai Nunes, Felix, Pires (2014). Po 20 verslo vertinimo kriterijų pateikia Macmillan, Siegel, Narashimha (1985) ir Mascres, Dubus, Lantz, Ehkirch, Crochet (2005). Tuo tarpu

tyrėjai Zineckeri, Bolf (2015) analizuodami Rusijos, rytų ir centrinės Europos rizikos kapitalo investuotojų pagrindinius vertinimo rodiklius atskleidžia 17 svarbiausių rodiklių, kurie daro reikšmingą įtaką investavimo sprendimo priėmimo metu.

Visuose analizuojamuose tyrimuose išskyrus Mascres, Dubus, Lantz, Ehkirch, Crochet (2005), mokslininkai išskiria penkias pagrindines sritis, kuriomis vadovaujantis rizikos kapitalo investuotojai priima galutinį sprendimą. Šias sritis sudaro:

1. Verslininko savybės
2. Verslininko patirtis ir vadybos komanda
3. Rinkos informacija
4. Paslauga/produktas
5. Finansiniai aspektai

Visuose skirtinguose tyrimuose yra analizuojami ir įtraukiami šie trys rodikliai: rinkos augimo tempai, numatoma grąžos norma, lengvas rizikos kapitalo investuotojų pasitraukimas iš verslo. Atsižvelgiant į tai, jog visi mokslininkai įvardina šiuos rodiklius, jie yra įtraukiami siekiant įvertinti šiame darbe analizuojamos įmonės patrauklumą rizikos kapitalo investuotojams.

Taip pat į vertinimo modelį įtraukiami ir šie rodikliai: reagavimas į pokyčius ir rizikos įvertinimas, gebėjimas nuolat ir intensyviai dėti pastangas, sektoriaus išmanymas, įmonės sugebėjimas patekti į rinką, rinkos dydis, kaštų struktūra, investicijų dydis, galimybė gauti papildomą finansavimą. Šie aštuoni išvardinti rodikliai yra vertinami trijuose analizuojamuose tyrimuose, dėl to yra parinkti tolimesniam tyrimui.

Atsižvelgiant į tai, jog mokslininkai Mascres, Dubus, Lantz, Ehkirch, Crochet (2005) neišskiria atskirai vertinimo kriterijų produktui ar paslaugai, kas yra vienas iš pagrindinių aspektų, dėl ko rizikos kapitalo investuotojai susidomi potenciali investicija, tai taip pat į vertinimo metodą yra įtraukiami šie rodikliai susiję su produktu (paslauga): potencialios užsienio rinkos, prekės pripažinimas rinkoje, įmonei priklausantys patentai.

Pagal atliktą mokslinių tyrimų analizę, kuriuose vertinami pagrindiniai kriterijai lemiantys rizikos kapitalo lėšų pritraukimą, sudaroma vertinamų kriterijų lentelė, kuria remiantis darbe yra nustatoma ar analizuojama įmonė yra tinkama rizikos kapitalo investicija. Į kriterijų lentelę įtraukiamos pagrindinės sritys, kurios išskaidoma į penkis išvestinius kriterijus. Analizuojami kriterijai remiantis Nunes, Feliv, Pires (2014) tyrimu išdėliojami pagal svarbumą investuotojui ir atitinkamai jiems priskiriamas svertinis dydis (žr. 2 lentelę).

2 lentelė. Pagrindiniai verslo vertinimo kriterijai ir svertiniai svoriai (sudaryta pagal Nunes, Feliv, Pires, 2014)

		Nunes J.C, Feliv E., Pires C.P (2014) tyrimo įverčiai	Apskaičiuoti svertiniai išvestinių kriterijų svoriai remiantis Nunes J.C, Feliv E., Pires C.P (2014)
		i	j
X₁	Verslininko savybės		20%
X ₁₁	Reagavimas į pokyčius ir rizikos įvertinimas	4,57	22%
X ₁₂	Gebėjimas nuolat ir intensyviai dėti pastangas	4,36	21%
X ₁₃	Sugebėjimas pritraukti RK investuotojus	4,14	20%
X ₁₄	Palankus požiūris į pasiūlymus ir kritiką	4,14	20%
X ₁₅	Dėmesingumas detalėms	3,71	18%
X₂	Verslininko patirtis ir vadybos komanda		20%
X ₂₁	Sektoriaus išmanymas	4,64	23%
X ₂₂	Gebėjimas organizuoti valdymo komandą	4,36	21%
X ₂₃	Valdymo įgūdžiai	4,07	20%
X ₂₄	Profesinė patirtis	4	19%
X ₂₅	Išsilavinimas	3,5	17%
X₃	Rinkos informacija		20%
X ₃₁	Tikslinės rinkos augimo tempai	4,07	23%
X ₃₂	Lengva prieiga prie paskirstymo kanalų ir tiekėjų	4,07	23%
X ₃₃	Įmonės sugebėjimas patekti į rinką	3,57	20%
X ₃₄	Minimali konkurencija pirmais trejais metais	3,36	19%
X ₃₅	Rinkos dydis	2,86	16%
X₄	Produktas/paslauga		20%
X ₄₁	Potencialios užsienio rinkos	4	21%
X ₄₂	Prekės pripažinimas rinkoje	4	21%
X ₄₃	Įmonei priklausantys patentai	3,93	21%
X ₄₄	Produktas sukurtas pagal prototipą	3,5	19%
X ₄₅	Unikalus produktas	3,43	18%
X₅	Finansiniai aspektai		20%
X ₅₁	Numatoma grąžos norma	4,79	24%
X ₅₂	Lengvas išėjimas	4,64	23%
X ₅₃	Kaštų struktūra	3,79	19%
X ₅₄	Investicijų dydis	3,64	18%
X ₅₅	Galimybė gauti papildomą finansavimą	3,5	17%

2 lentelėje esantys įverčiai (4,57 ir t.t.) tai įverčiai paimti iš Nunes, Feliv, Pires (2014) tyrimo, kurio metu buvo apklausiami rizikos kapitalo investuotojai, kurių buvo paprašyta kiekvieną kriterijų įvertinti nuo 1 iki 5, kur vienas reiškia, jog vertinamas kriterijus visiškai nesvarbus, o 5 labai svarbus priimant sprendimą finansuoti verslą. Siekiant įvertinti analizuojamo verslo tinkamumą rizikos kapitalo investicijai išskiriami šie vertinimo etapai:

1. Visi pagrindiniai vertinimo aspektai daro vienodą įtaką rizikos kapitalo investuotojui priimant sprendimą dėl investavimo. Kiekvieno aspekto įtaka 20%.

2. Visi penki pagrindiniai kriterijai turi po penkis išvestinius kriterijus, kurie remiantis Nunes, Feliv, Pires (2014) tyrimu yra skirtingai svarbūs priimant investavimo sprendimą, dėl to atsižvelgiant į šį tyrimą apskaičiuojamas kiekvieno kriterijaus svoris bendrame vertinime (pateikta 2 lentelėje). Kiekvieno išvestinio kriterijaus svartinis svoris (y_{nj}) apskaičiuojamas:

$$y_{nj} = \frac{x_{ni}}{\sum_{i=1}^{t=i} x_{ni}} \times 100\% \quad (1)$$

3. Rizikos kapitalo investuotojas remdamasis pateiktais kriterijais įvertina verslo tinkamumą pritraukti rizikos kapitalo investuotojų lėšas. Įvertindamas kiekvieną išvestinį kriterijų nuo nulio iki trijų.

4. Ekspertui įvertinus įmonę pagal atitinkamus kriterijus. Apskaičiuojamas bendras įmonės įvertinimo balas pagal formulę:

$$\text{Įmonės įvertinimas} = 0,2 \times \sum_{n=1}^{t=n} X_n \quad (2)$$

Pagrindinių kriterijų vertinimas (X_n) apskaičiuojamas:

$$X_n = \sum_{i,j=1}^{t=i,j} x_{ni} \times y_{nj} \quad (3)$$

5. Pagal pateiktus 2 lentelėje verslo vertinimo kriterijus pasitelkus ekspertų žinias yra įvertinamas analizuojamo verslo tinkamumas, rizikos kapitalo finansavimui gauti (žr. 3 darbo dalyje).

2.2 Ekspertinis rizikos kapitalo vertinimas

Siekiant atskleisti ar vertinama įmonė yra patraukli rizikos kapitalo investuotojams nepakanka tik įvertinti įmonę pagal pateiktus vertinimo kriterijus 2 lentelėje. Įvertinus apskaičiuojama įmonės bendra vertė pagal analizuojamus kriterijus, siekiant nubrėžti ribą ir nustatyti, koks turi būti minimalus verslo įvertinimas siekiant pritraukti rizikos kapitalo lėšas yra atliekamas kokybinis tyrimas – ekspertinis vertinimas.

Ekspertinio vertinimo tikslas – atskleisti kokia turi būti minimali įmonės vertė siekiant pritraukti rizikos kapitalo investuotojų lėšas ir įvertinti analizuojamo verslo tinkamumą rizikos kapitalui gauti.

Tyrimo uždaviniai:

1. Pagal pateiktus kriterijus nustatyti kokia turi būti minimali kiekvieno kriterijaus vertė siekiant pritraukti rizikos kapitalo finansavimą.

2. Nustatyti minimalią įmonės vertę, kuri leistų pritraukti rizikos kapitalo investicijas.

3. Atskleisti analizuojamo verslo tinkamumą rizikos kapitalui gauti.

Tyrimo objektas – rizikos kapitalas.

Tyrimo metodas – ekspertinis vertinimas (anketavimas).

Ekspertinio vertinimo esmė — ekspertai logiškai analizuoja problemą, kokybiškai vertindami ir formaliai apdorodami duomenis (Kardelis, 2005). Ekspertinio vertinimo metodas pasirinktas todėl, kad rizikos kapitalo investuotojai bei mokslininkai analizuojantys šią temą geriausiai išmano verslo vertinimo kriterijus, bei jų svarbą siekiant nustatyti verslo tinkamumą rizikos kapitalo investicijai.

Ekspertai yra sukaupę didelį kiekį racionaliai apdorotos informacijos todėl gali būti kokybinės informacijos šaltiniu. Rudzikienė (2003) pateikia, jog ekspertų grupės nuomonė nedaug skiriasi nuo tikrojo problemos sprendimo.

Ekspertinis tyrimas atliktas laikantis socialinių tyrimų etikos reikalavimų (Kardelis, 2005):

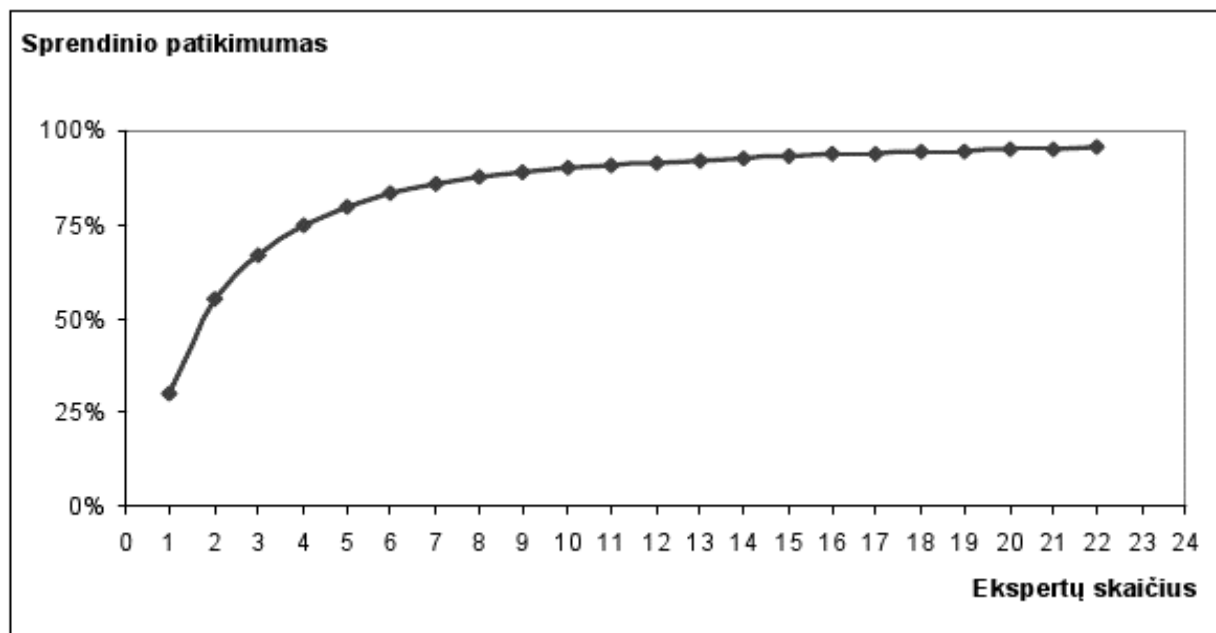
1. Respondentams pateiktos anketos, sutikus dalyvauti apklausoje;
2. Atrinkti respondentai, turi pakankamą kompetenciją reprezentuoti visą imtį.
3. Tyrėjas nedaro įtakos respondentų atsakymams.

Atliekamas ekspertinis vertinimas vykdomas šiais etapais:

1. Tyrimui atrenkami ekspertai, tyime ekspertu laikomas asmuo, kurio veikla yra tiesiogiai susijusi su investavimu į rizikos kapitalą.

2. Sudaroma anketa ekspertams.
3. Sudarytos anketos pateikiamos respondentams.
4. Surenkamos užpildytos ekspertų anketos.
5. Pateikiamas ekspertų kompetencijos įvertinimas.
6. Apibendrinami gauti ekspertinių vertinimų duomenys.

Tyrimo imtis sudaryta vadovaujantis kriterine atranka. Ekspertais parinkti asmenys investuojantys į rizikos kapitalą. Tyime sutiko dalyvauti 16 ekspertų. Kaip pateikia Rudzikienė (2003) siekiant 95 % atsakymų patikimumo, reikia apklausti 15-20 ekspertų (8 pav.).



8 pav. Ekspertų vertinimų standartinio nuokrypio priklausomybė nuo ekspertų skaičiaus (Rudzikienė, 2003)

Ekspertinio vertinimo anketa (2 priedas) yra sudaryta iš įvado, kuriame apibūdinamas tyrimas ir jo tikslas bei iš 2 dalių, kuriose yra pateikiami skirtingi klausimai siekiant pasiekti užsibrėžtą tikslą.

Pirmoje dalyje „Bendra informacija apie ekspertą” pateikti klausimai, kuriais siekiama surinkama informacija apie tyrime dalyvaujantį ekspertą, t. y. apie respondentų išsilavinimas, pareigos, kurias užima bei darbo patirtis.

Antroje dalyje „Rizikos kapitalo vertinimas, pagal pateiktus kriterijus“ pateikti pagrindiniai rizikos kapitalo investuotojų vertinimo kriterijai, kuriuos prašoma įvertinti nuo 1 iki 3, nurodant kokia turėtų būti minimali kiekvieno kriterijaus reikšmė, jog rizikos kapitalo investuotojas susidomėtų įmone ir į ją būtų pasiryžęs investuoti pinigus.

Tyrimo duomenų apdorojimui ir analizei naudojamas statistinės analizės paketas SPSS (angl. Statistical Package for Social Sciences) ir MS Excel programinis paketas. Ekspertinio vertinimo rezultatai pateikiami trečioje darbo dalyje.

2.3 Pagrindiniai finansiniai rodikliai ir jų apskaičiavimo metodikos

Investuotojams įmonių finansinių rodiklių analizė yra viena iš kertinių priemonių dabartinei bendrovių finansinei situacijai vertinti bei galimiems jos pokyčiams ateityje prognozuoti (Įmonių finansinė analizė, 2010). Sparčiai besikeičiančios ekonomikos ir finansų rinkų sąlygos, suformuoja poreikį kūrybiškai taikyti klasikinius finansų analizės rodiklius, ieškoti naujų būdų ir metodų, leidžiančių atskleisti įmonių finansinę būklę bei ją nulemiančius veiksnius. Išskiriamos penkios pagrindinės finansų analizės rodiklių grupės:

➤ **Likvidumo rodikliai** – atskleidžia įmonės finansinę padėtį ir galimybes generuoti pakankamą pinigų kiekį. Siekiant padengti įmonės einamuosius mokėjimus. Likvidumo rodikliai nepriklausomai nuo kompanijos veiklos sferos ar dydžio yra reikalingi visos įmonėms. Pagrindiniai likvidumo rodikliai:

Apyvartinis kapitalas. Tai absoliutus likvidumo rodiklis, kuris atskleidžia kokia suma trumpalaikis turtas viršija trumpalaikius įsipareigojimus. Tarp įmonės likvidumo ir apyvartinio kapitalo egzistuoja tiesioginis ryšys, kuo apyvartinis kapitalas didesnis, tuo įmonė pasižymi aukštesniu likvidumo lygiu. Apyvartinis kapitalas apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Apyvartinis Kapitalas} = \text{Trumpalaikis Turtas} - \text{Trumpalaikiai Įsipareigojimai} \quad (4)$$

Einamojo likvidumo koeficientas. Santykinis rodiklis, kuris atskleidžia įmonės galimybes įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus, panaudojus turimą trumpalaikį turtą. Likvidumas priklauso nuo įmonės sugebėjimo turimą trumpalaikį turtą paversti pinigais ir taip apmokėti skolas ir kitas mokėtinas sumas. Šio rodiklio reikšmė dažniausiai svyruoja tarp 1,2-2. Bendru atveju priimtina, jog šio rodiklio reikšmė turi būti ne mažesnė už vienetą. Einamojo likvidumo koeficientas – vienas populiariausių likvidumo rodiklių naudojamų praktikoje, kuris apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Einamojo Likvidumo koeficientas} = \frac{\text{Trumpalaikis Turtas}}{\text{Trumpalaikiai Įsipareigojimai}} \quad (5)$$

Greitojo likvidumo koeficientas. Šis koeficientas yra greitesnis įmonės likvidumo lygio įvertinimas. Jis parodo įmonės sugebėjimą greitai realizuojamu trumpalaikiu turtu padengti trumpalaikius įsipareigojimus, todėl iš trumpalaikio turto atimamos atsargos kaip mažai likvidus turtas. Greitojo likvidumo koeficientas apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Greitojo Likvidumo koeficientas} = \frac{\text{Trumpalaikis Turtas} - \text{Atsargos}}{\text{Trumpalaikiai Įsipareigojimai}} \quad (6)$$

Kritinio likvidumo rodiklis. Santykinis rodiklis, kuris atskleidžia įmonės sugebėjimą pinigėmis ar joms prilyginamomis lėšomis padengti trumpalaikius įsipareigojimus. Parodo, kaip analizuojamu momentu įmonė galėtų padengti trumpalaikius įsipareigojimus. Kritinio likvidumo rodiklio apskaičiavimas:

$$\text{Kritinis Likvidumo rodiklis} = \frac{\text{Pinigai ir jų ekvivalentai}}{\text{Trumpalaikiai Įsipareigojimai}} \quad (7)$$

➤ **Efektyvumo rodikliai** – vertina bendrovės turto valdymo efektyvumą. Pagrindiniai efektyvumo rodikliai: atsargų apyvartumas, pirkėjų įsiskolinimo apyvartumas, skolų tiekėjams apyvartumas, veiklos ciklas, pinigų ciklas, ilgalaikio turto apyvartumas, turto apyvartumas.

