



**KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS  
EKONOMIKOS IR VERSLO FKULTETAS**

**Neringa Vyšniauskaitė**

**INOVACIJŲ POVEIKIS ĮMONĖS VERTĖS KŪRIMUI**

**MAGISTRO DARBAS**

**Darbo vadovė doc. dr. Daiva Laskienė**

**KAUNAS 2016**

KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS  
EKONOMIKOS IR VERSLO FKULTETAS

INOVACIJŲ POVEIKIS ĮMONĖS VERTĖS KŪRIMUI

Verslo ekonomika (621L17001)

**MAGISTRO DARBAS**

**Darbą atliko**

VMGLVE-4a, Neringa Vyšniauskaitė .....

**2016 m. ....**

**Vadovė**

doc. dr. Daiva Laskienė .....

**2016 m. ....**

**Recenzentas,-ė**

doc. dr. Jovita Vasauskaitė .....

**2016 m. ....**

**KAUNAS, 2016**



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS

Ekonomikos ir verslo fakultetas

(Fakultetas)

Neringa Vyšniauskaitė

(Studento vardas, pavardė)

Verslo ekonomika, 621L17001

(Studijų programos pavadinimas, kodas)

Baigiamojo magistro darbo „Inovacijų poveikis įmonės vertės kūrimui“

### AKADEMINIO SAŽININGUMO DEKLARACIJA

20 16 m. gegužės d.  
Kaunas

Patvirtinu, kad mano **Neringos Vyšniauskaitės** baigiamasis magistro darbas tema „Inovacijų poveikis įmonės vertės kūrimui“ 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)

Vyšniauskaitė, Neringa. Impact of Innovations on a Company's Value Creation. Master's Final Thesis in Business economy/ supervisor doc. dr. Daiva Laskienė. Department of Economics and Business, Kaunas:, Kaunas University of Technology.

Social sciences: economy.

Key words: company value, innovation, the discounted cash flow method.

Kaunas, 2016, 79 p.

## SUMMARY

In many literature it is emphasized that the value of the company depends on company's potential to grow. On the other hands, the value of the company is affected by several factors such as innovation. So the first problem is how to find a real company's value, and second – how business value is affected by innovation. So, the object of this work is the value of the company. And the aim of the paper is to evaluate innovation influence on company's value. The first part of the paper discuss the valuation relevance and problems. Concept of enterprise value, enterprise value and the factors affecting business valuation purposes is introduced in second part. The third part of the work carried out business valuation analysis. In the fourth part of the paper was found business valuation before and after new innovation.

The research of the paper revealed that the value of presented company has increased after new innovation. The company's value change due to free cash flow, which, after the new innovation has increased rapidly in each forecast year.

**Paper structure.** Paper volume – 79 pages and 10 annexes, 20 figures, 18 tables. In paper used 60 sources of information.

**Keywords:** company value, innovation, the discounted cash flow method.

## PAVEIKSLĖLIŲ SĄRAŠAS

1 pav. Problemos su kuriomis susiduriama siekiant nustatyti įmonės vertę (sudaryta pagal Szymanski, P., 2012) .....	11
2 pav. Įmonės vertės pokyčius lemiantys aplinkos faktoriai (sudaryta pagal Capital Valuation Group, Inc, 2016).....	13
3 pav. Įprastai įmonės vertei nustatyti naudojama informacija (sudaryta pagal Verslo įsigijimas ir pardavimas, 2006: 37).....	15
4 pav. Įmonės vertės sampratos koncepcija.....	18
5 pav. Verslo vertės nustatymu suinteresuotos šalys (Sudaryta pagal Dzikevičius, A., Michnevič, E., Ževžikova, O., 2008).....	19
6 pav. Vertę veikiančių veiksnių valdymas (sudaryta pagal L.E.K., 2016).....	20
7 pav. Pagrindinės vertės nustatymo metodai pagal Fernandezą (sudaryta pagal Fernandez, P. (2013)) .....	22
8 pav. EVA koncepcija (sudaryta pagal Vu Thuy Linh, N. (2013)).....	24
9 pav. EVA skaičiavimo etapai (sudaryta pagal Hoque, M., Akter, M., Shil, N. C., (2004)) .....	25
10 pav. Grynojo pinigų srauto apskaičiavimas sudaryta autorės.....	28
11 pav. Įmonės pinigų srautų prognozavimo etapai (sudaryta pagal Senkų, K. (2005)).....	29
12 pav. Keturi inovacijų tipai (sudaryta pagal Pagosian, S., Dzemyda, I., 2012: 65) .....	34
13 pav. E-inovacijų ir p-inovacijų įtaka įmonės vertei (adaptuota pagal Dotzel, T., Shankar, V., Berry, L.L., 2013: 261) .....	36
14 pav. Inovacijų įtaka įmonės vertei .....	38
15 pav. AB „Grigiškės“ produktų struktūra.....	40
16 pav. Teorinis verslo vertinimo modelis (sudaryta pagal Dzikevičiaus A., Mechevič E., Ževlikovos O., 2008: 231) .....	41
17 pav. AB „Grigiškės“ grynas pelningumas .....	43
18 pav. AB „Grigiškės“ savikaina tenkanti 1 pardavimo eurui.....	44
19 pav. AB „Grigiškės“ 2009-2010 m. balanso rodiklių analizė.....	45
20 pav. AB „Grigiškės“ laisvieji pinigų srautai prieš inovacija ir po jos, tūkst. eur .....	59

## LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Pagrindinės verslo vertinimo metodų grupės (sudaryta autorės pagal Smulkaus ir vidutinio verslo valdymo žinyną, 2008: 354) .....	23
2 lentelė. EVA metodo trūkumai ir privalumai (sudaryta pagal Sinevičienė, L. (2007) ir Chmieliauskaitė, M. (2006)).....	26
3 lentelė. Pinigų srautų pranašumai ir trūkumai (sudaryta pagal Džikevičius, A., Michnevič, E., Ževžikova O. (2008) ir Verslas: teorija ir praktika (2006)).....	32
4 lentelė. Inovacijų klasifikavimo požymiai (sudaryta pagal Strazdas, R., Jakubavičius, A., Gečas, K., 2011 :11) .....	35
5 lentelė. AB „Grigiškės“ prognostinis pelno (nuostolių) ataskaita 2015 – 2016 m., eur .....	48
6 lentelė. AB „Grigiškės“ turto prognozė, eur .....	49
7 lentelė. AB „Grigiškės“ nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų prognozė, eur.....	51
8 lentelė. AB „Grigiškės“ prognostiniai pinigų srautai, eur .....	51
9 lentelė. AB „Grigiškės“ nuosavo ir skolinto kapitalo dalys .....	52
10 lentelė. AB „Grigiškės“ vidutinė svertinė kapitalo kaina 2014 metais.....	52
11 lentelė. Apskaičiuota AB „Grigiškės“ vertė .....	53
12 lentelė. AB „Grigiškės“ nauja prognostinė pelno (nuostolių) ataskaita po inovacijos įgyvendinimo, eur .....	55
13 lentelė. AB „Grigiškės“ nauja prognostinė balanso ataskaita po inovacijos įgyvendinimo, eur .....	56
14 lentelė. AB „Grigiškės“ nauja prognostinė balanso ataskaita po inovacijos įgyvendinimo, eur .....	56
15 lentelė. AB „Grigiškės“ prognozuojami pinigų srautai po inovacijos, eur.....	57
16 lentelė. AB „Grigiškės“ vertės apskaičiavimas po inovacijos įgyvendinimo, eur.....	58
17 lentelė. AB „Grigiškės“ vertė prieš inovacija ir po jos.....	58
18 lentelė. AB „Grigiškės“ vertė tenkanti vienai akcijai .....	60

# TURINYS

Įvadas .....	8
1. TIKSLIOS ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMO PROBLEMOS ANALIZĖ .....	9
2. INOVACIJŲ ĮTAKOS ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMOUI TEORINIAI SPRENDIMAI ...	17
2.1. Įmonės vertės samprata.....	17
2.2 Įmonės vertės nustatymo metodai.....	21
2.2.1 Įmonės vertės nustatymo metodų įvairovė .....	21
2.2.2 Ekonominio pelno metodas .....	24
2.2.3 Diskontuotų pinigų srauto metodas .....	27
2.3 Inovacijų poveikis įmonės vertei .....	33
3. ĮMONĖS VERTĖS VERTINIMO METODOLOGIJA .....	39
4. ĮMONĖS VERTĖS POKYČIO ANALIZĖ ĮVEDUS INOVACIJĄ.....	43
4.1 Įmonės esamos vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu .....	43
4.2 Įmonės pagrindinių rodiklių prognozavimas įgyvendinus inovaciją.....	53
4.3 Naujos įmonės vertės nustatymas .....	57
4.4 Inovacijos įtaka įmonės vertei nustatymas .....	58
IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS .....	61
LITERATŪRA .....	63
PRIEDAI.....	69

# IVADAS

**Temos aktualumas.** Greitai besikeičiančioje visuomenėje savininkams ypač svarbu žinoti savo įmonės vertę. Užsienio šalyse jau plačiai kalbama įmonės verte pagrįsto valdymo tema. Verte pagrįsto valdymo teorija atskleidžia jog įmonės vertė priklauso nuo įmonės laisvųjų pinigų srautų, todėl įvertinus veiksnius, kurie daro didžiausią įtaką laisviesiems pinigų srautams galima kontroliuoti įmonės vertę. Taigi, įmonės vertės maksimizavimas turėtų būti kiekvieno vadovo tikslas. Tik racionalus turimų išteklių paskirstymas ir geras įmonės valdymas sukuria įmonės vertę, vadinasi, ir daroma teigiama įtaka galutiniam įmonės rezultatui. Vienas iš labiausiai darančių įtaką įmonės vertei veiksnių yra inovacijos. Inovacijų sąvoka vis labiau populiarėja darniose, šiuolaikiškuose bei augančiuose įmonėse, kadangi dėl inovacijų gali smarkiai padidinti įmonės pinigų srautus.

Užsienio šalyse įmonės verslo vertės nustatymo teorija ir praktika yra pakankamai išplėtotos. Lietuvoje į šią sritį vis labiau gilinamasi, tačiau įmonės vertinimo klausimus nagrinėjančios literatūros nėra pakankamai.

**Problema.** Daugelyje literatūrų pabrėžiama, jog įmonės vertė priklauso nuo įmonės potencialo augti. Tačiau įmonės vertę veikia įvairūs veiksniai, pavyzdžiui, inovacijos. Taigi, kyla problema kaip tiksliai nustatyti įmonės vertę ir kaip ji pakistų įgyvendinus inovaciją.

**Darbo objektas.** Įmonės vertė.

**Darbo tikslas.** Įvertinti inovacijų įtaką įmonės vertei.

**Darbo uždaviniai:**

1. Atskleisti tikslios įmonės vertės nustatymo aktualumą ir problemas.
2. Pateikti įmonės vertės sampratą, įmonės vertei įtaką darančius veiksnius ir jos nustatymo tikslus.
3. Išanalizuoti įmonės vertės nustatymo metodus.
4. Pateikti inovacijų poveikio įmonės vertei teorinius sprendimus.
5. Nustatyti įmonės AB „Grigiškės“ vertę prieš įvedant inovaciją ir po jos.
6. Įvertinti inovacijos poveikį įmonės AB „Grigiškės“ vertei.

**Darbo metodai.** Darbe atlikta sisteminė Lietuvos ir užsienio autorių mokslinės literatūros ir informacijos šaltinių palyginamoji analizė, faktinių įmonės duomenų analizė ir apibendrinimas, grafinis vaizdavimas, stebėjimas.

**Darbo struktūra.** Darbo apimtis – 79 puslapiai ir 10 priedų, 20 paveikslų, 18 lentelės. Panaudoti 60 informacijos šaltiniai.



## 1. TIKSLIOS ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMO PROBLEMOS ANALIZĖ

Šiuolaikinėse vadybos teorijose vis labiau akcentuojamas įmonės vertės klausimas. Apie vertę bei jos reikšmę įmonės vystymuisi kalba vis daugiau vadybos specialistų, o ir patiems vadybininkams tai tampa svarbiu tyrimo objektu. Vertės nustatymas kaip ekonominių sistemų klausimas vis aktualesnis, nes pasaulinė ekonomika juda globalizacijos ir laisvo kapitalo judėjimo link. Šiuolaikinėje organizacijoje kokybiška veiklos matavimą lemia ne vienas, o grupė rodiklių. Sėkmingą verslą garantuoja informacija apie kiekvieno produkto ar vartotojo pelningumą, bei atskirų padalinių veiklos efektyvumą. Taigi, pasaulinės konkurencinės rinkos sąlygomis veiklos vertinimas tampa svarbia ekonomine problema (Christauskas; Kazlauskienė, 2009: 715).