Atsargų apyvartumas – tai rodiklis kuris gali būti skaičiuojamas kartais arba dienomis. Atsargų apyvartumas parodo kiek įmonės atsargos padaro apyvartų per metus (arba kas kiek dienų). Kuo didesnis apyvartumas (mažesnis dienų skaičius), tuo greičiau juda atsargos, yra greitesnis jų realizavimas ir greičiau uždirbami pinigai. Atsargų apyvartumo rodiklis atskleidžia įmonės atsargų realizavimo galimybes. Didesnis atsargų apyvartumas mažina įmonės investicijas į atsargas ir didina atsargų valdymo efektyvumą (Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius). Šis rodiklis apskaičiuojamas:

$$\text{Atsargų Apyvartumas (kartais)} = \frac{\text{Pardavimo Savikaina}}{\text{Vidutinės metinės atsargos}} \quad (8)$$

$$\text{Vidutinės metinės atsargos} = \frac{\text{Atsargos laik.pradžioje} + \text{atsargos laik.pabaigoje}}{2} \quad (9)$$

$$\text{Atsargų Apyvartumas (dienomis)} = \frac{\text{Dienų skaičius metuose (365)}}{\text{Atsargų apyvartumas (kartais)}} \quad (10)$$

Pirkėjų įsiskolinimo apyvartumas. Šis rodiklis atskleidžia, kiek iš pirkėjų gautinos sumos padaro apyvartų per metus (kas kiek dienų atsiskaito) ir apibūdina pirkėjų skolų surinkimo efektyvumą. Kuo šio rodiklio reikšmė didesnė, tuo įmonės veikla efektyvesnė. Didesnė rodiklio reikšmė rodo, jog klientai greičiau atsiskaito su įmone už gautas prekes ar paslaugas (Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius). Rodiklių apskaičiavimas:

$$\text{Pirkėjų Įsiskolinimo Apyvartumas(kartais)} = \frac{\text{Pardavimo Pajamos}}{\text{Pirkėjų Įsiskolinimas}} \quad (11)$$

$$\text{Pirkėjų Įsiskolinimo Apyvartumas(dienomis)} = \frac{\text{Dienų skaičius metuose (365)}}{\text{Pirkėjų Įsisk.Apyvartumas (kartais)}} \quad (12)$$

Skolų tiekėjams apyvartumas. Šis rodiklis parodo, kiek mokėtinos sumos tiekėjams padaro apyvartų per metus (arba kas kiek dienų). Skolų tiekėjams apyvartumas atskleidžia įmonės efektyvumą atsiskaitant su tiekėjais. Mažesnė rodiklio reikšmė parodo, kad įmonė turi sukaupti dideles skolas tiekėjams, tai leidžia daryti prielaidą, kad sutartyse nustatyti ilgesni atsiskaitymo terminai su tiekėjais, kas atskleistų efektyvų tiekėjų valdymą, tačiau žemesnė reikšmė gali būti ir dėl to, jog įmonė vėluoja susimokėti savo tiekėjams. Atidėti atsiskaitymai suteikia įmonei papildomą trumpalaikį finansavimą bei padidina jos likvidumą, tačiau jei atsiskaitymų atidėjimai yra susiję su palūkanų ar delspinigių mokėjimais, tai sukelia papildomas finansines išlaidas ir mažina įmonės pelną (Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius). Siekiant įvertinti ar įmonės skolos tiekėjams yra tvarkomos efektyviai, neužtenka tik apskaičiuoti skolų tiekėjams apyvartumą. Rodiklio skaičiavimas:

$$\text{Skolų tiekėjams apyvartumas (kartais)} = \frac{\text{Pardavimo savikaina}}{\text{Skolos Tiekėjams}} \quad (13)$$

$$\text{Skolų tiekėjams apyvartumas (dienomis)} = \frac{\text{Dienų skaičius metuose (365)}}{\text{Skolų tiekėjams apyvartumas (kartais)}} \quad (14)$$

Veiklos ciklas. Šis rodiklis atskleidžia per kiek dienų vidutiniškai įvyksta įmonės veiklos ciklas. Šio rodiklio apskaičiavimo formulė:

$$\text{Veiklos ciklas} = \text{Atsargų Apyvartumas (d.)} + \text{Pirkėjų įsiskolinimo apyvartumas (d.)} \quad (15)$$

Pinigų apyvartos ciklas. Tai rodiklis, kuris parodo, kaip greitai (per kiek dienų) pinigai keliauja įmonėje, kol vėl pavirsta pinigais. Šis rodiklis atskleidžia kiek dienų vidutiniškai įmonei reikia finansuoti savo apyvartinį kapitalą, kol pinigai sugrįžta atgal į įmonės sąskaitą. Pinigų ciklas apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\begin{aligned} \text{Pinigų Apyvartos Ciklas} &= \text{Atsargų Apyvartumas (d.)} + \\ &+ \text{Pirkėjų Įsiskolinimo Apyvartumas (d.)} - \text{Skolų Tiekėjams Apyvartumas (d.)} \end{aligned} \quad (16)$$

Ilgalaikio turto apyvartumas. Šis rodiklis priklauso nuo pardavimo pajamų ir ilgalaikio turto pokyčių. Kuo didesnė šio koeficiento reikšmė, tuo efektyvesnis ilgalaikio turto valdymas įmonėje. Šis rodiklis apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Ilgalaikio Turto Apyvartumas} = \frac{\text{Pardavimų Pajamos}}{\text{Ilgalaikis Turtas}} \quad (17)$$

Turto apyvartumo rodiklis. Jis atskleidžia, kiek kiekvienam turto litui tenka parduotos produkcijos litų arba kokią apyvartą padarė visas turtas per metus. Kuo aukštesnė rodiklio reikšmė, tuo efektyviau valdomas įmonės turtas. Turto apyvartumas apskaičiuojamas:

$$\text{Turto Apyvartumas} = \frac{\text{Pardavimų Pajamos}}{\text{Turtas}} \quad (18)$$

➤ **Finansinio sverto rodikliai** – leidžia įvertinti įmonės skolų valdymo efektyvumą ir ilgalaikį mokumą. Pagrindiniai skolų rodikliai: įsiskolinimo rodiklis, skolos ir nuosavo kapitalo rodiklis.

Įsiskolinimo rodiklis. Šis rodiklis parodo, kokia įmonės turto dalis yra įsigyta už skolintas lėšas. Jis yra svarbus kreditoriams, kadangi parodo, kiek apsaugotos jų lėšos. Kuo didesnis rodiklis, tuo žemesnis saugumo lygis. Įsiskolinimo rodiklis apskaičiuojamas:

$$\text{Įsiskolinimo koeficientas} = \frac{\text{Įsipareigojimai}}{\text{Turtas}} \quad (19)$$

Skolos ir nuosavo kapitalo rodiklis. Šis rodiklis atskleidžia, kiek trumpalaikių ir ilgalaikių skolų litų tenka vienam nuosavo kapitalo litui. Apskaičiuojant skolas, įvertinami visi su palūkanų mokėjimu susiję įmonės įsipareigojimai. Tai vienas iš pagrindinių finansinio sverto rodiklių. Šis rodiklis apskaičiuojamas:

$$\text{Skolos ir nuosavo kapitalo rodiklis} = \frac{\text{Skola}}{\text{Nuosavas kapitalas}} \quad (20)$$

➤ **Pelningumo rodikliai** – parodo kaip bendrovė valdo veiklos sąnaudas ir koks yra bendrovės pardavimų, turto ir nuosavo kapitalo pelningumas. Pagrindiniai pelningumo rodikliai: bendrasis pelningumas, grynas pelningumas, veiklos pelningumas, investicijų pelningumas, turto pelningumas, nuosavo kapitalo pelningumas.

Bendras pelningumas (bendrojo pelno marža). Šis rodiklis parodo įmonės sugebėjimą uždirbti pelną iš pagrindinės įmonės veiklos, kontroliuoti pardavimo pajamų bei pardavimo savikainos lygį. Kuo didesnė bendrojo pelno suma uždirbama kiekvienam pardavimo pajamų litui, tuo efektyvesnė įmonės veikla. Bendrojo pelningumo lygiui didelę įtaką turi įmonės veiklos pobūdis bei ekonomikos sektorius, kuriame ji veikia. Bendras pelningumas apskaičiuojamas:

$$\text{Bendras pelningumas (BP)} = \frac{\text{Bendras Pelnas}}{\text{Pardavimo Pajamos}} \quad (21)$$

Grynas pelningumas (grynojo pelno marža). Šis rodiklis atskleidžia, kiek procentų (arba litų) grynojo pelno uždirba vienas pardavimo pajamų litas, jis atskleidžia įmonės veiklos efektyvumą. Didesnė rodiklio reikšmė rodo geresnę visų įmonės sąnaudų kontrolę. Grynas pelningumas apskaičiuojamas:

$$\text{Grynas pelningumas (GP)} = \frac{\text{Grynas pelningumas}}{\text{Pardavimo Pajamos}} \quad (22)$$

Veiklos pelningumas. Šis rodiklis atskleidžia, kiek procentų (arba litų) veiklos pelno uždirba vienas pardavimo pajamų litas, jis parodo įmonės tipinės veiklos, neatsižvelgiant į finansinę ir investicinę veiklą, efektyvumą. Rodiklis apskaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Veiklos pelningumas (VP)} = \frac{\text{Tipinės veiklos pelnas}}{\text{Pardavimo Pajamos}} \quad (23)$$

Turto pelningumas (turto grąža). Šis rodiklis parodo, kiek litų grynojo pelno tenka vienam turto litui. Turto pelningumo rodiklis atspindi viso įmonės turto panaudojimo efektyvumą ir vidutiniškai sudaro nuo 5% iki 20%. Turto pelningumo lygis priklauso nuo įmonės veiklos ypatumų, ypač ilgalaikio turto panaudojimo masto bei jo vertės. Šis rodiklis apskaičiuojamas:

$$\text{Turto pelningumas (TP)} = \frac{\text{Grynasis Pelnas}}{\text{Vidutinis turtas}} \quad (24)$$

Nuosavo kapitalo pelningumas (nuosavo kapitalo grąža) parodo, kiek litų grynojo pelno tenka vienam nuosavo kapitalo litui. Šis rodiklis svarbiausias akcininkams, įvertinant jų praeito laikotarpio investicijų į įmonę grąžą.

$$\text{Nuosavo kapitalo pelningumas (NKP)} = \frac{\text{Grynasis Pelnas}}{\text{Nuosavas Kapitalas}} \quad (25)$$

➤ **Rinkos (akcijų) rodikliai** – rodo investuotojų požiūrį į bendrovės akcijas. Pagrindiniai rinkos rodikliai: kapitalizacija, pelnas tenkantis vienai akcijai, dividendas tenkantis vienai akcijai, dividendų išmokėjimo rodiklis, nepaskirstyto pelno rodiklis, dividendinis pelningumas, kainos-pelno akcijai santykis, kainos-akcijos buhalterinės vertės santykis.

Svarbu atkreipti dėmesį, kad remiantis LR Akcinių bendrovių įstatymu, „uždarosios akcinės bendrovės akcijos negali būti platinamos bei jomis prekiaujama viešai, jei įstatymai nenumato kitaip“ (LR Akcinių bendrovių įstatymas 2000 m. liepos 13 d. Nr. VIII-1835), todėl magistriniame darbe rinkos (akcijų) rodikliai nėra analizuojami.

Pagrindiniai finansinės analizės šaltiniai - finansinės atskaitomybės dokumentai:

- balansas;
- pelno (nuostolių) ataskaita;
- pinigų srautų ataskaita;
- nuosavo kapitalo pokyčių ataskaita;
- aiškinamasis raštas.

Siekiant priimti tinkamą investavimo sprendimą būtina atlikti objektyvų įmonės sukauptos informacijos vertinimą. Vienas iš objektyviausių būdų tai padaryti – atlikti įmonės finansinę analizę. Ji padeda atsakyti į klausimą, ar įmonė eina teisingu keliu ir ypač naudinga nustatant įmonės pelningumą

bei ateities perspektyvas, kas itin svarbu ir reikalinga potencialiam investuotojui. Pasinaudojant pagrindiniais rodikliais magistriniame darbe yra atliekama įmonės finansinė analizė, kuri leidžia palyginti įmonės finansinę būklę verslą finansuojant skirtingomis finansavimo alternatyvomis.

2.4 Įmonės vertės nustatymo metodai

Mokslinėje literatūroje pilna įvairių verslo vertinimo metodų, tačiau atsižvelgiant į tai, jog rizikos kapitalistai, kaip taisyklė, renkasi mažas įmones, kurios nėra akcijos biržų dalyvės, atkrenta visi vertinimo metodai susiję su akcijomis, bei skirti tik dideliems verslams. Bene vienas populiariausių ir dažniausiai praktikoje sutinkamų verslo vertinimo metodų yra laisvojo pinigų srauto diskontavimo modelis. Dėl šios priežasties buvo pasirinktas būtent šis vertinimo metodas siekiant palyginti, kaip keičiasi įmonės „X“ vertės prieš ir po skirtingų finansavimo alternatyvų.

Siekiant patikrinti kaip tiksliai pirmuoju metodu yra nustatoma įmonės vertė, buvo pasirinkti dar du vertinimo metodai: ekonominio pelno metodas (EVA) ir pats elementariausias ir lengviausiai pritaikomas praktikoje – balansinės vertės metodas. Atlikus šiuos metodus ir pritaikius trianguliacijos¹ principą pateikiamos atitinkamos išvados.

Laisvojo pinigų srauto diskonto modelis - tai bene vienas populiariausių ir plačiausiai vartojamų verslo vertės vertinimo modelių praktikoje. Remiantis šiuo metodu verslo vertė apskaičiuojama pagal formulę:

$$\text{Įmonės vertė} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n} \quad (26)$$

$FCFF_n$ – įmonės laisvieji pinigų srautai n laikotarpiu;

$WACC$ – vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai;

TV_n – tęstinė įmonės vertė n laikotarpiu.

Siekiant įvertinti verslą laisvųjų pinigų srauto diskonto modeliu, pirmiausiai reikia apskaičiuoti diskonto normą, kuri naudojant šį modelį prilyginama vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams ($WACC$). Šie kaštai apskaičiuojami atsižvelgiant į įmonės finansavimo struktūrą, bei kapitalo kainą. $WACC$ apskaičiavimas:

$$WACC = (k_e * w_e) + (k_d * w_d) \quad (27)$$

k_e – nuosavo kapitalo kaina;

w_e – nuosavo kapitalo dalis visame kapitale;

k_d – skolinto kapitalo kaina;

¹ Trianguliacija – tai skirtingas kelių metodų ar metodologijų taikymas tam pačiam reiškiniui ar procesui tirti.

w_d – skolinto kapitalo dalis visame kapitale.

Teoriškai, nuosavo kapitalo kaštai turi būti lygūs investuotojų laukiamai grąžai (iš investicijų į tos įmonės akcijas). Tačiau paprastai laukiama grąža yra labai subjektyvus rodiklis, o kapitalo kaštai naudojami vertinimo modeliuose, dėl to šis dydis turi būti paskaičiuotas kiek įmanoma objektyviau. Tam naudojamas CAPM metodas, kuris dažnai būna pagrindinė WACC (svertinių kapitalo kaštų) sudedamoji dalis. Remiantis šiuo modeliu, nuosavo kapitalo kaina nustatoma trimis žingsniais:

1. Nustatoma nerizikinga pelno norma.
2. Įvertinamas beta (β) koeficientas.
3. Įvertinama papildoma rizikos priemoka.

Bendroji nuosavo kapitalo kainos formulė yra:

$$k_e = r_f + \beta * r_m \quad (28)$$

k_e – nuosavo kapitalo kaina;

r_f – nerizikinga pelno norma;

β – beta koeficientas;

r_m – papildoma rizikos priemoka.

Skolinto kapitalo kaina apskaičiuojama įvertinant vidutinius įmonės skolinimosi kaštus – vidutinę paskolų palūkanų normą, bei „mokesčių skydo“ (angl. tax shield) poveikį. Bendroji formulė:

$$k_d = (1 - T) * i \quad (29)$$

k_d – skolinto kapitalo kaina;

i – paskolų palūkanų norma;

T – pelno mokesčio norma;

Įmonės tęstinę vertę apskaičiuojama darant prielaidą, jog po paskutinių prognozavimo laikotarpio įmonės pinigų srautai nesikeis. Bendroji tęstinės vertės formulė:

$$TV = \frac{FCFF_n}{(WACC - g)} * \frac{1}{(1 + WACC)^n} \quad (30)$$

TV_n – tęstinė įmonės vertė n laikotarpiu;

$FCFF_n$ – įmonės laisvieji pinigų srautai pirmaisiais metais po prognozavimo laikotarpio;

WACC – vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai;

g – vidutinis piniginių srautų augimo tempas.

Tradiciniai smulkaus ir vidutinio verslo vertinimo metodai, žiūrint tik į apyvartą ar pelną, neparodo tikrosios įmonės kuriamos pridėtinės vertės, dėl to siekiant tai apeiti vienas tinkamiausių metodų įvertinti smulkaus verslo vertę – ekonominio pelno metodas (EVA). Smulkaus ir vidutinio dydžio įmonėse naudojami tradiciniai veiklos rodikliai, tokie kaip pardavimų dydis bei pelningumas, neatskleidžia tikrųjų įmonės veiklos rezultatų, todėl įmonėje gali būti priimami klaidingi veiklos strateginiai sprendimai. EVA pagrindas yra įprastinės finansinės atskaitomybės straipsniai (skolintas kapitalas,

nuosavas kapitalas ir veikos pelnas), bet ji skiriasi nuo tradicinių matų tuo, kad šiam rodikliui apskaičiuoti naudojama kapitalo kaina. Ekonominio pelno metodas apskaičiuojamas pagal formulę:

$$EVA = NOPAT - (C * WACC) \quad (31)$$

NOPAT – grynasis veiklos pelnas po mokesčių;

C – įmonės kapitalas;

WACC – kapitalo kaštai.

Įmonės vertė naudojant EVA apskaičiuojama:

$$\text{Įmonės vertė} = C + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_n}{(1+WACC)^n} \quad (32)$$

EVA – ekonominis pelnas;

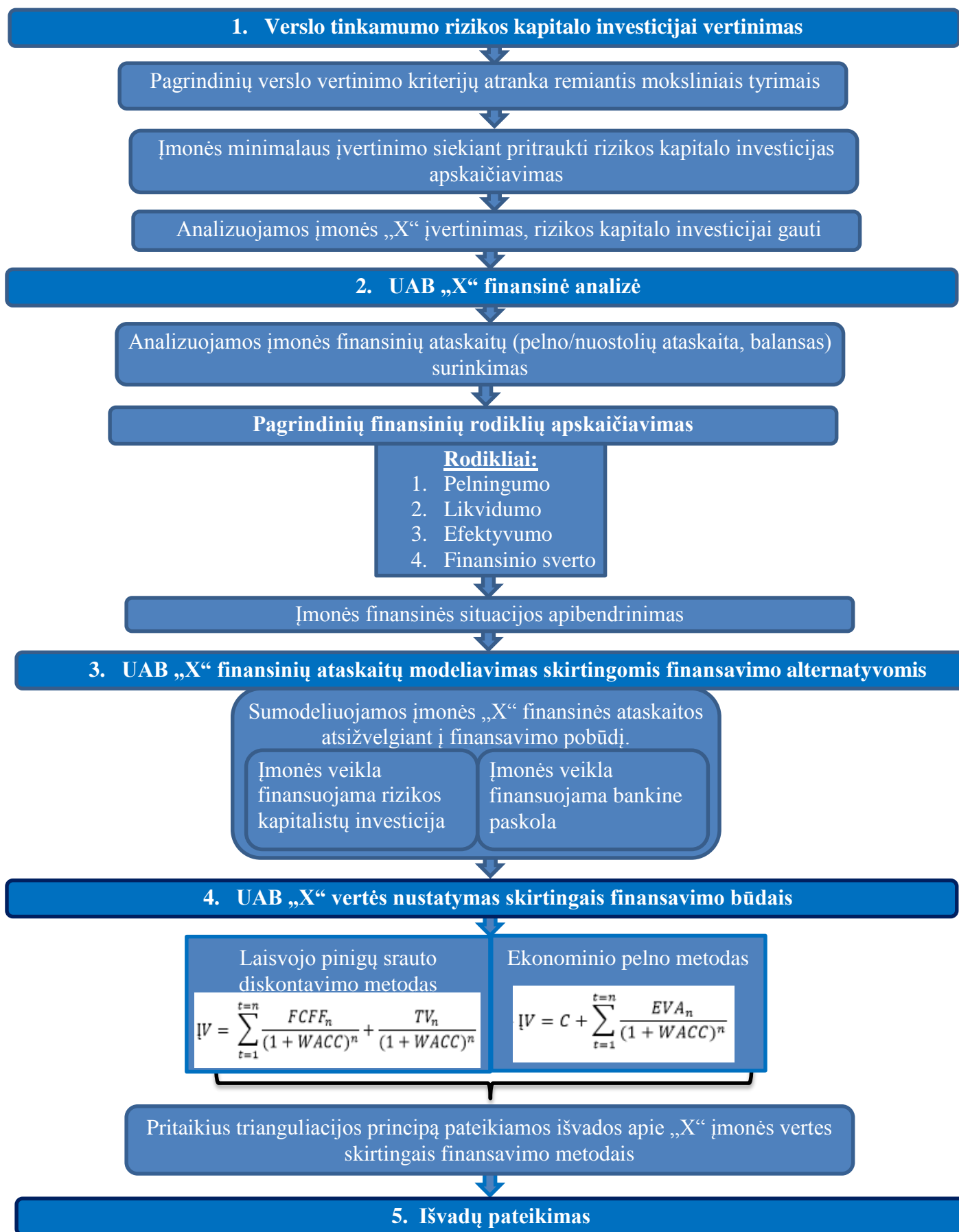
C – įmonės investuotas kapitalas (turimas turtas);

t – vertinamas laikotarpis;

WACC – kapitalo kaštai.

Analizuojamos įmonės „X“ vertė remiantis pateiktais diskontuoto pinigų srauto ir ekonominio pelno (EVA) metodais apskaičiuojama trečioje darbo dalyje.

2.5 Metodologija vertinant rizikos kapitalo investiciją



9 pav. Rizikos kapitalo investicijos vertinimo metodologinė schema

9 pav. pateikiama rizikos kapitalo investicijos vertinimo metodologinė schema. Siekiant nustatyti rizikos kapitalu finansuojamo verslo pranašumus ir įvertinti įmonės vertę, pirmiausiai reikia nustatyti ar vertinama įmonė atitinka rizikos kapitalo investuotojų lūkesčius siekiant gauti šią finansavimo alternatyvą. Remiantis atliktais moksliniais tyrimais, kuriuose analizuojami pagrindiniai vertinimo kriterijai siekiant atitikti rizikos kapitalo investuotojų keliamus reikalavimus bei ekspertiniu vertinimu sudaroma įmonės minimalios vertės apskaičiavimo metodika, kuria remiantis darbe yra nustatoma kokia turi būti minimali įmonės vertė siekiant pritraukti rizikos kapitalo investicijas.

Nustačius minimalią vertę, giluminio interviu metu ekspertas įvertina analizuojamą įmonę pagal pateiktus kriterijus. Pagal sumodeliuotą formulę įmonės įvertinimui apskaičiuoti, įvertinama analizuojama įmonė, jei įmonė atitinka nustatytą minimalią ribą, tuomet laikoma, jog įmonė yra tinkama rizikos kapitalo investicija ir atliekamos toliau nurodytos procedūros.

Remiantis pagrindinėmis finansinėmis ataskaitomis įvertinama įmonės „X“ finansinė situacija remiantis pelningumo, likvidumo, efektyvumo ir finansinio svėro rodikliais. Šių rodiklių apskaičiavimo metodikos pateiktos 2.3 darbo dalyje.

Atlikus įmonės finansinių rodiklių analizę prognozuojamos trijų metų įmonės „X“ finansinės ataskaitos skirtingomis finansavimo alternatyvomis. Ataskaitos prognozuojamos remiantis šalies ekonominėmis prognozėmis, įmonės istoriniais duomenimis, verslo planais. Prognozuojant ataskaitas verslą finansuojant rizikos kapitalo investicija pasitelkiamos eksperto įžvalgos.

Pagal suprognuozuotas finansines įmonės ataskaitas apskaičiuojamos analizuojamos įmonės „X“ vertės, finansuojant skirtingais finansavimo šaltiniais. Įmonės vertės apskaičiuojamos remiantis dviem skirtingais įmonės vertės metodais – diskontuotų pinigų srautų ir ekonominio pelno (EVA). Metodu apskaičiavimo metodikos pateiktos 2.4 darbo dalyje. Apskaičiavus įmonės vertes skirtingais metodais ir pritaikius trianguliacijos metodą pateikiamos išvados apie gautus rezultatus.

3. UAB „X“ VERTĖS POKYČIAI FINANSUOJANT SKIRTINGAIS FINANSAVIMO ŠALTINIAIS

3.1 UAB „X“ įmonės charakteristika

Įmonė „X“ užsiima didmenine informacinių technologijų produktų prekyba. Analizuojama įmonė yra labai jauna, savo veiklą vykdo vos dvejus metus. Pagrindė įmonė bendradarbiauja tik su užsienio valstybių įmonėmis, dėl to beveik visą savo produkciją (apie 98%) eksportuoja (išveža į užsienio šalis – Rusiją, kaimynines šalis, Skandinavijos valstybes bei kitas Vidurio Europos šalis). Įmonėje šiuo metu dirba 13 darbuotojų. Kaip ir įprasta Lietuvos smulkaus verslo struktūrai įmonės savininkas yra įmonės vadovas. Įmonėje dirba ilgametę patirtį turinti buhalterė. Taip pat įmonėje dirba kvalifikuoti informatikai, kurie yra atsakingi už visų sistemų sėkmingą veiklą. Be šių darbuotojų įmonėje dirba administratorė bei sandėlio darbuotojai.

Analizuojamą įmonę pagal įmonės brandos stadijas galima priskirti ankstyvosios plėtros stadijai, įmonė veikia jau dvejus metus, turi pastovius klientus bei tiekėjus. Įmonė pasižymi sparčiais augimo tempais, per pirmuosius dvejus įmonės veiklos metus pardavimų apimtys išaugo dvigubai. Siekiant efektyvinti veiklą įmonė ketina įsidiegti kompiuterines programas bei licencijas, naujo produkto kūrimui. Įmonė šiuo metu neturi pakankamai lėšų siekiant įgyvendinti šiuos sumanymus, dėl to ieško finansavimo šaltinių. Įmonė svarsto tarp dviejų visiškai skirtingų finansavimo alternatyvų pasirinkimo: bankinė paskola ir rizikos kapitalo investicijos. Siekiant gauti tiek bankinę paskolą tiek pritraukti rizikos kapitalo investuotojus įmonė turi atitikti tam tikrus finansinius ir nefinansinius kriterijus.

3.2 UAB „X“ vertinimas siekiant pritraukti rizikos kapitalo investiciją

Siekiant įvertinti ar analizuojamas „X“ verslas yra tinkamas pritraukti rizikos kapitalo investuotojus, pirmiausiai atliekamas ekspertinis vertinimas, kurio metu pagal pateiktus pagrindinius finansinius rodiklius, gautus mokslinių tyrimų analizės metu (žr. 2.1 darbo dalį), siekiama įvertinti, koks turi būti minimalus verslo įvertinimas, jog rizikos kapitalo investuotojas priimtų sprendimą finansuoti verslą.

Šiame ekspertiniame vertiniame dalyvavo 16 ekspertų iš įvairių rizikos kapitalo fondų. Visi apklausoje dalyvavę ekspertai verslo vertinimu užsiima daugiau nei 5 metus, taigi yra kvalifikuoti ir tinkami, korektiškai įvertinti, kokia turėtų būti minimali verslo vertė siekiant pritraukti rizikos kapitalo investuotojus. Pagal pateiktos anketos (žr. 2 priedas) vertinimo schemą, ekspertai nuo 1 iki 3 įvertino kokia minimali turi būti kiekvieno kriterijaus reikšmė, siekiant pritraukti rizikos kapitalo investicijas.

Mokslinėje literatūroje, apstu verslo vertinimo sistemų, tačiau visuose juose pabrėžiama, jog vienas iš pagrindinių faktorių lemiančių rizikos kapitalo investuotojų pasirinkimą yra ne kas kita, kaip jų pačių subjektyvi nuomonė ir intuicija. Tai puikiai atsiskleidžia ir atliktas ekspertinis vertinimas.

Priklausomai nuo kiekvieno rizikos kapitalo investuotojo nuomonės bei intuicijos įvertinama kiekvieno kriterijaus reikšmė. Dėl to siekiant pateikti bendrą modelį, apskaičiuojamas gautų rezultatų vidurkis (žr. 6 priedą). Apskaičiuotus vidurkius, remiantis antroje darbo dalyje esančiomis 1-3 formulėmis apskaičiuojamas minimalus įmonės įvertinimas siekiant pritraukti rizikos kapitalo investicijas (žr. 3 lentelę).

3 lentelė. Minimalaus įmonės įvertinimo apskaičiavimas

	Vidurkis	Svoris	Vidurkis*svoris	Įmonės minimalus įvertinimas
Verslininko savybės		20%	0,48	2,17
Reagavimas į pokyčius ir rizikos įvertinimas	2,50	22%	0,5	
Gebėjimas nuolat ir intensyviai dėti pastangas	2,50	21%	0,5	
Sugebėjimas pritraukti RK investuotojus	2,31	20%	0,5	
Palankus požiūris į pasiūlymus ir kritiką	2,25	20%	0,4	
Dėmesingumas detalėms	2,38	18%	0,4	
Verslininko patirtis ir vadybos komanda		20%	0,47	
Sektoriaus išmanymas	2,88	23%	0,6	
Gebėjimas organizuoti valdymo komandą	2,44	21%	0,5	
Valdymo įgūdžiai	2,25	20%	0,4	
Profesinė patirtis	2,25	19%	0,4	
Išsilavinimas	1,81	17%	0,3	
Rinkos informacija		20%	0,39	
Tikslinės rinkos augimo tempai	2,19	23%	0,5	
Lengva prieiga prie paskirstymo kanalų ir tiekėjų	1,56	23%	0,4	
Įmonės sugebėjimas patekti į rinką	2,19	20%	0,4	
Minimali konkurencija pirmais trejais metais	1,38	19%	0,3	
Rinkos dydis	2,44	16%	0,4	
Produktas/paslauga		20%	0,44	
Potencialios užsienio rinkos	2,56	21%	0,5	
Prekės pripažinimas rinkoje	2,13	21%	0,5	
Įmonei priklausantys patentai	2,19	21%	0,5	
Produktas sukurtas pagal prototipą	1,56	19%	0,3	
Unikalus produktas	2,50	18%	0,5	
Finansiniai aspektai		20%	0,40	
Numatoma gražos norma	2,13	24%	0,5	
Lengvas išėjimas	2,13	23%	0,5	
Kaštų struktūra	1,88	19%	0,3	
Investicijų dydis	1,56	18%	0,3	
Galimybė gauti papildomą finansavimą	2,13	17%	0,4	

3 lentelėje remiantis ekspertiniu vertinimu ir antroje darbo dalyje atliktu mokslinių tyrimų analizės pagrindu, pritaikius teorinėje dalyje įvertintas prielaidas apskaičiuojama minimali įmonės vertės riba, ties kuria rizikos kapitalo investuotojas sutinka finansuoti verslą. Šio tyrimo metu gautas rezultatas 2,17

atskleidžia, jog įmonę vertinant lentelėje nurodytais kriterijais, pagal pasirinktą apskaičiavimo metodiką įmonės įvertinimas turėtų būti ne mažesnis nei 2,17 balo.

Nustačius minimalią įmonės įvertinimo ribą (2,17), pagal pateiktus kriterijus siekiama išsiaiškinti ar analizuojama įmonė „X“ yra tinkama verslo finansavimo alternatyvai. Giluminio interviu metu ekspertas supažindinamas su įmone, pateikiamos finansinės įmonės ataskaitos, plačiau papasakojama apie įmonės veiklą, siekius, tikslus bei apie naują produktą į kurį įmonė planuoja investuoti ir šiuo metu ieško finansavimo šaltinio. Pateikus detalę informaciją apie įmonę ekspertas įvertina įmonę remiantis ekspertinio vertinimo anketoje pateiktais kriterijais (žr. 2 priedą). Eksperto įmonės „X“ įvertinimas pateikiamas 7 priede. Taip pat pagal pateiktą įmonės įvertinimo apskaičiavimo metodiką, nustatomas įmonės įvertinimas. Iš analizuojamos įmonės „X“ įvertinimo pastebima, jog įmonės įvertinimas yra 2,32 balo, pagal apskaičiuotą minimalią įmonės ribą 2,17 galima daryti išvadą, jog analizuojama įmonė atitinka rizikos kapitalo investuotojų kriterijus siekiant pritraukti jų finansavimą.

3.3 UAB „X“ finansinės situacijos įvertinimas

Siekiant įvertinti analizuojamos įmonės finansinę situaciją apskaičiuojami pagrindiniai finansiniai rodikliai: pelningumo, likvidumo, efektyvumo ir finansinio sverto. Pelningumo rodikliai leidžia įvertinti ar įmonės veikla pelninga. O tai galima tapatinti su veiklos sėkme. Juk daugelis sutinka ir pritaria tam, kad pagrindinis verslo įmonės veiklos tikslas yra pelnas. Nustatyti, kaip įmonė įgyvendina šį tikslą padeda pelningumo rodikliai. Jie parodo kiek pelninga įmonė buvo, yra dabar, bei kokios galimos tolimesnės tendencijos šioje plotmėje. Šioje darbo dalyje analizuojami dvejų metų įmonės pelningumo rodikliai ir jų pokytis.

4 lentelė. UAB „X“ pelningumo rodikliai 2013-2014m.