Daugelį metų įmonės vertės kūrimas yra daugelio įmonių centre, taigi, įmonės nuolatos siekia ir bando rasti efektyviausius būdus įmonės vertei maksimizuoti (Survilaitienė, Tamošiūnienė, Shatrevich, 2015: 40).

Ir nors iki šios dienos jau yra sukurta nemažai teorinių verslo vertinimo metodų ir modelių, juos praktiškai naudoti vis dar yra sudėtinga, tam reikia tolesnių tyrimų bei analizės (Dzikevičius; Michnevič; Ževžikova, 2008: 230). D. Buršaitienė ir A. Juozapavičienė pastebi, jog įmonių veiklos išmatavimo ir vertės valdymo problemos tyrinėjamos daugelio tyrinėtojų daugelį metų (Buršaitienė, Juozapavičienė A., 2008: 467).

Įmonės vertės nustatymo problemas analizavo daugelis užsienio autorių, pavyzdžiui, įmonės vertės nustatymo metodus ir dažniausiai pasitaikančios vertės skaičiavimo klaidas aprašė Pablo Fernandezas (Fernandez, 2013). Timas Kolleris, Macas Goedhartas, Davidas Wesselsas išleido knygą apie įmonės vertės nustatymą, vertės valdymą ir kas labiausiai daro įtaką įmonės vertei (Kolleris, Goedhartas, Wesselsas, 2010). Knygoje yra aprašomi keli labiausiai paplitę vertės nustatymo metodai, bei su kokiais sunkumais susiduriama nustatinėjant įmonės vertę. Taip pat, ekonomistas Aswath'as Damodaranas aprašė su kokiais sunkumais susiduriama siekiant nustatyti „jaunų“ ar dar tik besivystančių kompanijų vertę (Damodaran, 2009).

Užsienio literatūroje plačiai kalbama apie vertę grįstą įmonių valdymą (angl. *value based management*). Vertę grįstas įmonės valdymas savo galutiniu tikslu išsikelia įmonės vertės maksimizavimą, taigi, vertės grįsto valdymo literatūra nagrinėja ir pateikia įvairias valdymo metrikas, kurios padeda įvertinti ir valdyti finansinius rezultatus (Cwynar, 2009: 47).

Lietuvių autorių literatūroje apie vertę grįstą valdymą nėra plačiai diskutuojama. Vertę grįstas valdymas užsienio šalyse ne tik plačiau nagrinėjamas teoriniu aspektu, bet ir vis dažniau

pritaikomas praktikoje. Visame pasaulyje žinomos kompanijos kaip „Coca Cola“, „Cadbury“, „Disney“, ir „Du Pont“ akivaizdžiai pasiekė gerų rezultatų, savo organizacijose įdiegdamos vertę grįsto valdymo sistemą. Įmonės vertės kūrimo tikslas šiuose kompanijos iškeliamas kaip vienas ir pagrindinis tikslas įmonės strategijoje, nes visi įmonėje priimami sprendimai siejami su įmonės vertės kūrimo tikslu.

Vertę grįsto valdymo koncepciją atspindi teiginys, kad vertę grįsta vadyba siūlo rinktis tokį vadovavimo stilių, kuris garantuotų, jog kompanijos ir organizacijos vykdys savo veiklą, remdamosi vertės kūrimo principais. Vertę grįsta vadyba remiasi trimis svarbiais komponentais:

- Vertės kūrimas, reiškiantis, kad dėmesys yra skiriamas vertei didinti arba maksimaliai vertei kurti.
- Vertei kurti skirta vadyba – įskaitant bendrąsias vertybes, korporacinę kultūrą, išorinius ryšius, organizaciją ir vadovavimo stilių.
- Vertės kūrimo vertinimas: efektyvių pažangos indikatorių suradimas (<http://www.verslas.in>).

Kolleris, Goedhartas, Wesselsas (2010) savo knygoje aprašo vadovus, kurie valdyme remiasi įmonės vertę. Įmonės vertę grįsto valdymo metodo vadovai išsiskiria iš senos kartos vadovų keliasi bruožais:

- Įmonės vertę grįsto valdymo vadovai sutelkia dėmesį į ilgalaikius grynųjų pinigų srautus, o ne į atskirus ketvirčio srautus;
- Įmonės vertę grįsto valdymo vadovai vertina įmonę labiau kreipdami dėmesį į įmonės alternatyviuosius kaštus, o ne į įmonės dydį, prestižą ar kitus subjektyvius kriterijus;
- Įmonės vertę grįsto valdymo vadovai tiki, kad įmonę geriausia valdyti pasitelkiant įmonės vertės kūrimo filosofiją. Norėdami tai padaryti, šios filosofijos vadovai turi ne tik nustatyti įmonės vertės kūrimą kaip verslo strateginį tikslą (t.y. nustatyti vertės kūrimo tikslus), bet turi užtikrinti, kad bendrovės kasdieniai procesai būtų susiję su įmonės vertės kūrimu. Šiuos procesus apima planavimas, veiklos valdymas, skatinimo priemonių sistema ir investuotojų bendradarbiavimas. Kitaip sakant įmonė turi būti orientuota į įmonės vertės kūrimą, kuri skatina grynuosius pinigų srautus, pelną ir akcininkų pripažinimą (Koller, Goedhard, Wessels, 2010: 10).

Tačiau įmonės vertę grįstas valdymas yra pakankamai sunkus valdymo modelis, kurio pritaikymas įmonėje nėra lengvas ir reikalauja gero vadovo išmanymo.

Deevas (2011) savo darbuose nagrinėja, su kokiomis problemomis susiduriama siekiant nustatyti bankų vertę. Jo nuomone, bankų vertinimas yra labai sunkus ir dar tinkamai neišnagrinėta bankų vertinimo metodika (Deev, 2011: 43).