Rodiklis	Formulė	UAB „X“	
		2013	2014
Pelningumo rodikliai			
Turto pelningumas, proc.	Grynasis pelnas/Turtas*100	19,51%	20,36%
Nuosavo kapitalo pelningumas, proc.	Grynasis pelnas/Nuosavas kapitalas*100	88,29%	64,70%
Bendrasis pardavimų pelningumas, proc.	Bendrasis pelnas/Pardavimai*100	13,13%	12,85%
Veiklos pelningumas, proc.	Tipinės veiklos pelnas/pardavimo pajamos*100	4,98%	4,72%
Grynasis pardavimų pelningumas, proc.	Grynasis pelnas/Pardavimai*100	3,55%	3,76%

4 lentelėje pateikti pagrindiniai analizuojamos įmonės pelningumo rodikliai atskleidžia, jog turto pelningumo ir grynojo pelningumo rodikliai padidėjo, tačiau nors pardavimų pajamos ir išaugo dvigubai įmonė nesugebėjo tinkamai sukontroliuoti savikainos, dėl to bendrasis ir tipinės veiklos pelningumo rodikliai 2014 metais yra mažesni nei 2013m. Tuo tarpu nuosavo kapitalo pelningumo sumažėjimui didžiausią įtaką darė išaugęs nuosavas kapitalas, kurio augimą lėmė ataskaitinių metų nepaskirstytas

pelnas. Apžvelgiant bendrą analizuojamos įmonės pelningumo rodiklių statistiką galima teigti, jog didelių pokyčių analizuojamu laikotarpiu pelningumo rodiklių dinamikoje nepastebima. Pelningumo rodikliai 2013-2014 m. išlieka stabilūs.

Apyvartumo rodiklių grupės tikslas - parodyti įvairias įmonės veiklos puses ir jas įvertinti. Tolimesnėje UAB „X“ analizei apskaičiuoti veiklos efektyvumo rodikliai yra pateikti 5 lentelėje 2013 – 2014 metų laikotarpiu.

5 lentelė. UAB „X“ veiklos efektyvumo rodikliai 2013-2014 m.

Rodiklis	Formulė	UAB „X“	
		2013	2014
Apyvartumo rodikliai			
Viso turto apyvartumas, kartais	Pardavimai/Visas turtas	5,50	5,41
Ilgalaikio turto apyvartumas, kartais	Pardavimai/Ilgalaikis turtas	162,32	96,90
Trumpalaikio turto apyvartumas, kartais	Pardavimai/Vidutinė metinė trumpalaikio turto vertė	5,69	5,73
Atsargų apyvartumas, kartais	Pardavimų savikaina/Vidutinės metinės atsargos	7,04	6,07
Atsargų apyvartumas, dienomis	365d./Atsargų apyvartumas kartais	52	60
Pirkėjų skolų apyvartumas, kartais	Pardavimai/Debitorinis įsiskolinimas	47	45
Pirkėjų skolų apyvartumas, dienomis	(Debitorinis įsiskolinimas*365d./Pardavimai)	5	8
Įsiskolinimų tiekėjams apyvartumas, kartais	Pardavimų sąnaudos/Kreditorinis įsiskolinimas(mokėtinos sumos)	14,18	16,95
Įsiskolinimų tiekėjams apyvartumas, dienomis	(Kreditorinis įsiskolinimas*365d.)/Pardavimų sąnaudos	26	22
Kapitalo apytakos ciklas	Atsargų apyvartumas, dienomis +Debitorinių įsiskolinimų apyvartumas, dienomis-Kreditorinių įsiskolinimų apyvartumas, dienomis	31	47
Parduodamų prekių savikaina vienam pardavimų litui	Parduotų prekių savikaina/Pardavimai	0,869	0,871

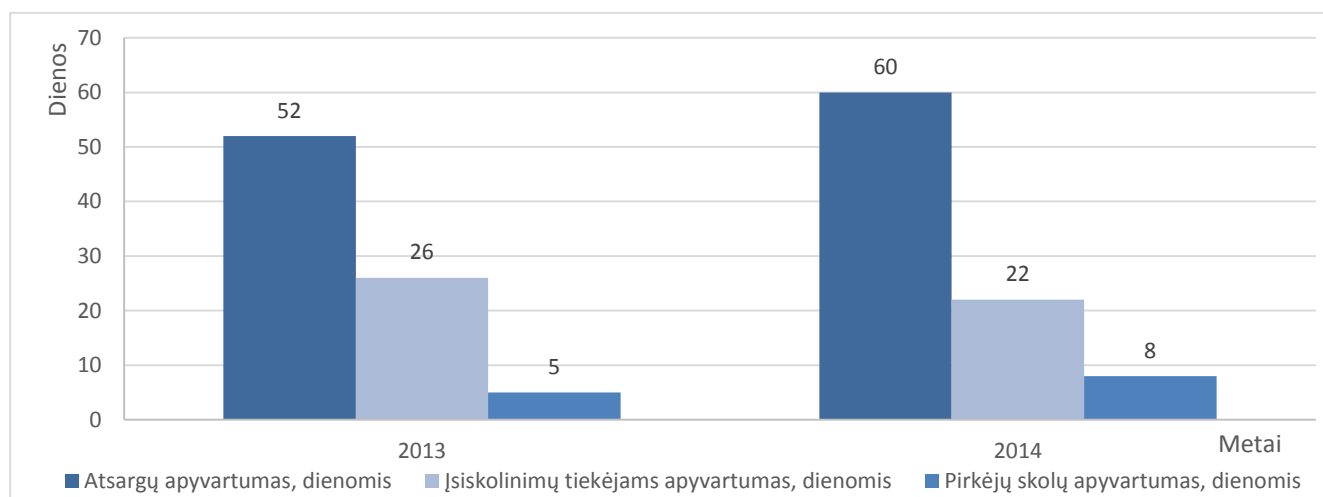
Siekiant atlikti tikslesnę įmonės analizę, rodikliai yra suskirstyti į grupes ir pavaizduoti žemiau esančiuose paveiksluose. Analizuojant įmonės veiklos efektyvumą geriausiai yra naudoti viso, ilgalaikio ir trumpalaikio turto apyvartumas. Jeigu prekybinės įmonės viso turto apyvartumo rodiklis yra mažesnis už 3, tai įmonė neišnaudoja savo turto, arba jį išnaudoja neefektyviai realizuojant produkciją. Įmonės viso turto apyvartumo rodiklis 3 parodo, jog įmonė patenkinamai vykdo savo veiklą. Jeigu viso turto apyvartumo rodiklis viršija 5 laikoma, jog įmonė tinkamai valdo savo turtą.

Analizuojamos įmonės viso turto apyvartumas viršija 5, dėl to galima daryti išvadą, jog UAB „X“ tinkamai valdo savo turtą ir jis įmonės veikloje yra išnaudojamas efektyviai. Analizuojant šį rodiklį dinamikoje pastebima, jog 2014 m. rodiklio reikšmė sumažėjo 0,09.

Iš pateiktos lentelės matyti, jog analizuojamos įmonės ilgalaikio turto apyvartumo rodiklis yra labai aukštas, tai gali atskleisti, jog įmonė puikiai kontroliuoja savo ilgalaikį turtą, tačiau atsižvelgiant į

įmonės ilgalaikį turtą ir įvykdytus pardavimus, pastebima, jog šis rodiklis aukštas, dėl to, nes įmonė turi nedaug ilgalaikio turto lyginant su daroma apyvarta.

Finansinė įmonės situacija pagrįdė priklauso nuo to, kaip efektyviai įmonės veikloje yra išnaudojamas trumpalaikis turtas. Kuo trumpalaikio turto efektyvumo rodiklis didesnis tuo geriau išnaudojamas įmonės trumpalaikis turtas. Iš pateiktos 5 lentelės duomenų matyti, jog analizuojamos įmonės trumpalaikio turto efektyvumas 2014 m. padidėjo lyginant su 2013 metais, tam didžiausios įtakos turėjo sparčiai išaugę pardavimai.



10 pav. UAB „X“ atsargų, pirkėjų skolų ir įsiskolinimų tiekėjams apyvartumo rodiklių kitimas dienomis 2013-2014 metais

Iš 10 paveikslo matyti, jog 2013 – 2014 metų laikotarpiu atsargų apyvartumas ir pirkėjų skolų apyvartumas padidėjo, tuo tarpu įsiskolinimo tiekėjams apyvartumas sumažėjo. UAB „X“ atsargų apyvartumas 2013 metais siekė 52 dienas. Atsargų apyvartumo rodiklis parodo, jog įmonės atsargos yra papildomos kas 52 dienas. 2014 metais įmonės atsargų apyvartumas dienomis padidėjo iki 60 dienų. Šį pasikeitimą sukėlė išaugęs atsargų kiekis 2014 metais, kuris padidėjo daugiau nei dvigubai lyginant su 2013m. Išaugęs atsargų apyvartumo rodiklis 2014m. atskleidžia, jog įmonės atsargos vidutiniškai „užsiguli“ du mėnesius, kas taip pat įtakoja ir įmonės apyvartinių lėšų trūkumą, dėl to siekiant efektyvinti veiklą įmonė turėtų sumažinti šį rodiklį.

Atsižvelgiant į tai, jog analizuojama įmonė „X“ - tai didmeninę prekybą vykdanči kompanija, siekiant pagerinti atsargų apyvartumą, įmonės vadovai turėtų atlikti detalesnės produktų paklausos analizes prieš juos įsigyjant ir bandant realizuoti. Efektyvesni pirkimų sprendimai, padėtų sumažinti klaidingų pirkimų skaičių ir apimtis, kurie dažniausiai ir sąlygoja ganėtinai ilgą prekių „užsigulėjimą“ įmonės sandėliuose.

Nagrinėjant pirkėjų skolų apyvartumą dienomis, reikia jį lyginti su įsiskolinimų tiekėjams apyvartumu dienomis, nes tada galima išsiaiškinti, ar įmonei reikia skolintis pinigų norint apmokėti tiekėjams už prekes, ar ji gauna laiku pinigus iš savo klientų. Taigi 2013 metais pirkėjų skolų apyvartumas dienomis ir įsiskolinimų tiekėjams apyvartumas dienomis atitinkamai buvo 5 ir 26 diena.

Tai parodo, jog 2013 metais UAB „X“ vidutiniškai gaudavo pinigus iš savo pirkėjų dvidešimt viena diena anksčiau, nei reikėdavo sumokėti už prekes. Įmonė sumažino savo finansinės veiklos sąnaudas, nes nereikėjo skolintis papildomai pinigų. 2014 metais analizuojamos įmonės tiek įsiskolinimų tiekėjams tiek pirkėjų skolų apyvartumo rodikliai pablogėjo, tačiau bendroje situacijoje įmonė turi 14 dienų skirtumą nuo to kai gauna pinigus iš savo klientų ir kuomet turi sumokėti tiekėjams. Šie rodikliai įsiskolinimo tiekėjams ir pirkėjų skolų apyvartumas įmonėje analizuojamu laikotarpiu, nors ir turėjo tendencijas prastėti, tačiau išliko ganėtinai efektyvūs.

Analizuojant kapitalo apytakos ciklą, kurio duomenys yra L lentelėje galima pastebėti, jog 2013m. šio rodiklio reikšmė yra 31d., o 2014 m. šis rodiklis padidėjo iki 47d. Kapitalo apytakos ciklas parodo, kiek vidutiniškai dienų įmonė turi finansuoti apyvartinį kapitalą. Šio rodiklio didėjimas atskleidžia galimas įmonės problemas efektyviai valdant apyvartines lėšas. Siekiant išvengti apyvartinių lėšų trūkumo analizuojama įmonė turėtų didesnę dėmesį skirti atsargų valdymui.

Parduodamų prekių savikainos rodiklis analizuojamos įmonės „X“ 2013-2014 metais pakito labai neženkliai, vos per 0,002 Lt vienam pardavimų litui. Atsižvelgiant į tai, jog analizuojama įmonė yra prekybinė, pagrindinė savikainos rodiklio išaugimo priežastis, padidėjusi perkamų produktų savikaina.

Likvidumo rodikliai leidžia spręsti apie įmonės trumpalaikio ir ilgalaikio mokumo galimybes. Mokumas - įmonės sugebėjimas gražinti skolas, suėjus jų mokėjimo terminui. Nemokia laikoma įmonė, kuri nesugeba sumokėti kreditoriams, teikiantiems prekes ir paslaugas skolon. Pagal tipą galima išskirti dviejų rūšių mokumo rodiklius – trumpalaikio ir ilgalaikio. 6 lentelėje pateikti analizuojamos įmonės trumpalaikio likvidumo rodikliai.

6 lentelė. UAB „X“ likvidumo rodikliai 2013-2014 m.

Rodiklis	Formulė	UAB „X“	
		2013	2014
Likvidumo rodikliai			
Einamojo likvidumo koeficientas	Trumpalaikis turtas/Trumpalaikiai įsipareigojimai	1,26	1,38
Greitojo likvidumo koeficientas	(Trumpalaikis turtas-Atsargos)/Trumpalaikiai įsipareigojimai	0,37	0,24
Kritinio likvidumo rodiklis	Pinigai/Trumpalaikiai įsipareigojimai	0,01	0,005
Grynasis apyvartinis kapitalas	Trumpalaikis turtas-Trumpalaikiai įsipareigojimai	352.779	931.273

Iš pateiktos 6 lentelės duomenų matyti, jog analizuojamos įmonės einamojo likvidumo koeficiento reikšmė vertinamu laikotarpiu turėjo tendencijas didėti. 2014 m. lyginant su 2013 m. šio rodiklio reikšmė išaugo 0,12. UAB „X“ einamasis likvidumas atitinka nustatytas rekomenduojamas šio rodiklio reikšmes nuo 1,2 iki 2. Šis rodiklis atskleidžia, jog įmonė „X“ yra moki ir esant sunkumams, teoriškai galėtų padengti trumpalaikius įsipareigojimus trumpalaikiu turtu.

Analizuojant UAB „X“ greitąjį likvidumą, pastebima, jog šis rodiklis yra ganėtinai mažas siekiant vos 0,37 – 2013 m. ir yra dar mažesnis 0,24- 2014 m. Rekomenduojama, jog šis rodiklis būtų 0,5-1. Žema šio rodiklio reikšmė atskleidžia, jog įmonė (priėmus, jog atsargos yra nelikvidus turtas) susidurtų su sunkumais siekiant padengti trumpalaikius įsipareigojimus.

Kritinio likvidumo rodiklis parodo, kaip įmonė pajėgia padengti trumpalaikius įsipareigojimus, pačiu likvidžiausiu savo turtu – pinigais. Analizuojamos įmonės kritinis likvidumas 2014m. lyginant su 2013m. sumažėjo dvigubai, tam didžiausios įtakos turėjo padidėję trumpalaikiai įsipareigojimai, kurie 2014 m. yra beveik dvigubai didesni nei 2013 m.

7 lentelė. UAB „X“ finansinio svėro rodikliai 2013-2014 m.

Rodiklis	Formulė	UAB „X“	
		2013	2014
Finansinio svėro rodikliai			
Bendrasis skolos rodiklis	Visi įsipareigojimai/Visas turtas	0,78	0,69
Ilgalaikio įsiskolinimo rodiklis	Ilgalaikiai įsipareigojimai/Nuosavas kapitalas	0,05	0,01
Skolos ir nuosavo kapitalo santykis	Visi įsipareigojimai/Nuosavas kapitalas	3,53	2,18
Ilgalaikių įsipareigojimų apdraustumas ilgalaikiu turtu	Ilgalaikis turtas/Ilgalaikiai įsipareigojimai	3,34	19,17

Iš 7 lentelės pateiktų duomenų matyti, jog įmonės bendrasis skolos rodiklis 2013 – 2014 metų laikotarpyje pakito labai nedaug (2014 metais sumažėjo iki 0,69). Šis rodiklis parodo įsipareigojimų dalį įmonės turte. Rodiklio reikšmė 0,69 atskleidžia, jog daugiau nei du trečdaliai viso įmonės turto yra finansuojama skolintu kapitalu. Tačiau iš ilgalaikio skolos rodiklio matyti, jog įmonė savo veiklą pagrindine finansuoja nuosavu kapitalu, o ilgalaikiai įsipareigojimai sudaro vos 0,05 viso nuosavo kapitalo 2013 metais ir 0,01 – 2014 metais.

Išanalizavus įmonės „X“ finansinę situaciją, galima daryti išvadą, jog įmonė yra auganti ir antraisiais verslo gyvavimo metais sugebėjo padvigubinti pardavimų pajamas. Įmonės grynojo pelningumo rodiklis analizuojamu laikotarpiu augo, nors bendrasis pelningumas 2014 metais šiek tiek sumažėjo lyginant su 2013 m. Išanalizavus pagrindinius įmonės „X“ finansinius rodiklius, galima daryti išvadą, jog atsižvelgiant į tai, kad analizuojama įmonė veiklą vykdo vos dvejus metus, jos finansinė situacija ganėtinai stabili, o pardavimų pajamos augančios. Žinoma analizė atskleidė ir keletą problemų su kuriomis susiduria kompanija. Pirmiausia tai nors ir labai nežymiai, tačiau vis dėl to didėjanti savikaina ir ilgas atsargų apyvartumas, kuris atskleidžia, jog įmonėje ganėtinai ilgai yra „užšaldomi“ pinigai, kas gali įtakoti apyvartinių lėšų trūkumą siekiant atsiskaityti su tiekėjais.

3.4 UAB „X“ finansinių ataskaitų prognozavimas skirtingomis finansavimo alternatyvomis

Darbe siekiama atskleisti rizikos kapitalo investicijų teikiamą naudą lyginant su tradiciniu finansavimo šaltiniu (bankine paskola). Analizuojamos įmonės „X“ finansinės ataskaitos modeliuojamos taikant šias prielaidas:

- Įmonė siekdama plėtoti savo verslą, planuoja investuoti 100.000 Lt į patentus ir licencijas bei 400.000 Lt į programinę įrangą, kuri bus skirta įmonės rinkos dalie didinimui ir veiklos plėtrai.
- Įmonė svarsto apie dvi finansavimo galimybes:
 - a) Finansuoti verslą bankine paskola. Bankas finansuoja 70 proc. investicijos, tai tokiu atveju pati įmonė savomis lėšomis turėtų finansuoti 150.000 Lt o bankas finansuotų 350.000 Lt. Remiantis „Swedbank“ palūkanų prognozėmis, daroma prielaida, jog bankinės paskolos metinė palūkanų norma 7%.
 - b) Verslo finansavimas rizikos kapitalo investicija. Įmonė padidina savo įstatinį kapitalą iš nepaskirstyto pelno 365.000 Lt. Išleidžiama 100 akcijų, kurių kiekvienos nominali vertė 3.500Lt. išleistos naujos akcijos už suteikiamą finansavimą perduodamos rizikos kapitalo investuotojui. Rizikos kapitalo investuotojas siekia gauti 20 proc. metinę grąžą iš šios investicijos.

Pirmiausiai pagal pasirinktą finansavimo šaltinį performuojamas įmonės balansas, bei apskaičiuoji finansinio svėro rodikliai. Kadangi įmonė ketina investuoti lėšas į nematerialų turtą, tai balanse abejais atvejais padidės įmonės turtas vienodai, tuo tarpu skirtingais finansavo atvejais yra pokyčių nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų straipsniuose. Pakoreguotas UAB „X“ balansas pateiktas 3 priede.

Pradinei analizei yra paimama supaprastinta situacija, kurioje modeliuojamas 2014 m. UAB „X“ balansas, keičiant jo straipsnius pagal atitinkamą finansavimo alternatyvą. Sumodeliuotame balanse padidėjo šie turto straipsniai: patentai ir licencijos 100.000 Lt, bei programinė įranga 400.000 Lt. Iš sumodeliuoto balanso matyti, jog verslą finansuojant rizikos kapitalo investicija padidėja įmonės nuosavas kapitalas, tuo tarpu finansuojant bankine paskola didėja įmonės įsipareigojimai. Turto dalyje, kadangi abejais atvejais pinigai yra investuoja tuo pačiu tikslu, straipsniai išlieka nepakitę nepaisant pasirinktos finansavimo alternatyvos.

Siekiant atskleisti rizikos kapitalo investicijos pranašumas (trūkumus) prieš verslo finansavimą bankine paskola, apskaičiuoji finansinio svėro rodikliai atsižvelgiant į naujai sumodeliuotą įmonės „X“ balansą (žr. 3 priedą).

8 Lentelė. UAB „X“ Finansinio svėro rodikliai sumodeliavus įmonės balansą pagal skirtingas finansavimo alternatyvas

Rodiklis	UAB „X“			
	2013	2014	RK investicija	Bankinė paskola
Finansinio svėro rodikliai				
Bendrasis skolos rodiklis	0,78	0,69	0,64	0,72
Ilgalaikio įsiskolinimo rodiklis	0,05	0,01	0,01	0,32
Skolos ir nuosavo kapitalo santykis	3,53	2,18	1,8	2,6
Ilgalaikių įsipareigojimų apdraustumas ilgalaikiu turtu	3,34	19,17	67,4	1,9

Sumodeliavus UAB „X“ įmonės balansą pagal skirtingas finansavimo alternatyvas ir apskaičiavus finansinio svėro rodiklio (žr. 8 lentelę), pastebima, jog vien dėl to, kad finansavimo rizikos kapitalu lėšos padidina įmonės nuosavo kapitalo vertę, pagerėja visi analizuojami rodikliai: bendrosios skolos, ilgalaikio įsiskolinimo, skolos ir nuosavo kapitalo santykio bei ilgalaikių įsipareigojimų apdraustumas ilgalaikiu turtu rodikliai.

Lyginant apskaičiuotus rodiklius skirtingomis finansavimo alternatyvomis, pastebima, jog visi finansinio svėro rodikliai yra kur kas geresni, kai įmonė pasirenka verslą finansuoti rizikos kapitalu investicija. Vien tik iš pradinės analizės galima teigti, jog finansuojant įmonę rizikos kapitalu įmonės finansiniai rodikliai pagerėja, kadangi investuojamos lėšos nusėsta įmonės nuosavybės straipsniuose, o ne įsipareigojimuose, kaip tai nutinka verslą finansuojant bankinė paskola. Žinoma rinktis rizikos kapitalistus vien dėl to, jog preliminarūs įmonės finansiniai rodikliai pagerėja tikrai nėra pagrindinė priežastis, ypač jei neplanuojama verslo parduoti.

3.4.1 Finansinių ataskaitų prognozavimas verslą finansuojant bankine paskola

Siekiant suprognozuoti analizuojamos įmonės „X“ finansines ataskaitas, pirmiausia reikia atlikti pardavimo pajamų prognozę. Įmonė beveik visą savo produkciją eksportuoja į užsienį. Remiantis statistikos departamento duomenimis, IT produktų eksportas 2013 metais sudarė 4,5% visų eksportuojamų produktų sumos, 2014 – šis rodiklis išaugo iki 6,7%, o 2015 metais prognozuojama, jog šių produktų eksportas sudarys 6,6%. Atsižvelgiant į Lietuvos Statistikos Departamento pateiktus duomenis galima spręsti, jog analizuojamos įmonės pardavimai turėtų išlikti stabilūs, atsižvelgiant į tai, jog įmonė ketina investuoti į verslo plėtrą galime prognozuoti pardavimo pajamų augimą.

Analizuojant vertinamą įmonę pagal ekonominės šakos G465 Informacijos ir ryšių technologijų (IRT) įrangos didmeninė prekyba, pastebima jog, šios verslo šakos bendrasis pelnas penkių metų (2010-2014 m.) laikotarpiu turėjo tendencijas augti. 2010 metais bendrasis pelnas išaugo 11 proc. lyginant su 2009 metais, 2011-2012 bendrasis šakos įmonių pelnas išaugo daugiau nei 20 proc. kiekvienais metais, tuo tarpu 2013-2014 metais pastebimas šios šakos stabilus 8 proc. augimas.

Analizuojant dar detaliau ir įtraukiant tik informacijos ir ryšių technologijų įrangos didmeninės prekybos statistiką, kurią pateikia Lietuvos Statistikos Departamentas (2014), pastebima, jog pardavimai didmeninėje prekyboje šioje srityje didėjo ir nuo 2009 metų iki 2013 metais išaugo trigubai, paskutiniaisiais metais pardavimo pajamos išaugo 16 proc.

Siekiant kuo tiksliau išprognuoti įmonės pardavimų pajamas nepakanka vien sektoriaus ir įmonės istorinių duomenų, taip pat reikia įvertinti šalies, kurioje veikia įmonė, ekonominę situaciją bei ekonominės situacijos prognozes. Analizuojama įmonė „X“ savo veiklą vykdo Lietuvoje, dėl to darbe yra analizuojama bendra Lietuvos ekonominė situacija.

Lietuvos ekonominė situacija 2015 metais prognozuojama, jog suprastės dėl patirtų sukrėtimų iš Rusijos pusės. DNB banko analitikai prognozuoja, jog bendrasis vidaus produktas 2015m. padidės 1,7%. 2016 metais Lietuvos įmonėms pamažu įsitvirtinant kitose (ne Rusijos) rinkose bendrasis vidaus produktas turėtų didėti 2,8%, o 2017 metais prognozuojama 3% BVP augimas šalyje. Analizuojant infliaciją pastebima, jog 2015 m. Lietuvoje prognozuojama neigiama infliacija (defliacija). Tai atskleidžia, jog vartojimo produktų kainos mažės, ko pasekoje gali sumažėti analizuojamos įmonės produktų kaina, kartu sumažindama pardavimus, bei pelną. Tačiau 2016-2017 metų prognozės atskleidžia, jog defliacija nebus ilgalaikė, ir pastaraisiais metais infliacija Lietuvoje didės atitinkamai 1,8% ir 2%.

Atsižvelgiant į tai, jog šakos kurioje veikia analizuojama įmonė bendrasis pelnas paskutiniais metais auga 8%, o informacijos ir ryšių technologijų įrangos didmeninės prekybos pardavimai paskutiniaisiais metais augo 16%, įvertinus Lietuvos ekonominės situacijos prognozes ateinančių trijų metų įmonės pardavimų pajamos prognozuojamos taip:

- 2015 metais atsižvelgiant į minusinę infliaciją, sumažėjusius BVP augimo tempus ir įmonės investicijas į veiklos plėtrą daroma prielaida, jog pardavimo pajamos augs 10%.
- 2016 metais prognozuojama Lietuvos ekonominė situacija turėtų gerėti, o taip pat po metų jau bus daug geriau įsisavintos lėšos veiklai plėsti dėl to daroma prielaida, jog pardavimų pajamos augs 15%
- 2017 metais daroma prielaida, jog pardavimų pajamos augs tokiu pat tempu, kaip ir 2016 metais 15%. Analizuojamos įmonės „X“ prognozuojamos pardavimų pajamos 2015-2017 metais pavaizduotos 9 lentelėje.

9 lentelė. UAB „X“ pardavimo pajamų prognozės 2015-2017 metais (tūkst., Lt)

	Faktiniai duomenys	Prognozė		
	2014	2015	2016	2017
Pardavimo pajamos	19.253	21.178	24.355	28.008
Augimas		10%	15%	15%

Žinant pardavimų pajamų prognozes galima prognozuoti ir kitus pelno/nuostolio ataskaitos straipsnius. Siekiant įvertinti įmonės savikainą, yra naudojami įmonės „X“ istoriniai duomenys. Finansiniame įmonės vertiniame (žr. 3.2 darbo skyrių) apskaičiuota, jog savikaina 2013-2014 metais sudaro 87% pardavimo pajamų. Pastebima, jog 2014 metais įmonės savikaina nežymiai išaugo, tačiau įmonė planuoja į naujas technologijas ir programas siekiant efektyvinti veiklą, dėl to daroma prielaida, jog įmonės savikaina 2015 metais išliks tokia pat ir sudarys 87% pardavimų, o 2016-2017 savikaina sumažės ir sieks 86%.

Bendrosios ir administracinės išlaidos prognozuojamos remiantis pardavimų prognozėmis, nes keičiantis pardavimų pajamoms, šios išlaidos išliko nepakitusios ir sudarė 2013 – 2014 metais 8% pardavimo pajamų. Atsižvelgiant į Lietuvos ekonomikos prognozes, kuriose prognozuojama, jog atlyginimai didės 2015m. – 5,5%, o 2016-2017 metais po 5%, atitinkamai, dėl to išaugs ir administracinės išlaidos, dėl to prognozuojama, jog administracinės išlaidos 2015-2017 metais sudarys 8,2% pardavimo pajamų.

Analizuojama įmonė „X“ turi ilgalaikių ir trumpalaikių skolų, taip pat įmonė planuojama veiklą finansuoti bankine paskola, dėl to ilgalaikės skolos prognozuojamu laikotarpiu padidės. Dėl turimų finansinių paskolų įmonė kiekvienas metais turi mokėti palūkanas, remiantis „Swedbank“ palūkanų normos prognozėmis, nustatoma, jog palūkanų norma 2015-2017 metais bus 7%. Planuojama, jog įmonė naują paskolą ims 10 metų ir mokėjimus atliks linijiniu metodu.

Analizuojant pelno mokesčio prognozes Lietuvoje, nenumatoma, jog 2015-2017 metais pelno mokestis turėtų keistis, dėl to, priimama, jog pelno mokestis išliks toks pat - 15%.

Turint išprognozuotus pagrindinius pelno/nuostolio ataskaitos straipsnius galima prognozuoti visą ataskaitą. 2015-2017 metų įmonės „X“ prognozuojama pelno nuostolio ataskaita pateikiama 10 lentelėje.

10 lentelė. Suprognozuota UAB „X“ pelno nuostolio ataskaita, verslą finansuojant bankine paskola

STRAIPSNIS	Faktiniai duomenys	Prognozė		
	2014	2015	2016	2017
PARDAVIMO PAJAMOS	19.252.820	21.178.102	24.354.817	28.008.040
PARDAVIMO SAVIKAINA	16.778.550	18.424.949	20.945.143	24.086.914
BENDRASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	2.474.270	2.753.153	3.409.674	3.921.126
VEIKLOS SAŃAUDOS	1.566.272	1.736.604	1.997.095	2.296.659
Bendrosios ir administracinės	1.566.272	1.736.604	1.997.095	2.296.659
TIPINĖS VEIKLOS PELNAS (NUOSTOLIAI)	907.998	1.016.549	1.412.579	1.624.466
KITA VEIKLA				
FINANSINĖ IR INVESTICINĖ VEIKLA	-40.448	-99.948	-97.498	-95.048
Pajamos				
Šnaudos	40.448	99.948	97.498	95.048
PELNAS (NUOSTOLIS) PRIEŠ APMOKESTINIMĄ	867.550	916.601	1.315.081	1.529.418
PELNO MOKESTIS	143.200	137.490	197.262	229.413
GRYNASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	724.350	779.111	1.117.819	1.300.006

Suprognozavus įmonės „X“ pelno/nuostolio ataskaitą, prognozuojamas įmonės balansas 2015-2017 metams. Pagrindiniai balanso straipsniai, kurie bus naudojami verslo vertinime yra apyvartinis kapitalas ir ilgalaikis turtas. Įmonė „X“ papildomai 500.000 Lt investuoja į ilgalaikį turtą. Turto nusidėvėjimas skaičiuojamas taikai tiesioginiai proporcingą nusidėvėjimo metodą. Įmonė pagrinde investuoja į programinę įrangą, pagal Lietuvos Respublikos įstatymus ir valstybinės mokesčių inspekcijos aptiekiamus duomenis, tokio pobūdžio turto amortizacijos laikotarpis – 3 metai.

Siekiant prognozuoti įmonės trumpalaikį turtą įvertinami įmonės istoriniai apyvartumo rodikliai ir remiantis jais prognozuojamos įmonės, atsargos, gautinos ir mokėtinos sumos. Iš įmonės 2013-2014 metų duomenų matyti, jog vidutiniškas atsargų apyvartumas yra 56 d., gautinų skolų 7 d., o mokėtinų sumų – 24 d. Iš suprognozuotos savikainos 2015-2017 metams atitinkamai, prognozuojamos įmonės atsargos, jas apskaičiuojant pagal formulę:

$$Atsargų_{prognozė} = \frac{apyvartumas\ d. \times pardavimų\ savikaina_{prognozė}}{365\ d.}$$

Gautinos sumos prognozuojamos remiantis analogiška formule tik vietoj pardavimų savikainos naudojamos pardavimų pajamos. Formulė pagal kurią apskaičiuojama:

$$Gautinų\ sumų\ prognozė = \frac{pirkėjų\ skolų\ apyvartumas\ d. \times pardavimų\ pajamos_{prognozė}}{365\ d.}$$

Mokėtinos sumos prognozuojamos remiantis prielaidomis ir naudojant šią formulę:

$$Mokėtinų\ sumų\ prognozė = \frac{mokėtinų\ sumų\ apyvartumas\ d. \times pardavimų\ savikaina_{prognozė}}{365\ d.}$$

Įmonės atsargos, gautinos ir mokėtinos sumos, tai pagrindiniai rodikliai norint apskaičiuoti įmonės apyvartinį kapitalą, kuris yra reikalingas laisvųjų pinigų srauto prognozavimui bei įmonės vertės nustatymui. Suprognozuotas įmonės „X“ balansas pateikiamas 4 priede.

Pagal įmonės pelno/nuostolio ataskaitos ir balanso prognozes 2015-2017 metais sudaromas laisvasis pinigų srautas, kuris yra reikalingas siekiant apskaičiuoti įmonės vertę (žr. 11 lentelę).

11 lentelė. Suprognozuotas UAB „X“ laisvasis pinigų srautas verslą finansuojant bankine paskola

	2015	2016	2017
EBIT	1.016.549	1.412.579	1.624.466
Mokesčiai	137.490	197.262	229.413
Apyvartinio kapitalo pokytis	405.474	244.410	-221.964
Grynosios investicijos	514.676	702.814	202.603
Laisvasis pinigų srautas	769.857	756.913	970.487

Laisvasis pinigų srautas, buvo apskaičiuotas remiantis prognozuojamomis pelno/nuostolio ir balanso ataskaitomis. EBIT paimtas iš suprognozuotos pelno/nuostolio ataskaitos, tai veiklos pelnas

prieš mokesčius, mokesčiai taip pat paimti iš tos pačios atskaitos. Apyvartinio kapitalo pokytis apskaičiuotas naudojantis balanso prognozėmis. Apyvartinio kapitalo pokytis, tai iš atsargų pokyčio ir prekybos ir kitų gautinų sumų pokyčio sumos atimtas prekybos ir kitų mokėtinų sumų pokytis.

Grynosios investicijos, tai įmonės investicijos į ilgalaikį turtą atskaičius nusidėvėjimą ir amortizaciją. Ši informacija gaunama iš suprognuozuoto įmonės balanso, kuris yra pateikiamas 4 priede.

3.4.2 Finansinių ataskaitų prognozavimas verslą finansuojant rizikos kapitalistams

Rizikos kapitalo investuotojai suteikia įmonei, ne tik finansinę pagalbą, tačiau aktyviai dalyvauja įmonės valdyme priimant svarbiausius sprendimus, dėl to įmonės į kurias investuoja rizikos kapitalo investuotojai pasižymi kur kas spartesniu augimu, nei tai sugebėtų padaryti įmonės finansuojamos tradiciniais šaltiniais.

Prognozuojant finansines ataskaitas verslą finansuojant rizikos kapitalo lėšomis, ekonominė situacija nesikeičia, dėl to daugelis prielaidų prognozuojant ataskaitas yra tokios pat, kaip ir verslą finansuojant bankine paskola. Taip pat siekiant patikimesnio vertinimo buvo atliktas giluminis interviu su vienu iš rizikos kapitalo investuotojų, kuriam buvo pateikia „X“ įmonės informacija, siekiant tinkamai įvertinti kaip pasikeistų pagrindiniai įmonės finansiniai straipsniai.

Ekspertas pateikia, jog įmonės pardavimų pajamos kiekvienais metais atsižvelgus į ekonominę šalies situaciją turėtų didėti 20% kasmet. Ekspertas išanalizavęs įmonę, pateikia, jog mato vietų kur būtų galima sumažinti įmonės savikainą, dėl to prognozuoja, jog pirmaisiais dvejais metais savikainą būtų galima sumažinti iki 85% pardavimo pajamų, o trečiaisiais investavimo metais savikaina būtų sumažinama dar vienu procentu ir siektų 84% pardavimo pajamų. Atsižvelgiant į šias eksperto prielaidas, bei informaciją pateiktą 3.4.1 darbo dalyje suprognuozuojama įmonės „X“ pelno/nuostolio ataskaita 2015-2017 metais (žr. 12 lentelę).