Kalbant apie lietuvių autorius tai A. Dzikevičiaus, E. Mechevič, O. Ževlikovos (2008) straipsniuose pateikia teorinius ir praktinius įmonės vertės nustatymo modelius diskontuotų pinigų srautų metodu, išskiria šio metodo privalumus ir trūkumus. Senesnėje literatūroje apie įmonės vertės nustatymo metodus tik užsimenama, tačiau jie plačiau nenagrinėjami.

Lietuvoje dar ne visos įmonės yra orientuotos į akcininko gaunamos naudos ar įmonės vertės didinimą. Daug problemų iškyla vertinant, kokią realią naudą gauna akcininkas arba kokia yra įmonės vertė. Nors yra nemažai alternatyvių vertės nustatymo metodų, tačiau daugelio jų taikymas dėl informacijos stygiaus Lietuvoje yra komplikuoatas, iškyla problema, kai reikia pasirinkti, kurį metodą tikslinga naudoti įmonei vertei nustatyti (Sinevičienė, 2007: 247).

Ekonomistas Piotras Szymanski 2011 metais atliko tyrimą, kuriame apklausė 182 skirtingus įmonės vertės nustatymo ekspertų iš 12 skirtingų šalių. Respondentų buvo klausiama su kokiomis problemomis jie dažniausiai susiduria siekdami tiksliai nustatyti įmonės vertę (Szymanski, 2012: 16). Pagrindinės problemos, išskirtos pasaulio ekonomistų vertinant įmonę, pateiktos 1 paveiksle.



**1 pav. Problemos su kuriomis susiduriama siekiant nustatyti įmonės vertę (sudaryta pagal Szymanski, P., 2012)**

Dar viena problema, su kuria susiduriama nustatinėjant įmonės vertę, yra susijusi su skirtingais šalių apskaitos standartais. Apskaitos įtaka verslo vertei daugelio autorių yra įvardijama įvairiai. Buvo atliktas tyrimas, kuriame buvo analizuojama Prancūzijos ir Belgijos apskaitos sistemų skirtumų įtaka verslo vertei. Minėtieji autoriai, pabrėždami didelę Europos Sąjungos šalių apskaitos tvarkymo taisyklių konvergencijos pažangą, išskiria daugybę vis dar iš liekančių skirtumų tiek dėl ES teisės aktų, tiek tarptautinių apskaitos standartų paliekamų galimybių rinktis iš kelių alternatyvų. Nepaisant apskaitos diferenciacijos, tyrimais grindžiama nuostata, kad vertinti likę apskaitos skirtumai neturi didelės įtakos ir neiškreipia įmonių vertės, tačiau taip pat parodo, kad tam tikrose šalyse skirtingi koeficientai sėkmingiau paaiškina įmonių akcijų kainų kaitą rinkoje, t. y. atsižvelgiant į tam tikrus finansinės apskaitos ir atskaitomybės ypatumus pasirenkami skirtingi rodikliai siekiant vertinti įmonę (Galiniene; Mašalaitytė, 2007: 8).

Įmonių vertinimo metodų įvairovė ir nepakankama verslo vertinimo patirtis bei informacinio vertinimo proceso aprūpinimo nebuvimas trukdo objektyviai įvertinti užsienio nacionalines įmones. Burkšaitienės (2007) straipsnyje pasiūlytojo užsienio antrinių įmonių vertinimo modelio sistema remiasi diskontuoto pinigų srauto metodologija bei įgalina įvertinti politinę riziką ir užsienio valiutos kurso draudimo (angl. *hedging*) efektą vertei. Savo ruožtu, užsienio antrinių įmonių vertės nustatymo problemos siejasi su būtinybe įsisavinti užsienio apskaitos standartus bei transferinio įkainojimo mechanizmą ir reikalauja išankstinio (angl. *forward*) užsienio valiutos kursų prognozavimo (Burkšaitienė, 2007: 702).

Nustatant įmonės vertę paprastai daug dėmesio skiriama vadinamajam diskontuotų pinigų srautų metodui. Čia verslo rizika įvertinama tik diskonto norma. Tai labai bendras įvertinimas, kuriame teoriškai turi atsispindėti visos įmanomos ir tikėtinosios rizikos. Modeliuojant verslo vertės dinamiką to nepakanka, nes verslo rizikos turi savo nevienodas ir kintamas tikimybes. Verslo rizikos, kurios naudojamos įmonei vertinti, neturi adekvataus tikimybių įvertinimo (Žaptorius, Garbanovas, 2007: 166).

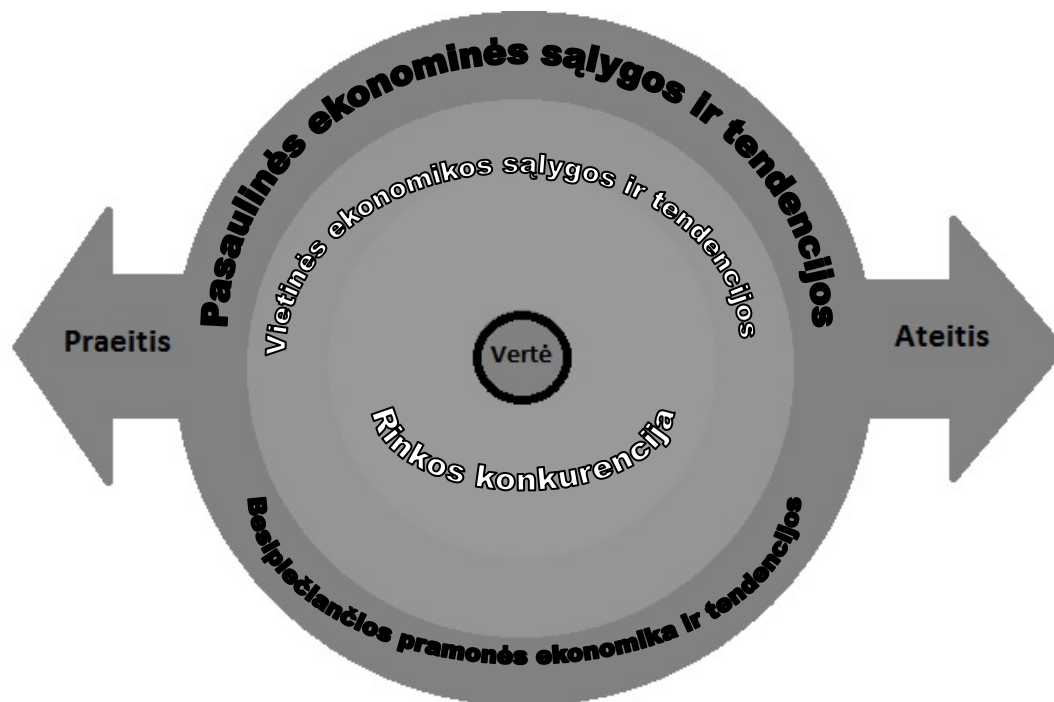
Berzkalnes 2013 m. atlikto tyrimo 31 Latvijos įmonėse metu nustatyta, kad tradiciniai įmonės vertinimo metodai dažniausiai pagrįsti fizinio įmonės turto vertinimu, tuo tarpu žiniomis pagrįstoje ekonomikoje daugiau dėmesio skiriama darbuotojams ir intelektiniam kapitalui. Dėl šios priežasties tradiciniai įmonės vertinimo metodai nebėra tinkami, nes atsirado poreikis parengti naujas koncepcijas ir metodologijas (Berzkalne, 2013: 36).