12 lentelė. Suprognuota UAB „X“ pelno nuostolio ataskaita, verslą finansuojant rizikos kapitalu

STRAIPSNIAI	Faktiniai duomenys	Prognozė		
	2014	2015	2016	2017
PARDAVIMO PAJAMOS	19.252.820	23.103.384	27.724.061	33.268.873
PARDAVIMO SAVIKAINA	16.778.550	19.637.876	23.565.452	27.945.853
BENDRASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	2.474.270	3.465.508	4.158.609	5.323.020
VEIKLOS SĄNAUDOS	1.566.272	2.330.338	2.792.406	3.346.887
Bendrosios ir administracinės	1.566.272	2.330.338	2.792.406	3.346.887
TIPINĖS VEIKLOS PELNAS (NUOSTOLIAI)	907.998	1.135.169	1.366.203	1.976.132
KITA VEIKLA				
FINANSINĖ IR INVESTICINĖ VEIKLA	-40.448	-40.448	-40.448	-40.448
Pajamos				
Sąnaudos	40.448	40.448	40.448	40.448
PELNAS (NUOSTOLIAI) PRIEŠ APMOKESTINIMĄ	867.550	1.094.721	1.325.755	1.935.684
PELNO MOKESTIS	143.200	164.208	198.863	290.353
GRYNASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	724.350	930.513	1.126.892	1.645.332

Taip pat prognozuojant pelno/nuostolio ataskaitą buvo įvertinama ir rizikos kapitalo investuotojų siekis kiekvienais metais iš investicijos uždirbti 20 proc. Suprognozavus šią ataskaitą prognozuojamas balansas. Balansas analogiškai kaip ir pelno/nuostolio ataskaita prognozuojama remiantis 3.4.1 darbo dalyje pateiktomis prielaidomis ir atsižvelgiant į finansavimo pobūdį, rizikos kapitalo investuojamos lėšos atsiduria nuosavybės skiltyje, o ne skolintame kapitale, kaip yra verslą finansuojant bankine paskola.

Siekiant, jog būtų galima kuo tiksliau palyginti šias dvi finansavimo alternatyvas laikoma, jog abejais atvejais įmonės investavimas į ilgalaikį turtą nesikeičia. Remiantis šia prielaida ilgalaikio turto straipsniai išlaikomi tokie pat, kaip ir verslą finansuojant bankine paskola.

Analizuojant įmonės „X“ finansinę situaciją pastebima, jog įmonėje užsiguli atsargos, ko pasekoje iškyla grėsmė įmonei pritrūkti apyvartinių lėšų. Manoma, jog pagrindinė prekių užsigulėjimo priežastis – klaidingi pirkimų sprendimų priėmimas. Rizikos kapitalo investuotojas matydamas tokias problemas įmonėje stengsis kuo greičiau jas išspręsti, dėl to daroma prielaida, jog eksperto įsikišimas į verslo valdymą, turi teigiamos įtakos įmonės veiklos efektyvinimui ir atsargų apyvartumas prognozuojamu laikotarpiu pagerės. Giluminio interviu metu ekspertas prognozuoja, jog įmonės atsargų apyvartumas pirmaisiais investavimo metais bus 51d., antraisiais 48d., o trečiaisiais 47d. Mokėtinių ir gautinų sumų apyvartumo rodikliai prognozuojama, jog išliks tokie patys, kaip ir nustatyta 3.4.1 darbo dalyje. Suprognuotas įmonės „X“ balansas verslą finansuojant rizikos kapitalo investicija pateikiamas 5 priede.

Pagal išprognuozuotas įmonės finansines ataskaitas, pateikiamas įmonės laisvųjų pinigų srautas verslą finansuojant rizikos kapitalo investuotojams (žr. 13 lentelę)

13 lentelė. Suprognuozuotas UAB „X“ laisvasis pinigų srautas verslą finansuojant rizikos kapitalistams

	2015	2016	2017
EBIT	1.135.169	1.366.203	1.976.132
Mokesčiai	164.208	198.863	290.353
Apyvartinio kapitalo pokytis	338.728	-217.109	-317.801
Grynosios investicijos	514.676	702.814	202.603
Laisvasis pinigų srautas	795.013	247.417	1.165.376

Suprognuozavus įmonės finansines ataskaitas, reikia apskaičiuoti įmonių vertę, verslą finansuojant skirtingomis finansavimo alternatyvomis. Siekiant tai atlikti reikia apskaičiuoti įmonės nuosavo kapitalo kainą.

3.5 Įmonės „X“ vertės įvertinimas

3.5.1 Vidutinių svertinių įmonės „X“ kaštų apskaičiavimas

Siekiant apskaičiuoti įmonės vertę pirmiausiai apskaičiuojame nuosavo kapitalo kainą ir svertinius kapitalo kaštus. Remiantis Lietuvos akcijų rinkos ketvirtinė apžvalga matyti, jog 2014 metais palūkanų normos už valstybės obligacijas yra 3,4 proc. Taigi remiantis šiais duomenimis ir tai, jog ekonominė situacija šalyje gerėja, daroma prielaida, jog 2015-2017 metais nerizikinga palūkanų norma išliks tokia pati 3,4 proc. Darome prielaidą, jog β lygus 1, rinkos rizikos priedas 6,5 proc., o rinkos specifinis priedas 3 proc.

Pagal pateiktas prielaidas nuosavo kapitalo kaina apskaičiuojama:

$$R_m = 3,4 + 6,5 + 3 = 12,9\%$$

$$R_e = 0,034 + 1(0,129 - 0,034) = 12,9\%$$

Atsižvelgiant į tai, jog įmonės „X“ veiklą planuojama finansuoti viena iš dviejų alternatyvų, įmonės vidutiniai kapitalo kaštai apskaičiuojami skirtingai kiekvienai alternatyvai.

Vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai verslą finansuojant bankine paskola:

UAB „X“ kapitalą sudaro 3.778.320 Lt iš jų nuosavas kapitalas sudaro 24 procentus, o skolintas 76 procentus. Skolintą kapitalą sudaro ilgalaikės ir trumpalaikės finansinės skolos, atsižvelgiant į Swedbank paskolų palūkanų normos prognozes darome prielaidą, jog palūkanų norma yra 7 procentai. Remiantis turimais duomenimis yra apskaičiuojama svertiniai UAB „X“ kapitalo kaštai verslą finansuojant bankine paskola

$$WACC = 0,129 * 0,24 + 0,76 * 0,07 * (1 - 0,15) = 7,62\%$$

Apskaičiuojant įmonės vertę darysime prielaidą, jog įmonės „X“ kaina nesikeis visu analizuojamu laikotarpiu ir išliks 7,62 proc.

Vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai verslą finansuojant rizikos kapitalu:

Šia finansavimo alternatyva UAB „X“ kapitalą 2015 metasi prognozuojama, jog sudaro 4.351.966 Lt iš jų nuosavas kapitalas sudaro 36 procentus, o skolintas 64 procentus. Skolintą kapitalą sudaro ilgalaikės ir trumpalaikės finansinės skolos, atsižvelgiant į Swedbank paskolų palūkanų normos prognozes darome prielaidą, jog palūkanų norma yra 7 procentai. Remiantis turimais duomenimis yra apskaičiuojama svertiniai UAB „X“ kapitalo kaštai verslą finansuojant rizikos kapitalo investicija.

$$WACC=0,129 *0,36+0,64*0,07*(1-0,15)=8,45\%$$

Apskaičiuojant įmonės vertę darysime prielaidą, jog įmonės „X“ kaina nesikeis visu analizuojamu laikotarpiu ir išliks 8,45 proc.

Įvertinus įmonės kapitalo kainą skirtingomis finansavimo alternatyvomis pastebima, jog svertiniais kapitalo kaštai yra didesni verslą finansuojant nuosavu kapitalu nei skolintu. Tuo tarpu laisvieji pinigų srautai yra didesni pasitelkus rizikos kapitalo lėšas. Turint įmonės svertinio kapitalo kaštus ir laisvojo pinigų srauto prognozes, galima apskaičiuoti įmonės vertę.

3.5.2 Įmonės „X“ vertės įvertinimas verslą finansuojant bankine paskola

Apskaičiavus įmonės „X“ 2015–2017 metų pinigų srautus ir svertinius kapitalo kaštus, galima įvertinti įmonės tęstinę vertę. Tęstinė įmonės vertė apskaičiuojama pagal (30) formulę pateiktą 2.4 darbo dalyje. Dažniausiai mokslinėje literatūroje apskaičiuojant įmonės tęstinę vertę vidutinis piniginių srautų augimo tempas būna 2%, dėl toks dydis yra naudojamas siekiant apskaičiuoti analizuojamos įmonės „X“ vertę.

$$TV = \frac{970.487}{(0,0762 - 0,02)} \times \frac{1}{(1 + 0,0762)^3} = 13.853.977 \text{ Lt}$$

Pagal turimus duomenis remiantis diskontuotų pinigų srautų įmonės vertinimu apskaičiuojama įmonės vertė verslą finansuojant bankine paskola (žr. 14 lentelę).

14 lentelė. Įmonės „X“ vertės apskaičiavimas diskontuotų pinigų srauto metodu verslą finansuojant bankine paskola

	2015	2016	2017
	1	2	3
Laisvasis pinigų srautas	769.857	756.913	970.487
Diskonto norma	7,62%		
Diskonto faktorius	1,076	1,158	1,246
Diskontuoti pinigų srautai	715.347	653.521	778.593
Tęstinė įmonės vertė			13.853.977
Įmonės vertė			16.001.439

Įmonės „X“ vertės nustatymas diskontuotų pinigų srauto metodu. Turint apskaičiuotus 2015–2017 metų laisvuosius pinigų srautus, svertinius kapitalo kaštus ir tęstinę įmonės vertę galima įvertinti įmonės „X“ vertę. Pirmiausia yra apskaičiuojamas kiekvienų metų diskonto faktorius, tuomet pagal apskaičiuotą dydį diskontuojami įmonės laisvieji pinigų srautai. Visi diskontuoti pinigų srautai sudedami ir prie jų pridėjus apskaičiuotą tęstinę įmonės vertę gaunama įmonės vertė diskontuotų pinigų srauto metodu. Skaičiavimo seka pateikiama 14 lentelėje.

Siekiant įvertinti įmonės vertę nepakanka ją apskaičiuoti tik vienu metodu, dėl to toliau darbe apskaičiuojama UAB „X“ vertė ekonominio pelno metodu, EVA. Įmonės „X“ vertės apskaičiavimas naudojant šį metodą pateikiamas 15 lentelėje.

15 lentelė. Įmonės „X“ vertės apskaičiavimas EVA metodu verslą finansuojant bankine paskola

	2015	2016	2017
	1	2	3
NOPAT	1.016.549	1.412.579	1.624.466
Svertiniai kapitalo kaštai	7,62%		
C (įmonės turtas)	3.778.320	4.344.981	4.952.996
Diskonto faktorius	1,076	1,158	1,246
Kiekvienų metų EVA	728.641	1.081.492	1.247.048
Diskontuota EVA	677.050	933.764	1.000.470
Įmonės vertė EVA modeliu			7.564.281

Siekiant įvertinti analizuojamos įmonės „X“ vertę ekonominio peno metodu (EVA), pasinaudojus anksčiau suprognuozuota pelno/nuostolio ataskaita, gaunami ekonominio pelno duomenys. Verslo vertinime naudojami svertiniai kaštai paimti iš 3.5.1 darbo dalies. Įmonės turtas paimamas iš prognozuojamos balanso ataskaitos. Taigi turint visus reikalingus duomenis skaičiavimui, apskaičiuojamas kiekvienų metų įmonės ekonominis pelnas, paskui pasitelkus svartinio kapitalo kaštus šis pelnas yra diskontuojamas. Galutinė įmonės vertė apskaičiuojama prie paskutiniųjų metų turto vertės pridėjus kiekvienų metų diskontuotą įmonės ekonominį pelną (EVA).

3.5.3 Įmonės „X“ vertės įvertinimas verslą finansuojant rizikos kapitalistams

Kaip ir bankinės paskolos atveju, atsižvelgus į suprognuozuotas finansines ataskaitas apskaičiuojama įmonės „X“ vertė, verslą finansuojant rizikos kapitalo investuotojams. Įmonės vertė apskaičiuojama remiantis tais pačiais metodais, kaip ir pirmuoju verslo finansavimo variantu.

Pirmiausiai pradedama nuo įmonės tęstinės vertės apskaičiavimo. Apskaičiavus įmonės „X“ 2015–2017 metų pinigų srautus ir svertinius kapitalo kaštus, galima įvertinti įmonės tęstinę vertę. Tęstinė įmonės vertė apskaičiuojama pagal (30) formulę pateiktą 2.4 darbo dalyje. Kaip ir skaičiuojant

pirmuoju variantu, taip ir šiame verslo vertinimo skaičiavime daroma prielaida, jog vidutinis piniginių srautų augimo tempas yra 2%.

$$TV = \frac{1.165.376}{(0,0845 - 0,02)} \times \frac{1}{(1 + 0,0845)^3} = 14.165.034 \text{ Lt}$$

Pagal turimus duomenis ir remiantis diskontuotų pinigų srautų įmonės vertinimo metodu apskaičiuojama įmonės vertė verslą finansuojant rizikos kapitalistų lėšomis (žr. 16 lentelę).

16 lentelė. Įmonės „X“ vertės apskaičiavimas diskontuotų pinigų srauto metodu verslą finansuojant rizikos kapitalistams

	2015	2016	2017
	1	2	3
Laisvasis pinigų srautas	795.013	247.417	1.165.376
Diskonto norma	8,45%		
Diskonto faktorius	1,085	1,176	1,276
Diskontuoti pinigų srautai	733.069	210.364	913.645
Tęstinė įmonės vertė			14.165.034
Įmonės vertė			16.022.111

Įmonės „X“ vertės nustatymas diskontuotų pinigų srauto metodu verslą finansuojant rizikos kapitalo investuotojams. Turint apskaičiuotus 2015–2017 metų laisvuosius pinigų srautus, svertinius kapitalo kaštus ir tęstinę įmonės vertę galima įvertinti įmonės „X“ vertę. Pirmiausia yra apskaičiuojamas kiekvienų metų diskonto faktorius, tuomet pagal apskaičiuotą dydį diskontuojami įmonės laisvieji pinigų srautai. Visi diskontuoti pinigų srautai sudedami ir prie jų pridėjus apskaičiuotą tęstinę įmonės vertę, gaunama įmonės vertė diskontuotų pinigų srauto metodu. Skaičiavimo seka pateikiama Ž lentelėje.

Lyginant įmonės vertės apskaičiavimą diskontuotų pinigų srauto metodu skirtingomis finansavimo alternatyvomis, pastebima, jog nežymiai, tačiau vis dėl to didesnė įmonės vertė yra verslą patikėjus rizikos kapitalo investuotojams. Įmonės „X“ vertė, verslą finansuojant bankine paskola yra 20.000 Lt mažesnė, nei finansuojant rizikos kapitalo investicija.

Siekiant atskleisti ar skirtingais verslo vertinimo metodais, verslo vertinimas gaunasi toks pat (šiuo atveju, jog rizikos kapitalu finansuoti verslą yra tinkamiau, nei bankine paskola), analizuojamos įmonės „X“ vertė apskaičiuojama ekonominio pelno metodu (žr. 17 lentelę).

17 lentelė. Įmonės „X“ vertės apskaičiavimas EVA metodu verslą finansuojant rizikos kapitalistams

	2015	2016	2017
	1	2	3
NOPAT	1.135.169	1.366.203	1.976.132
Svertiniai kapitalo kaštai	8,45%		
C (įmonės turtas)	4.469.675	5.815.643	6.766.526
Diskonto faktorius	1,085	1,176	1,276
Kiekvienų metų EVA	757.482	874.781	1.404.361
Diskontuota EVA	698.462	743.773	1.101.007
Įmonės vertė EVA modeliu			9.309.768

Siekiant įvertinti analizuojamos įmonės „X“ vertę ekonominio peno metodu (EVA), pasinaudojus anksčiau suprognuota pelno/nuostolio ataskaita (žr. 12 lentelę), gaunami ekonominio pelno duomenys. Verslo vertinime naudojami svertiniai kaštai paimti iš 3.5.1 darbo dalies. Įmonės turtas paimamas iš prognozuojamos balanso ataskaitos (žr. 5 priedą). Taigi turint visus reikalingus duomenis skaičiavimui, apskaičiuojamas kiekvienų metų įmonės ekonominis pelnas, paskui pasitelkus svertinio kapitalo kaštus šis pelnas yra diskontuojamas. Galutinė įmonės vertė apskaičiuojama prie paskutiniųjų metų turto vertės pridėjus kiekvienų metų diskontuotą įmonės ekonominį pelną (EVA).

Lyginant gautus įmonės vertės rezultatus skirtingomis verslo finansavimo alternatyvomis, pastebima, jog ir ekonominio pelno metodu verslą finansuojant rizikos kapitalo investuotojams gaunama didesnė vertė. Šiuo atveju vertė skiriasi 1.500.000 Lt. Taigi pritaikius triangulaicijos principą įmonės vertei apskaičiuoti skirtingomis finansavimo alternatyvomis, pastebima, jog vienu ir kitu atveju gaunamas, tas pats rezultatas – įmonės vertė didesnė verslą finansuojant rizikos kapitalo investuotojams.

Įmonės vertėms apskaičiuoti yra naudojami pagrindiniai įmonės rodikliai - tai leidžia daryti išvadą, jog jei įmonės vertė yra didesnė finansuojant rizikos kapitalo lėšomis, įmonės uždirbamos pajamos ir pelnas yra didesni, nei tokį pat verslą finansuojant bankine paskola.