Vertinant įmonės finansinę situaciją tradiciškai naudojami grynojo pelno, pinigų srautų, pardavimo rodikliai, arba šių rodiklių santykiai su įmonės kapitalu ar turtu. Tačiau šie rodikliai

įmonės veiklą įvertina nevisapusiškai. Skaičiuojant grynąjį pelną nėra įvertinami kapitalo kaštai, įmonė netgi turėdama teigiamą grynojo pelno rodiklį, iš tikrųjų gali nedidinti vertės t.y. patirti ekonominį nuostolį. Santykiniai pelningumo rodikliai taip pat netiksliai parodo įmonės vertę. Todėl reikalingas buvo rodiklis, kuris leistų tiksliai įvertinti įmonės veiklą, parodyti dabartinį veikos proceso tobulumą (Christauskas, Kazlauskienė, 2009: 716).

Valančienė ir Jegelevičiūtė (2012) pabrėžia, jog nesvarbu, kad įmonės vertės apskaičiavimas priklausys ne tik nuo finansininko parinkto vertės nustatymo metodo, bet priklausys ir nuo šalyje egzistuojančių vertės nustatymo teisės aktų, vis dar kyla problemų parenkant tinkamus vertės nustatymo metodus. Kita vertus, pasak daugumos mokslininkų, pajamomis pagrįsti vertės nustatymo metodai labiausiai tinkami būdai nustatyti tikslią įmonės vertę, nes jie į skaičiavimą įtraukia pinigų srautus (Valančienė., Jegelevičiūtė, 2012: 854).

Įmonės vertė yra nepastovus dydis. Dinamiškos išorės sąlygos gali pakeisti įmonės vertę labai greitai. Įmonės vertei įtakos turi ekonominės sąlygos, pramonės išsivystymas ir ekonomika apskritai. 2 paveiksle pavaizduota vis didėjanti aplinka, kurioje verslo įmonė veikia ir kuri turi įtakos verslo įmonės vertei.



**2 pav. Įmonės vertės pokyčius lemiantys aplinkos faktoriai (sudaryta pagal Capital Valuation Group, Inc, 2016)**

Teoriškai yra aišku kaip reikia apskaičiuoti įmonės vertę. Tačiau nustatinėjant vertę problemų kyla, nes sunku parinkti kiekvieną formulės parametą kiekvieno konkrečios įmonės

atveju. Taigi susidaro paradoksas, t. y. kai kurie teoretikai teigia, kad net nustačius visus reikalingus rodiklius aprašytus literatūroje, analizė gali užimti daug laiko ir tam tikrais atvejais surinkti duomenys gali būti nereikalingi. Kita problema taikant teoriją praktikoje yra tai, kad visi vertinimo metodai skirtingai apskaičiuoja įmonės vertę, net jei tą patį metodą naudoja du skirtingi vertintojai. Tai gali skirtis dėl vertintojų asmeninių požiūrių, kadangi kiekvienas vertintojas turi skirtingą supratimą apie rodiklius, kurie sudaro įmonės vertės formulės pagrindą (Sjöqvist, Stepanovych, 2008: 7).

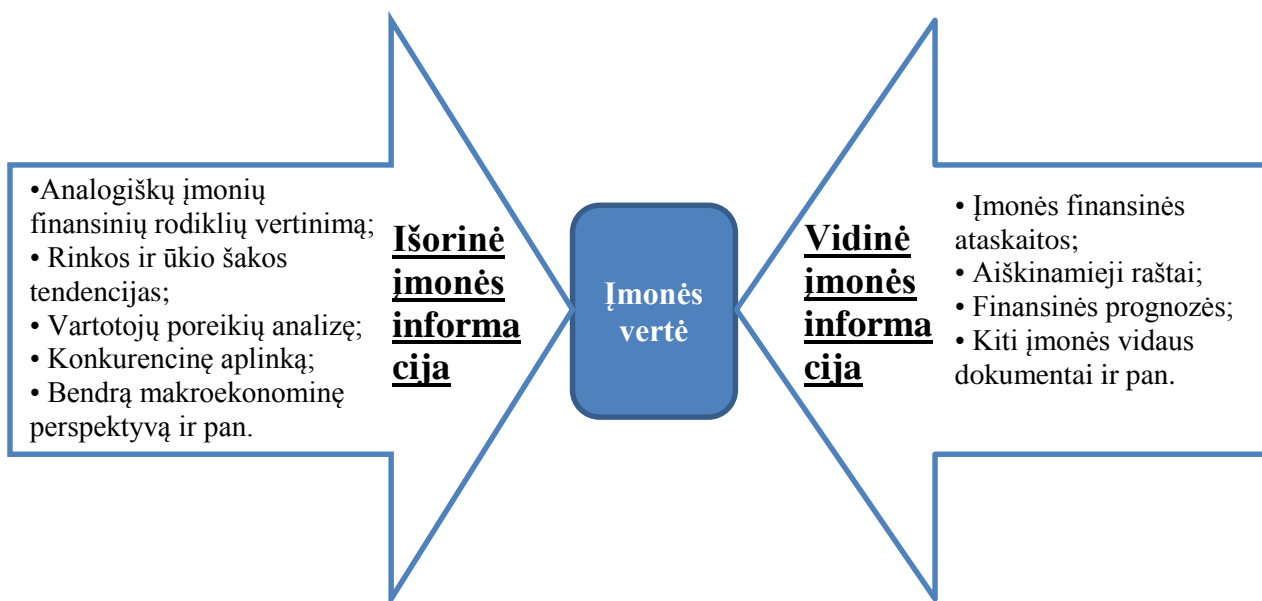
Paskutiniaisiais metais užsienio literatūroje pastebima vis daugiau kritikos, susijusios su tradicinių finansinių rodiklių informacijos naudojimu, ypač jeigu įmonės veikla peržengia šalies ribas ir veikia tarptautiniu mastu. Kitas svarbus momentas yra susijęs su įmonės akcijų rinkos vertės nustatymu. Autoriai pabrėžia daugiau didesnę istorinę šių rodiklių naudą, o dabartiniu laikotarpiu jų vertė gerokai mažėja remiant strateginius valdymo sprendimus. Be to, finansinių rodiklių naudojimas dabartiniu laikotarpiu teikia kur kas mažesnę naudą vadovaujančiajam personalui ir investuotojams. Pavyzdžiui, investuotojui buhalterinis balansas teikia didelę naudą informacijos atžvilgiu, jeigu aktyvai artimai koreliuoja su rinkos verte (žinoma tiksli koreliacija neįmanoma, nes balansinė vertė remiasi daugiau istoriniais duomenimis, o rinkos vertė orientuota į ateitį), o daugelio didesnių įmonių atveju šie rodikliai stipriai nesutampa (Petravičius, 2008: 296).

Šiandieniniame pasaulyje matome tendenciją, jog gamyba pagrįstos ekonomikos pereina į paslaugomis grįstas ekonomikos, taigi, tenka vertinti įmones pagal turimą nematerialųjį turtą, kuris susideda nuo technologinių patentų iki žmogiškojo kapitalo. Taigi, netinkamas kapitalo išlaidų paskirstymas bei taupus skolos ir nuosavo kapitalo valdymas (t. y. galimybių ir atsargų ribojimas) gali sukelti problemų, siekiant nustatyti tikslią įmonės vertę. Pastebima (Damodaran, 2009) pastebi, kad vis dažniau tenka vertinti farmacijos, technologijų ir paslaugų įmones, kurias vertinant susiduriama su dviem realijomis. Pirmiausia, šių įmonių turtas yra dažnai nematerialus ir neapčiuopiamas (patentai, technologijos naujovės (angl. *know-how*), žmogiškasis kapitalas). Antra, būdai kuriais yra apskaitomos investicijos į nematerialų turtą, yra visiškai kitokie metodai, kurie naudojami apskaityti investicijas į gamybinės įmones. Vadinasi, pagrindiniuose įmonės vertinimo metoduose naudojami rodikliai – pelnas, pinigų srautai, kapitalo grąža yra neadekvatūs (Damodaran, 2009: 3). Damodaranas (2009) savo straipsnyje pateikia būdus kaip ištaisyti minėtas apskaitos netikslumus, kurie veikia įmonės vertę. Apskritai, anot jo įmonės, kurios gali konvertuoti mokslinių tyrimų išlaidas ir jas efektyviau bei pelningiau paversti komerciniais produktais, gali pastebėti, kaip smarkia padidėja apskaičiuota įmonės vertė, tačiau įmonės kurios

išleidžia dideles sumas perkant nematerialųjį turtą siekdamas parodyti, kaip pakyla pajamos, pastebi, jog tokiu atveju apskaičiuota įmonės vertė mažėja.

Atliekant verslo vertinimus Lietuvoje dažnai neįvertinama informacija apie personalą, jo sudėtį kvalifikacijos, išsilavinimo, patirties požiūriu, darbuotojų kaitos tendencijas. Neatidžiai analizuojant šią informaciją nustatyta verslo vertė gali nepakankamai tiksliai parodyti vieną iš svarbiausių nematerialaus turto sudedamųjų – žmogiškojo kapitalo vertė. Minėtieji veiksniai neabejotinai turi įtakos vertinamo verslo perspektyvoms, jo gebėjimui konkuruoti, išlaikyti ar didinti savo galią rinkoje ir yra svarbūs formuojant prognozavimo prielaidas (Galiniene, Mašalaitytė, 2007: 16).

Įmonės vertės nustatymas yra sudėtingas procesas, kurio metu remiamasi įvairia informacija, kuri gali būti visaip koreguojama ar kitokiu būdu paveikiama. Pagrindiniai informacijos šaltiniai yra dviejų tipų: vidinė įmonės informacija ir iš išorės gaunama informacija. (žr. 3 pav.). Nustatyta verslo vertė taip pat reikšmingai priklauso nuo vertintojo tikslo bei informacijos, kuria buvo naudojama vertinimo metu (Verslo įsigijimas ir pardavimas, 2006: 37).



**3 pav. Įprastai įmonės vertei nustatyti naudojama informacija (sudaryta pagal Verslo įsigijimas ir pardavimas, 2006: 37)**

Įmonės ūkinės finansinės būklės analizė – viena iš svarbiausių verslo vertinimo sistemos sudedamųjų dalių. Verslo vertinimo tikslumas ir kokybė tiesiogiai priklauso nuo naudojamos

informacijos patikimumo. Be patikimos vidinės ir išorinės informacijos tikslus verslo vertinimas neįmanomas (Galinienė, Mašalaitytė, 2007: 7).

Yra visuotinai pripažinta teorinė struktūra, sudaranti pagrindą verslo interesų vertinimo procesui. Teorijoje interesų versle vertė priklauso nuo būsimos naudos, kuri atiteks tiems interesams, bei būsimos naudos vertę diskontuojant į dabartinę vertę, esant tam tikrai tinkamai diskonto (kapitalizavimosi) normai. Taigi, teoriškai teisingas modelis yra projektuoti būsimąją naudą (paprastai pelną, pinigų srautus ar dividendus) ir diskontuoti planuojamą srautą į dabartinę vertę. Tačiau, nepaisant to, kad yra visuotinis teorinės schemos verslo vertinimui pripažinimas, jos interpretavimas praktikoje esant nepastoviam pasauliui yra vienas sudėtingiausių ekonomikos ir finansų bei praktikos iššūkių (Pratt, 2008: 56).