Atlikus įmonės „X“ vertinimus skirtingais metodais skirtingomis finansavimo alternatyvomis pastebima, jog įmonės savininkui, turint galimybę gauti rizikos kapitalo finansavimą, siūloma ją pasinaudoti. Nors rizikos kapitalo investuotojai reikalauja ganėtinai aukštos vidutiniškai 20-30 % grąžos iš investicijos kasmet, vis dėl to ši finansavimo alternatyva yra patrauklesnė analizuojamam verslui nei bankinė paskola. Rizikos kapitalo investuotojai investuoja į įmonę vidutiniškai 3-5 metus, jie padeda verslui greičiau augti, ko pasėkoje įmonė greičiau įsitvirtina rinkoje. Atlikta verslo analizė skirtingomis finansavimo alternatyvomis patvirtina, jog įmonė pasirinkdama rizikos kapitalo investuotojus gauna ne tik finansinę paramą, bet ir patyrusių verslininkų žinias ir patirtį, kuri padeda efektyvinti įmonės veiklą ir uždirbti didesnę pelną.

IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS

1. Atlikus mokslinės literatūros analizę nustatyta didelė rizikos kapitalo koncepciją analizuojančių autorių požiūrių įvairovė. Ši įvairovė grindžiama tuo, jog mokslininkai į rizikos kapitalo sampratą pažvelgia iš skirtingų perspektyvų. Vis tik dauguma mokslininkų sutinka, jog rizikos kapitalo samprata turi būti suprantama kaip kapitalas skirtas finansuoti rizikingą verslą. Rizikos kapitalas – tai alternatyvus verslo finansavimo šaltinis, dažniausiai skirtas inovatyvioms, aukštais augimo tempais pasižyminčioms kompanijoms.

2. Rizikos kapitalu gali būti finansuojama bet kuriame įmonės brandos stadijoje esantis verslas, tačiau rizikos kapitalą dažniausiai pritraukia įmonės esančios steigimo ir ankstyvosios plėtros stadijose, kuomet yra didžiausias finansavimo poreikis. Steigimo ir ankstyvosios plėtros stadijoje esančios kompanijos, dažniausiai neturi pakankamai turto, jog galėtų gauti paskolą verslui, tai inicijuoja verslo savininkus ieškoti alternatyvių verslo finansavimo sprendimų. Dažniausiai tai tampa rizikos kapitalo investicija.

3. Mokslinės literatūros analizė atskleidžia, jog kiekvienas rizikos kapitalo investavimo į rizikingą verslą procesas vyksta cikliškais etapais, kurie būdingi bene visiems sandoriams. Daugelis mokslininkų pateikia pagrindinius šešis rizikos kapitalo investuotojų vykdomus etapus: sandorio pradžia, atranka, vertinimas, investavimas, vystymas, pasitraukimas. Tačiau kiekviename etape kaip elgtis rizikos kapitalistas išmatuoti neįmanoma, nes tai priklauso nuo jo subjektyvios nuomonės bei nuojautos. Būtent dėl šio faktoriaus sunku atrasti metodą, kuriuo būtų galima vienareikšmiškai įverti verslą ir priėti išvados dėl jo tinkamumo rizikos kapitalo investuotojui.

4. Atlikus susistemintą mokslinių tyrimų analizę nustatyta, jog rizikos kapitalo investuotojai prieš priimdami sprendimą dėl investavimo atkreipia dėmesį ir detalai išanalizuoja šiuos penkis pagrindinius įmonės vertinimo kriterijus: verslininko asmeninės savybes, verslininko patirtį ir vadybos komandą, rinkos informaciją, gaminamą/teikiamą produktą/paslaugą bei įmonės finansinius aspektus.

5. Remiantis ekspertiniu vertinimu ir antroje darbo dalyje atliktu mokslinių tyrimų analizės pagrindu, pritaikius teorinėje dalyje įvertintas prielaidas apskaičiuota, jog minimalus įmonės įvertinimas, siekiant pritraukti rizikos kapitalo investicijas yra 2,17 balo. Šio metodo vienas iš trūkumų yra tai, jog vien teorinių prielaidų ir kriterijų nepakanka, siekiant nustatyti įmonės tinkamumą pritraukti rizikos kapitalo investuotojų lėšas. Atsižvelgiant į tai, jog analizuojami kriterijai nėra apskaičiuojami ir vieningu metodu negali būti prilyginami, būtina, jog pagal pateiktus kriterijus verslą įvertintų ekspertas.

6. Atlikus ekspertinį įmonės „X“ vertinimą ir pritaikius įmonės įvertinimo apskaičiavimo metodiką nustatyta, jog analizuojamos įmonės įvertinimas yra 2,32 balo, kas atskleidžia, jog analizuojama įmonė yra tinkama siekiant gauti rizikos kapitalo finansavimą.

7. Analizuojama UAB „X“ – tai labai jauna įmonė savo veiklą vykdanči vos dvejus metus. Įmonė užsiima pagrįdame didmenine informacinių technologijų produktų prekyba. Išanalizavus įmonės finansinę

situaciją, galima teigti, jog įmonės vadovai ganėtinai stabiliai valdo veiklą, kas atsiskleidžia finansiniuose rodikliuose. Žinoma analizė atskleidė ir keletą probleminių įmonės sričių. Pastebima, jog antraisiais metais, nors ir nežymiai, tačiau išaugo įmonės savikaina. Taip pat pastebimas ilgas atsargų apyvartumas, kuris signalizuoja, jog įmonėje ganėtinai ilgai „užsiguli“ neparduotos prekės. Tai atskleidžia, jog įmonėje ganėtinai ilgai yra „užšaldomi“ pinigai, o tai gali daryti įtaką apyvartinių lėšų trūkumui.

8. Suprognozavus įmonės „X“ trijų metų ataskaitas skirtingomis finansavimo alternatyvomis ir apskaičiavus įmonės vertes diskontuotų pinigų srauto ir ekonominio pelno metodais pastebima, jog įmonės vertė yra didesnė verslą finansuojant rizikos kapitalistams. Pagal gautus rezultatus galima daryti išvadą, jog nepaisant didesnių kapitalo kaštų verslą finansuoti rizikos kapitalu yra tinkamiau, siekiant efektyvesnių įmonės rezultatų, nei bankine paskola.

9. Rizikos kapitalo investicija lyginant su finansine paskola yra pranašesnė tuo, jog verslo savininkas šia finansavimo forma pritraukia ne tik finansinę paramą, tačiau kartu gauna ir patyrusių verslininkų žinias bei patirtį, kuri gali būti pritaikoma verslo valdyme siekiant suefektvinti veiklą. Taip pat šia finansavimo alternatyva gali pasinaudoti verslas, kuris neturi pakankamai turto, užstatui. Žinoma, gauti rizikos kapitalo investiciją ganėtinai sudėtinga, rizikos kapitalo investuotojai kelia ganėtinai aukštus reikalavimus potencialioms investicijoms. Kaip pateikia moksliniai tyrimai dažniausiai rizikos kapitalo investuotojai investuoja į smulkias ir vidutines inovatyvias, aukštais augimo tempais pasižyminčias kompanijas.

LITERATŪRA

- Alemany, L., Martí, J. (2005). *Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms*. EFA Moscow Meetings:33. Berlin
- Bhagat, S. (2014). Why do venture capitalists use such high discount rates? *The Journal of Risk Finance*, Vol. 15 Iss 1 pp. 94 – 98. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.1108/JRF-08-2013-0055>
- Burgel, O. (2000). *UK Venture Capital and Private Equity as an Asset Class for Institutional Investors*. Research report. London. Prieiga per internetą: http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/News/2005%20and%20older/2000_0001_assetclass_full.pdf
- Carver, L. (2011). *Venture Capital Valuation: Case Studies and Methodology*. John Wiley & Sons. ISBN-13: 9781118182345
- Christofildas, C., Debande, O. (2001). *Financing innovative firms through venture capital*. EIB Sector papers. Prieiga per internetą: <http://37.157.154.50/attachments/pj/vencap.pdf>
- Davila, A., Foster, G., Gupta, M. (2001). *The Impact of Rounds of Venture Capital Funding on the Growth Strategy of Startups*. Research paper No. 1727, Stanford University, Graduate School of Business.
- DNB bankas, (2015). *Baltijos šalių makroekonominės prognozės*. Prieiga per internetą: <https://www.dnb.lt/lt/apzvalgos/baltijos-saliu-makroekonominės-prognozės>
- Dobloug, T. A. (2008). *Venture Capital And Innovation*. ISBN: 978-82-7671-677-1 ISSN: 1501-8555. Prieiga per internetą: http://brage.bibsys.no/vmlui/bitstream/handle/11250/133456/not06_2008.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Edwards, J., Fischer, K. (1994). *Banks, Finance and Investment in Germany*. Cambridge: Cambridge University Press. Prieiga per internetą: [https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=mEHeNoWoq2EC&oi=fnd&pg=PR8&dq=Edwards+J.,+Fischer+K.+\(1994\).+Banks,+Finance+and+Investment+in+Germany.+Cambridge:+Cambridge+University+Press&ots=DzKopt76uc&sig=R7fRVSl_4Owr9H_gwGEYMA_s_fiM&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false](https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=mEHeNoWoq2EC&oi=fnd&pg=PR8&dq=Edwards+J.,+Fischer+K.+(1994).+Banks,+Finance+and+Investment+in+Germany.+Cambridge:+Cambridge+University+Press&ots=DzKopt76uc&sig=R7fRVSl_4Owr9H_gwGEYMA_s_fiM&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false)
- Girdzijauskas, S. (2005). *Finansinė analizė*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
- Gladstone, D., Gladstone, L. (2003). *Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Private Businesses for Outstanding Profits*.
- Gompers P., Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of economic perspectives*, American Economic Association, 15(2).

- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., Scharfstein, D. (2008). Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of Financial Economics* 87, 1–23. Prieiga per internetą: http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/vcic_article.pdf
- Gorman, M., Sahlman, W.A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of business venturing*, 4(4): 231-248.
- Harroch, R.D., Lipkin, D.A. (2014). 20 Key Due Diligence Activities In A Merger And Acquisition Transaction. Prieiga per internetą: <http://www.forbes.com/sites/allbusiness/2014/12/19/20-key-due-diligence-activities-in-a-merger-and-acquisition-transaction/#7c56074d3c40>
- Hellmann, T., Puri, M. (2002). On the Fundamental Role of Venture Capital. *The journal of finance*. Volume 57, issue 1.
- International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, (2012). Prieiga per internetą: http://www.privateequityvaluation.com/fileadmin/user_upload/pdfs/130301_IPEV_Valuation_Guidelines_Ed_December_2012.pdf
- Jurevičienė, D., Martinkutė, A. (2013). Rizikos kapitalo fondai: teoriniai aspektai. *Verlas: Teorija ir praktika*. Prieiga per internetą: <http://www.btp.vgtu.lt/indev.php/btp/article/viewFile/btp.2013.13/pdf>
- Kaplan, S. N., Stromberg, P. (2004), Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *Journal of Finance* 59, 2177–2210. Prieiga per internetą: <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksrisk.pdf>
- Kardelis, K. (2005). *Mokslinių tyrimų metodologija ir metodai: (edukologija ir kiti socialiniai mokslai)*. Vadovėlis. 3-iasis leidimas, Šiauliai: Lucilijus.
- Kariv, D., Coleman, S. (2015). Toward a theory of financial bricolage: the impact of small loans on new businesses. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 22 Iss 2 pp. 196 – 224. Prieiga per internetą: <http://www.emeraldinsight.com/doi/pdfplus/10.1108/JSBED-02-2013-0020>
- Kortum, S., Lerner, J. (1998). *Does venture capital spur innovation?* NBER working papers No. 6846. Prieiga per internetą: <http://www.people.hbs.edu/jlerner/vcinnov.pdf>
- Laurinavičius, A. (2012). Venture capital as a catalyst of business development in Lithuania. ВІСНИК. 2012, Nr. 141, p. 5-7. Kiev university. ISSN 1728- 2667. Prieiga per internetą: <http://cyberleninka.ru/article/n/venture-capital-as-a-catalyst-of-business-development-in-lithuanian>
- Laurs, I. (2013). *Verlas Naujai*. Vilnius: VAGA
- Lerner, J. (2008). *Venture capital*. In S.N. Durlauf and L.E Blume (Eds.). *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.

- Lerner, J., Moore, D., Shepherd, S. (2005). *A study of New Zealand's venture capital market and implications for public policy*. To the Ministry of Research Science & Technology. LECG Limited. Prieiga per internetą:
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.121.9076&rep=rep1&type=pdf>
- Lietuvos Statistikos Departamentas, (2014). *Informacinės technologijos Lietuvoje*. ISSN 2029-3615 Vilnius. Prieiga per internetą: <http://osp.stat.gov.lt/services-portlet/pub-edition-file?id=3268>
- Lietuvos Statistikos Departamentas. Prieiga per internetą: <http://www.stat.gov.lt/>
- Mackevičius, J., Valkauskas, R. (2010). *Integruota įmonės finansinės būklės ir veiklos rezultatų analizės metodika*. Business: Theory and Practice [Verslas: teorija ir praktika] 11(3): 213–221.
- Macmillan, I.C., Siegel, R., Narashimha, P.N.S. (1985). *Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals*. Journal of Business Venturing 1, 119-128. Elsevier Science Publishing Co., Inc., 52 Vanderbilt Avenue, New York, NY 10017.
- Mascre, F., Dubus, G., Lantz, J.G., Ehkirch, Y. M., Crochet, P. (2005). *Capital risque et valorisation de la recherche*. AFIC Document 33 pp.
- Mason, C., Stark, M. (2004). *What do Investors Look for in a Business Plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels*. International Small Business Journal. Prieiga per internetą: <http://isb.sagepub.com/content/22/3/227.full.pdf+html>
- Meggison, W.L. (2004). Towards a global model of venture capital? *Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 16, No 1*. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=321962>
- Metrick, A., Yasuda, A. (2010). *Venture Capital & The Finance Of Innovation*. Second edition. John Wiley & Sons. ISBN 978-0-470-45470-1.
- Nunes J.C., Félix E., Pacheco Pires P. C., (2014). Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments? *Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 21 Iss 3 pp. 505 – 527*. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.1108/JSBED-10-2013-0165>
- Online Etymology Dictionary .Prieiga per internetą:
http://www.etymonline.com/index.php?allowed_in_frame=0&search=venture+capital&searchmode=none
- Panda, S., Dash, S. (2016). Exploring the venture capitalist – entrepreneur relationship: evidence from India. *Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 23 Iss 1 pp. 64 -89*. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.1108/JSBED-05-2013-0071>
- Pickernell, D., Senyard, J., Jones, P., Packham, G., Ramsey, E. (2013). New and young firms: Entrepreneurship policy and the role of government – evidence from the Federation of Small Businesses survey. *Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 20 Iss 2 pp. 358 – 382*. Prieiga per internetą:
<http://www.emeraldinsight.com/doi/pdfplus/10.1108/14626001311326770>

- Puri, M., Zarutskie, R. (2012). *On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital and Non-Venture-Capital-Financed Firms*. The Journal of Finance vol.LXVII, No. 6. Prieiga per internetą: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2012.01786.v/pdf>
- Reiner, M.L. (1989). *The Transformation of Venture Capital: A History of Venture Capital Organizations in the United States*. 1 tomas University of California, Berkeley.
- Rudzikienė, V. (2003). *Statistinės technologijos teisėje ir valdyme : praktiniai darbai*. Vilnius: Lietuvos teisės universiteto Leidybos centras.
- Rutkauskas, A. V. (2006). *Konkurencingo verslo projektavimas: monografija*. Vilnius: Technika.
- Šimic, M. (2015). „Investment criteria set by venture capitalists“. *Ekonomski Vjesnik* 28.2 (2015): 457-479. Prieiga per internetą: <http://search.proquest.com/openview/42190384a401e51ea8cc8e1ab2e67688/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2031970>
- Tarptautiniai finansinės atskaitomybės standartai, (2007). Prieiga per internetą: <http://www.aat.lt>
- Tunguz, T., (2013). *Breaking Down A Typical VC/Startup Diligence Process*. Prieiga per internetą: <http://tomtunguz.com/breaking-down-a-typical-vcstartup-diligence-process/>
- Ūkio bankas. Prieiga per internetą: <http://www.ubrkv.lt/lt/galimybiu-pristatymas>
- Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius, (2010). *Įmonių finansinė analizė rodiklių skaičiavimo metodika*. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqomvbaltic.com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu_skaiciavimo_metodika-final.pdf
- Visagie, I. (2011). *Venture Capital Investment Criteria, An analysis of criteria and their relative importance*. Business Mastery Project, Cass Business School, City University London
- Zineckeri M., Bolf D. (2015). Venture capitalists' investment selection criteria in CEE countries and Russia. *Verslas: Teorija ir praktika / Business: Theory and Practice* Issn 1648-0627 / eIssn 1822-4202. Prieiga per internetą: <http://www.btp.vgtu.lt/indev.php/btp>

PRIEDAI

Kriterijai, kuriais remiantis rizikos kapitalo investuotojai priima sprendimą dėl investicijos

	Nunes J.C, Felix E., Pires C.P (2014)	Macmillan I.C., Siegel R., Narashimha P.N.S. (1985)	Zineckeri M., Bolf D. (2015)	Mascre F., Dubus G., Lantz J.S., Ehkirch Y.M., Crochet P. (2005)
Verslininko savybės				
Sąžiningumas ir patikimumas	v			
Ilgalaikė vizija	v			
Reagavimas į pokyčius ir rizikos įvertinimas	v	v		v
Gebėjimas nuolat ir intensyviai dėti pastangas	v	v	v	
Sugebėjimas pritraukti RK investuotojus	v	v		
Palankus požiūris į pasiūlymus ir kritiką	v			v
Noras uždirbti pinigų	v			
Dėmesingumas detalėms	v	v		
Verslininko patirtis ir vadybos komanda				
Susipažinę su rinka ir orientuoti į ją	v			
Įmonės tikslai	v			
Dėmesingumas technologijoms				v
Sektoriaus išmanymas	v	v	v	
Vadybos komunikabilumas			v	v
Gebėjimas organizuoti valdymo komandą	v			v
Techniniai gebėjimai	v			
Verslininkas buvo pasiūlytas patikimo šaltinio		v		
Valdymo įgūdžiai	v	v		
Profesinė patirtis	v			v
RK investuotojui žinoma verslininko reputacija		v	v	
Išsilavinimas	v			v
Turi panašią patirtį kaip ir RK investuotojai		v		
Verslininko likvidus kapitalas	v			
Rinkos informacija				
Tikslinės rinkos augimo tempai	v	v	v	v
Lengva prieiga prie paskirstymo kanalų	v			v
Kliūtys naujiems produktams patekti į rinką	v			v
Įmonės sugebėjimas patekti į rinką	v	v		v
Klientų perkamoji galia				v
Minimali konkurencija pirmais trejais metais	v	v		
RK išmanymas apie produkto rinką	v	v		
Rinkos dydis	v		v	v
Produktas/paslauga				
Produkto paklausa			v	
Potencialios užsienio rinkos	v		v	
Prekės pripažinimas rinkoje	v	v		
Produkto konkurencinis pranašumas			v	
Įmonei priklausantys patentai	v	v		
Produkto gyvavimo ciklas			v	
Žaliavų prieinamumas	v			
Inovacijos gamybos procese	v			
Produktas sukurtas pagal prototipą	v	v		
Unikalus produktas	v		v	
Aukštųjų technologijų produktas	v	v		
Finansiniai aspektai				
Numatoma grąžos norma	v	v	v	v
Lengvas išėjimas	v	v	v	v
Kaštų struktūra	v		v	v
Nulinio pelno laikas	v			
Investicijų dydis	v		v	v
Laikas grąžinti	v			
Galimybė gauti papildomą finansavimą	v		v	v
RK investicijos sąveika su esamomis investicijomis	v			v
Kiti investavimo aspektai				
Verslo plano kokybė	v			
Rizikos kapitalo investuotojo intuicija	v			
Jautrumas ekonominiams ciklams	v			
Produkto pajėgumai	v			
Geografinė padėtis	v			

EKSPERTINIO VERTINIMO ANKETA

Gerb. eksperte,

Anketą paruošė II kurso magistro studentė Žydrūnė Girtaitė. Ji skirta rašomam baigiamajam magistro darbui tema: „Finansavimo naudojant rizikos kapitalą vertinimo modelis“. Ekspertinio vertinimo tikslas – pagal pateiktus pagrindinius vertinimo kriterijus nustatyti minimalų įmonės įvertinimą siekiant pritraukti rizikos kapitalą.