Vertinant verslą būtina atidžiai įvertinti ir atskirti vertinamo verslo laimėjimus dėl realiai vykdomos veiklos ir rezultatų, kurie siejami su operacijų registravimo finansinėje atskaitomybėje taisyklėmis, taikomais metodais, apskaitos politika ir pan. Verslo vertintojas ne tik privalo nustatyti finansinių duomenų iš kraipymų lygmenį, bet ir ištaisyti juos ir iš naujo įvertinti paskirus rodiklius, dėl to finansinė informacija ir finansinės analizės išvados tampa gerokai pati kimesnės. (Galinienė, Mašalaitytė, 2007: 10).

Atlikta užsienio ir lietuvių autorių mokslinių publikacijų analizė patvirtina, jog įmonės vertės nustatymas tampa vis svarbesniu tyrimo objektu. Nors Lietuvių autoriai įmonės vertės nustatymo klausimus nagrinėja ne išsamiai, tačiau užsienio autoriai įmonės vertės nustatymo metodus nagrinėja iš visų pusių, pritaikydami įmonės vertės nustatymo metodologiją efektyviam įmonės valdymui. Kadangi užsienio finansininkai pastebėjo, įmonės valdymas orientuotas į įmonės vertės maksimizavimą padeda efektyviai ir racionaliai paskirstyti įmonės turimus išteklius, tokiu būdu sukuriant didesnes apyvartines lėšas. Naujausi tyrimai rodo, jog sunku nustatyti tikslią įmonės vertę, kadangi įmonės vertė priklauso nuo įvairių veiksnių, kurie daro įtaką įmonės vertei. Dauguma veiksnių gali įmonės vertę gali paveikti tiek teigiamai tiek ir neigiamai. Todėl yra būtina tolimesnė analizė, kuri padės išsiaiškinti kaip vertę sąlygojantys veiksniai smarkiai paveikia galutinę įmonės vertę.



## 2. INOVACIJŲ ĮTAKOS ĮMONĖS VERTĖS NUSTATYMOI TEORINIAI SPRENDIMAI

### 2.1 Įmonės vertės samprata

Vertė – tai svarba, kurią individas teikia ekonominei gėrybei. Vertės fenomenas aiškinamas remiantis subjektyviu arba objektyviu požiūriu. Subjektyviosios vertės šalininkai teigia, kad vertė yra vertintojo požiūris į vertinamąjį daiktą, vertė egzistuoja ne daikte, o vertintojo sąmonėje. Objektyviosios vertės šalininkai teigia, kad vertę lemia daikto savybės, jo naudingumas, naudojimo galimybės arba šiam daiktui sukurti sunaudotas darbo kiekis (darbo vertės teorija). Tačiau pastarieji atsiduria aklavietėje, nes negali paaiškinti vadinamojo vertės paradokso, kai ir naudingesnis, ir daugiau darbo reikalaujantis daiktas yra mažiau vertinamas rinkoje (<http://zodynas.vz.lt/Verte>).

Taigi, kas yra vertė kiekvienas supranta skirtingai, todėl vieną daiktą ar objektą skirtingi asmenys vertina skirtingai. Tačiau kyla klausimas kaip apibudinama įmonės vertė įvairių autorių literatūroje.

Pasak Fernandezas (2013), negalima įmonės vertę tapatinti su kaina, kuri yra sutarta tarp pirkėjo ir pardavėjo, vykdamas įmonės pardavimą. Šios dvi vertės skiriasi dėl daugelį priežasčių, pavyzdžiui, didelė ir technologiškai itin pažangi užsienio įmonė nori pirkti gerai žinomą tarptautinę kompaniją siekiant įeiti į vietinę rinką, naudojant vietos prekės ženklo reputaciją. Šiuo atveju, užsienio pirkėjas vertina tik prekės ženklą, bet ne įmonės sukauptą įrangą, mašinas ir t. t. Tačiau pardavėjas nustatys didelę įmonės vertę dėl jos turimos įrangos ir galimybės toliau efektyviai vykdyti gamybą. Iš pirkėjo pusės, pagrindinis tikslas yra nustatyti didžiausią vertę kokią jis gali sau leisti nupirkti šią kompaniją. Iš pardavėjo pusės, tikslas yra nustatyti, kokia turėtų būti minimali vertė už kurią sutiktų parduoti įmonę. Taigi, įmonės pardavimo kaina būna nustatoma tarp šių dviejų skaičių. Taip pat, kompanijos gali skirtingai vertinti įmonę atsižvelgiant į masto ekonomiją, ekonomikos sritis arba pirkėjas ir pardavėjas skirtingai suvokia pramonės šakas ir įmonių tipus (Fernandez, 2013: 2).

Verslo pardavimo ir įsigijimo metodiniame vadove (2006) patikslinta, jog pagrindinis skirtumas tarp vertės ir kainos yra tai, kad vertė atspindi rinkos požiūrį įvertinamo objekto naudingumą, tuo tarpu kaina yra pinigų suma, kuri yra paprašyta, pasiūlyta ar sumokėta už verslą (Verslo pardavimas ir įsigijimas, 2006: 36).

Įmonės vertė, kuria taip domisi daugelis mokslininkų ir ekonomistų, mokslinėje literatūroje traktuojamas kaip geriausias rodiklis, kuris įvertina įmonės veiklos rezultatus, apjungia visus

veiksnius, kurie atspindi tiek vidines tiek išorines įmonės aplinkas (Kazlauskienė, Christauskas, 2008: 23).

LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas skelbia, jog verslo vertė – turto arba verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą turto arba verslo vertinimo metodą, kurio taikymo procedūros ir tvarka nustatytos Turto ir verslo vertinimo metodikoje (LT Turto ir verslo vertinimo įstatymas).