Maloniai kviečiame prisijungti prie šio tyrimo. Jūsų atsakymai padės pasiekti naudingų rezultatų tiriant rizikos kapitalo investicijas.

Ekspertinis vertinimas vykdomas anonimiškai, todėl atsakymai į klausimus bus analizuojami tik apibendrinta forma. Jeigu pageidausite, Jums bus pateikta tyrimo rezultatų santrauka.

(Pildant atsakymus pasirinktame langelyje įrašykite ženklą „X“).

I. BENDRA INFORMACIJA APIE EKSPERTĄ

1. Jūsų išsilavinimas:

- Pagrindinis
- Vidurinis
- Profesinis
- Aukštasis neuniversitetinis
- Aukštasis universitetinis
- Daktaro laipsnis

3. Jūsų pareigos (nurodykite):

4. Jūsų darbo patirtis:

- Iki 3 metų
- 3 - 5 metai
- 5-10 metų
- 10 ir daugiau metų

II. Rizikos kapitalo vertinimas, pagal pateiktus kriterijus:

Įvertinkite kokia turi būti **minimali** kiekvieno kriterijaus reikšmė rizikos kapitalo investuotojui priimant sprendimą dėl verslo finansavimo. (1 – maža, 2 – vidutinė, 3 – didelė). Skirtingos grupės gali būti vertinamos vienodais balais).

Pildymo pvz.:

Veiksniai	Vertinimo balai					
	1			2		3
Verslininko savybės:						
Reagavimas į pokyčius ir rizikos įvertinimas				X		
Gebėjimas nuolat ir intensyviai dėti pastangas						X

Pagal pateiktą pavyzdį prašau užpildyti žemiau esančią lentelę.

Veiksniai	Vertinimo balai					
	1			2		3
Verslininko savybės:						
Reagavimas į pokyčius ir rizikos įvertinimas						
Gebėjimas nuolat ir intensyviai dėti pastangas						
Sugebėjimas pritraukti RK investuotojus						
Palankus požiūris į pasiūlymus ir kritiką						
Dėmesingumas detalėms						
Verslininko patirtis ir vadybos komanda:						
Sektoriaus išmanymas						
Gebėjimas organizuoti valdymo komandą						
Valdymo įgūdžiai						
Profesinė patirtis						
Išsilavinimas						
Rinkos informacija:						
Tikslinės rinkos augimo tempai						
Lengva prieiga prie paskirstymo kanalų ir tiekėjų						
Įmonės sugebėjimas patekti į rinką						
Minimali konkurencija pirmais trejais metais						
Rinkos dydis						
Produktas/paslauga:						
Potencialios užsienio rinkos						
Prekės pripažinimas rinkoje						
Įmonei priklausantys patentai						
Produktas sukurtas pagal prototipą						
Unikalus produktas						
Finansiniai aspektai:						
Numatoma grąžos norma						
Lengvas išėjimas						
Kaštų struktūra						
Investicijų dydis						
Galimybė gauti papildomą finansavimą						

NUOŠIRDŽIAI DĖKOJU UŽ JŪSŲ PAGALBĄ!

Anketą sudarė: Žydrūnė Girtaitė

Kauno technologijos universitetas,

Ekonomikos ir verslo fakultetas,

Apskaitos katedra

Mokslinio darbo vadovas: Lekt.dr. Marius Strumickas

Užpildytą anketą prašome siųsti el. paštu zydrune.girtaite@ktu.edu

UAB "X" balanso modeliavimas skirtingomis finansavimo alternatyvomis

	TURTAS	2014	RK investicija	Bankinė paskola
A.	ILGALAIKIS TURTAS	198.689	698.689	698.689
I.	NEMATERIALUSIS TURTAS	28.096	128.096	128.096
I.4.	Programinė įranga	28.096	128.096	128.096
II.	MATERIALUSIS TURTAS	170.593	570.593	570.593
II.3.	Mašinos ir įrengimai	23.833	423.833	423.833
II.4.	Transporto priemonės	78.550	78.550	78.550
II.5.	Kita įranga, prietaisai, įrankiai ir įrenginiai	68.210	68.210	68.210
B.	TRUMPALAIKIS TURTAS	3.358.501	3.358.501	3.358.501
I.	ATSARGOS, IŠANKSTINIAI APMOKĖJIMAI IR NEBAIGTOS VYKDYTI SUTARTYS	2.918.418	2.918.418	2.918.418
I.1.	Atsargos	2.764.059	2.764.059	2.764.059
I.1.1.	Žaliavos ir komplektavimo gaminiai	22.790	22.790	22.790
I.1.4.	Pirktos prekės, skirtos perparduoti	2.741.269	2.741.269	2.741.269
I.2.	Išankstiniai apmokėjimai	154.359	154.359	154.359
II.	PER VIENERIUS METUS GAUTINOS SUMOS	428.467	428.467	428.467
II.1.	Pirkėjų įsiskolinimas	273.350	273.350	273.350
II.3.	Kitos gautinos sumos	155.117	155.117	155.117
IV.	PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI	11.616	11.616	11.616
	TURTO IŠ VISO:	3.557.190	4.057.190	4.057.190
	NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI	2014	RK investicija	Bankinė paskola
C.	NUOSAVAS KAPITALAS	1.119.599	1.469.599	1.119.599
I.	ĮSTATNIS KAPITALAS	35.000	750.000	35.000
III.	REZERVAI	3.500	40.000	3500
IV.	NEPASKIRSTYTASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	1.081.099	679.599	1.081.099
IV.1.	Ataskaitinių metų pelnas (nuostoliai)	724.350		724.350
IV.2.	Ankstesnių metų pelnas (nuostoliai)	356.749		356.749
E.	MOKĖTINOS SUMOS IR ĮSIPAREIGOJIMAI	2.437.591	2.587.591	2.937.591
I.	PO VIENERIŲ METŲ MOKĖTINOS SUMOS IR ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	10.363	10.363	360.363
I.1.	Finansinės skolos	10.363	10.363	360.363
II.	PER VIENERIUS METUS MOKĖTINOS SUMOS IR TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	2.427.228	2.577.228	2.577.228
II.1.	Ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis	5.158	5.158	5.158
II.2.	Finansinės skolos	250.000	250.000	250.000
II.2.2.	Kitos skolos	250.000	250.000	250.000
II.3.	Skolos tiekėjams	989.703	989.703	989.703
II.4.	Gauti išankstiniai apmokėjimai	814.534	814.534	814.534
II.5.	Pelno mokesčio įsipareigojimai	143.200	143.200	143.200
II.6.	Su darbo santykiais susiję įsipareigojimai	134.852	134.852	134.852
II.8.	Kitos mokėtinos sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai	89.781	239.781	239.781
	NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	3.557.190	4.057.190	4.057.190

Suprognuozuotas 2015-2017 metų UAB „X“ balansas verslą finansuojant bankine paskola

TURTAS	Prognozė		
	2015	2016	2017
ILGALAIKIS TURTAS	713.365	1.416.179	1.618.782
NEMATERIALUSIS TURTAS	128.096	130.000	130.000
Programinė įranga	128.096	130.000	130.000
MATERIALUSIS TURTAS	585.269	1.286.179	1.488.782
Žemė		200.000	200.000
Pastatai		400.000	398.000
Mašinos ir įrengimai	423.833	508.600	661.179
Transporto priemonės	86.405	95.046	114.055
Kita įranga, prietaisai, įrankiai ir įrenginiai	75.031	82.534	115.548
TRUMPALAIKIS TURTAS	3.064.955	2.928.802	3.334.214
ATSARGOS, IŠANKSTINIAI APMOKĖJIMAI IR NEBAIGTOS VYKDYTI SUTARTYS	2.648.800	2.451.723	2.787.074
Atsargos	2.114.557	2.322.048	2.639.662
Išankstiniai apmokėjimai	118.088	129.675	147.412
PER VIENERIUS METUS GAUTINOS SUMOS	406.155	467.079	537.140
PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI	10.000	10.000	10.000
TURTO IŠ VISO:	3.778.320	4.344.981	4.952.996

NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI	2015	2016	2017
NUOSAVAS KAPITALAS	898.710	1.216.529	1.416.535
ĮSTATNIS KAPITALAS	35.000	35.000	35.000
REZERVAI	3.500	3.500	3.500
NEPASKIRSTYTASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	860.210	1.178.029	1.378.035
Ataskaitinių metų pelnas (nuostoliai)	779.111	1.117.819	1.300.006
Ankstesnių metų pelnas (nuostoliai)	81.099	60.210	78.029
MOKĖTINOS SUMOS IR ĮSIPAREIGOJIMAI	2.879.610	3.128.452	3.536.461
PO VIENERIŲ METŲ MOKĖTINOS SUMOS IR ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	360.363	360.363	360.363
Finansinės skolos	360.363	360.363	360.363
PER VIENERIUS METUS MOKĖTINOS SUMOS IR TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	2.519.247	2.768.089	3.176.098
Ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis	35.000	35.000	35.000
Finansinės skolos	111.658	50.993	99.149
Skolos tiekėjams	1.103.247	1.211.503	1.377.215
Gauti išankstiniai apmokėjimai	895.987	1.030.386	1.184.943
Pelno mokesčio įsipareigojimai	137.490	197.262	229.413
Su darbo santykiais susiję įsipareigojimai	141.595	148.674	156.108
Kitos mokėtinos sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai	94.270	94.270	94.270
NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	3.778.320	4.344.981	4.952.996

Suprognuozuotas 2015-2017 metų UAB „X“ balansas verslą finansuojant rizikos kapitalu

TURTAS	Prognozė		
	2015	2016	2017
ILGALAIKIS TURTAS	713.365	1.416.179	1.618.782
NEMATERIALUSIS TURTAS	128.096	130.000	130.000
Programinė įranga	128.096	130.000	130.000
MATERIALUSIS TURTAS	585.269	1.286.179	1.488.782
Žemė		200.000	200.000
Pastatai		400.000	398.000
Mašinos ir įrengimai	423.833	508.600	661.179
Transporto priemonės	86.405	95.046	114.055
Kita įranga, prietaisai, įrankiai ir įrenginiai	75.031	82.534	115.548
TRUMPALAIKIS TURTAS	3.756.310	4.399.463	5.147.744
ATSARGOS, IŠANKSTINIAI APMOKĖJIMAI IR NEBAIGTOS VYKDYTI SUTARTYS	3.340.180	3.852.505	4.502.691
Atsargos	2.743.922	3.099.018	3.598.507
Išankstiniai apmokėjimai	184.827	221.792	266.151
PER VIENERIUS METUS GAUTINOS SUMOS	411.430	531.694	638.033
PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI	4.700	15.264	7.020
TURTO IŠ VISO:	4.469.675	5.815.643	6.766.526

NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI	2015	2016	2017
NUOSAVAS KAPITALAS	1.686.612	2.283.504	2.383.836
ĮSTATNIS KAPITALAS	385.000	385.000	385.000
REZERVAI	40.000	40.000	40.000
NEPASKIRSTYTASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	1.261.612	1.858.504	1.958.836
Ataskaitinių metų pelnas (nuostoliai)	930.513	1.126.892	1.645.332
Ankstesnių metų pelnas (nuostoliai)	331.099	731.612	313.504
MOKĖTINOS SUMOS IR ĮSIPAREIGOJIMAI	2.783.063	3.532.139	4.382.690
PO VIENERIŲ METŲ MOKĖTINOS SUMOS IR ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI			
Finansinės skolos			
PER VIENERIUS METUS MOKĖTINOS SUMOS IR TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	2.783.063	3.532.139	4.382.690
Ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis	5.158		
Finansinės skolos			
Skolos tiekėjams	1.291.258	1.549.509	1.837.536
Gauti išankstiniai apmokėjimai	895.987	1.030.386	1.184.943
Pelno mokesčio įsipareigojimai	137.490	197.262	229.413
Su darbo santykiais susiję įsipareigojimai	141.595	148.674	156.108
Kitos mokėtinos sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai	311.575	606.308	974.691
NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	4.469.675	5.815.643	6.766.526

Descriptive Statistics

	N	Sum	Mean
Reagavimas_j_pokyčius_ir_rizikos_jvertinimas	16	40,00	2,5000
Gebėjimas_nuolat_ir_intensyviai_dėti_pastangas	16	40,00	2,5000
Sugebėjimas_pritraukti_RK_investuotojus	16	37,00	2,3125
Palankus_požiūris_j_pasiūlymus_ir_kritiką	16	36,00	2,2500
Dėmesingumas_detalėms	16	38,00	2,3750
Sektoriaus_išmanymas	16	46,00	2,8750
Gebėjimas_organizuoti_valdymo_komandą	16	39,00	2,4375
Valdymo_jgūdžiai	16	36,00	2,2500
Profesinė_patirtis	16	36,00	2,2500
Verslininko_išsilavinimas	16	29,00	1,8125
Tikslinės_rinkos_augimo_tempai	16	35,00	2,1875
Lengva_prieiga_prie_paskirstymo_kanalų_ir_tiekėjų	16	25,00	1,5625
Įmonės_sugebėjimas_patekti_j_rinką	16	35,00	2,1875
Minimali_konkurencija_pirmais_trejis_metais	16	22,00	1,3750
Rinkos_dydis	16	39,00	2,4375
Potencialios_užsienio_rinkos	16	41,00	2,5625
Prekės_pripažinimas_rinkoje	16	34,00	2,1250
Įmonei_priklausantys_patentai	16	35,00	2,1875
Produktas_sukurtas_pagal_prototipą	16	25,00	1,5625
Unikalus_produktas	16	40,00	2,5000
Numatoma_gražos_norma	16	34,00	2,1250
Lengvas_išėjimas	16	34,00	2,1250
Investicijų_dydis	16	25,00	1,5625
Galimybė_gauti_papildomą_finansavimą	16	34,00	2,1250
Kastu_struktura	16	30,00	1,8750
Valid N (listwise)	16		

	Eksperto „X“ įmonės įvertinimas	Svoris	Vidurkis*svoris	Įmonės „X“ įvertinimas
Verslininko savybės		20%	0,50	2,32
Reagavimas į pokyčius ir rizikos įvertinimas	2,50	22%	0,5	
Gebėjimas nuolat ir intensyviai dėti pastangas	3,00	21%	0,6	
Sugebėjimas pritraukti RK investuotojus	2,00	20%	0,4	
Palankus požiūris į pasiūlymus ir kritiką	3,00	20%	0,6	
Dėmesingumas detalėms	2,00	18%	0,4	
Verslininko patirtis ir vadybos komanda		20%	0,54	
Sektoriaus išmanymas	3,00	23%	0,7	
Gebėjimas organizuoti valdymo komandą	2,00	21%	0,4	
Valdymo įgūdžiai	3,00	20%	0,6	
Profesinė patirtis	3,00	19%	0,6	
Išsilavinimas	2,50	17%	0,4	
Rinkos informacija		20%	0,41	
Tikslinės rinkos augimo tempai	3,00	23%	0,7	
Lengva prieiga prie paskirstymo kanalų ir tiekėjų	2,00	23%	0,5	
Įmonės sugebėjimas patekti į rinką	2,00	20%	0,4	
Minimali konkurencija pirmais trejais metais	1,00	19%	0,2	
Rinkos dydis	2,00	16%	0,3	
Produktas/paslauga		20%	0,40	
Potencialios užsienio rinkos	2,50	21%	0,5	
Prekės pripažinimas rinkoje	2,50	21%	0,5	
Įmonei priklausantys patentai	1,00	21%	0,2	
Produktas sukurtas pagal prototipą	2,00	19%	0,4	
Unikalus produktas	2,00	18%	0,4	
Finansiniai aspektai		20%	0,46	
Numatoma gražos norma	2,00	24%	0,5	
Lengvas išėjimas	3,00	23%	0,7	
Kaštų struktūra	2,00	19%	0,4	
Investicijų dydis	2,00	18%	0,4	
Galimybė gauti papildomą finansavimą	2,50	17%	0,4	