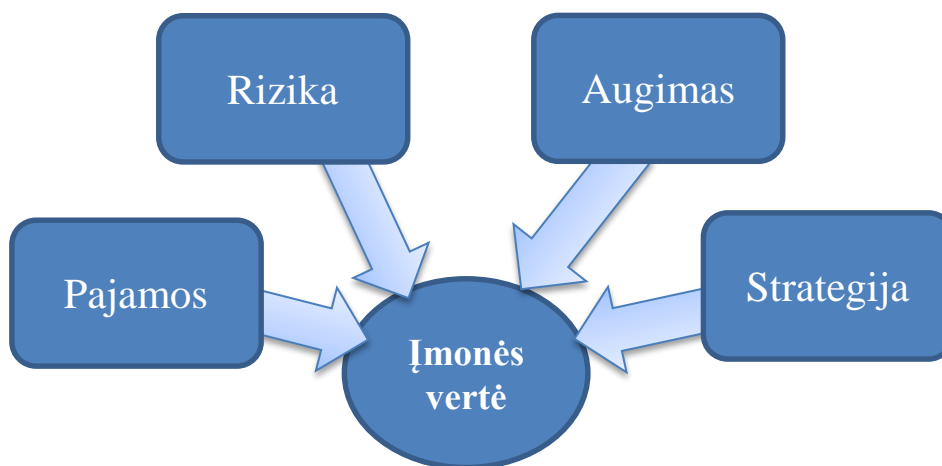
Burksaitienė (2009) teigia, jei į įmonę žiūrėsime kaip į įvairaus turto rinkinį, tai įmonės vertė apskaičiuojama pagal formulę į kurią apibrėžia turto sukurti pinigų srautai, turto gyvavimo laikotarpis, laukiamas pinigų srautų augimo tempas, ir rizika susijusi su pinigų srautais (kaip diskonto norma) (Burksaitienė, 2009: 710).

Įmonės vertė yra sudėtingas dydis, apskaičiuotas pagal atitinkamo verslo vertinimo metodą ir išreikštas piniginiiais matavimo vienetais (Kazlauskienė, 2005: 11).

Įmonės vertė tai dydis, kuris naudojamas siekiant įvertinti įmonės, kaip vientiso objekto, vertę, o tai yra svarbu kuomet siekiama įsigyti visą įmonę (Auditum, 2016).

Verslo vertinimą galima apibrėžti kaip procesą, kurio metu pagal pasirinktą vertinimo metodą nustatoma vertinamo objekto vertė (Verslo pardavimas ir įsigijimas, 2006: 36).

Taigi, apibendrintai įmonės vertės sąvoka susideda iš kelių komponentų, kurie pateikti 4 paveiksle.

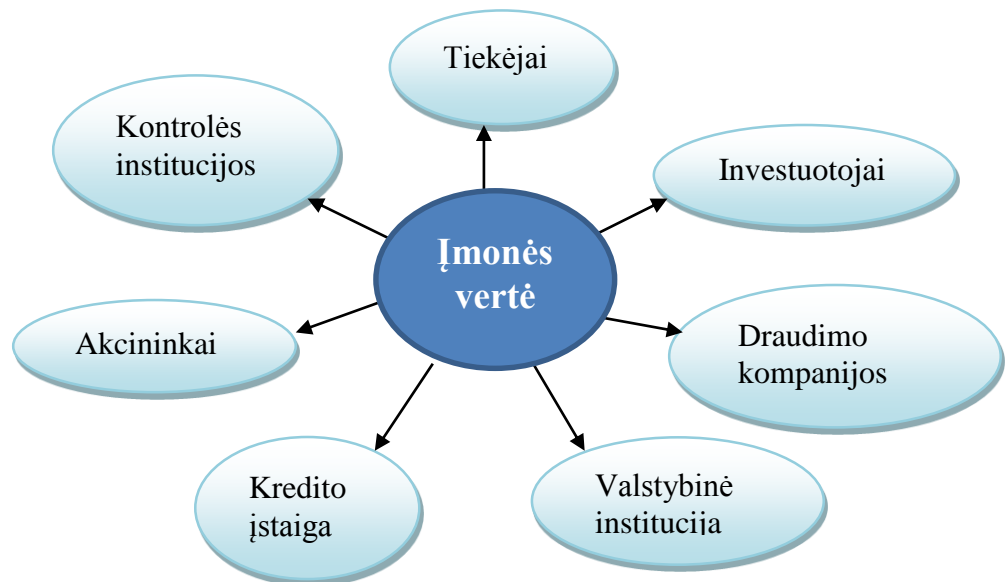


#### 4 pav. Įmonės vertės sampratos koncepcija

Apibendrintai įmonės vertės sąvoką apima: pajamas, rizika, įmonės augimo potencialas, bei įmonės strategija. Tik tinkamai įvertinus šiuos keturis komponentus, galima tiksliai apibrėžti įmonės vertę. Taigi, įmonės vadovų požiūriu įmonės vertę apibūdina įmonės ateities

perspektyvos ir įmonės gyvybingumas. Tačiau žiūrint iš platesnės perspektyvos įmonės vertė gali būti praplečiama įtraukiant kitų formų vertės, pavyzdžiui, darbuotojų vertė, pirkėjų vertė, tiekėjų vertė, valdymo vertė, produkto vertė ir pan.

Verslo vertės nustatymo poreikis kyla sprendžiant daugybę susijusių su nuosavybe klausimų, turinčių svarbią ekonominę reikšmę įvairiems interesantams. Informacija apie verslo vertę dažnai yra reikalinga įmonių savininkams ir vadovybei priimant efektyvius valdymo sprendimus. Verslo vertinimas ir vertės prognozavimas naudojami ne tik sprendžiant klausimus dėl verslo (įmonės) kainos, bet ir kaip svarus kriterijus renkantis verslo plėtros strategiją (Dzikevičius, Michnevič, Ževžikova, 2008: 230). 5 paveiksle pateiktos ir kitos šalys, kurios suinteresuotos verslo vertės nustatymu.



**5 pav. Verslo vertės nustatymu suinteresuotos šalys (Sudaryta pagal Dzikevičius, A., Michnevič, E., Ževžikova, O., 2008).**

Fernandezas (2013) išskiria daugiau įmonės vertės nustatymo atvejų:

- Kompanijų pirkimo ir pardavimo procesuose.
- Siekiant nuspręsti parduoti įmonę ar išplatinti naujų įmonės akcijų.
- Siekiant nustatyti kokia kaina pardavinėti įmonės akcijas viešai.
- Siekiant nustatyti strateginius sprendimus.
- Sprendžiant klausimą dėl tolimesnės įmonės egzistavimo.
- Nustatinėjant įmonės vertę sąlygojančius veiksnius (Fernandez, 2013: 2).

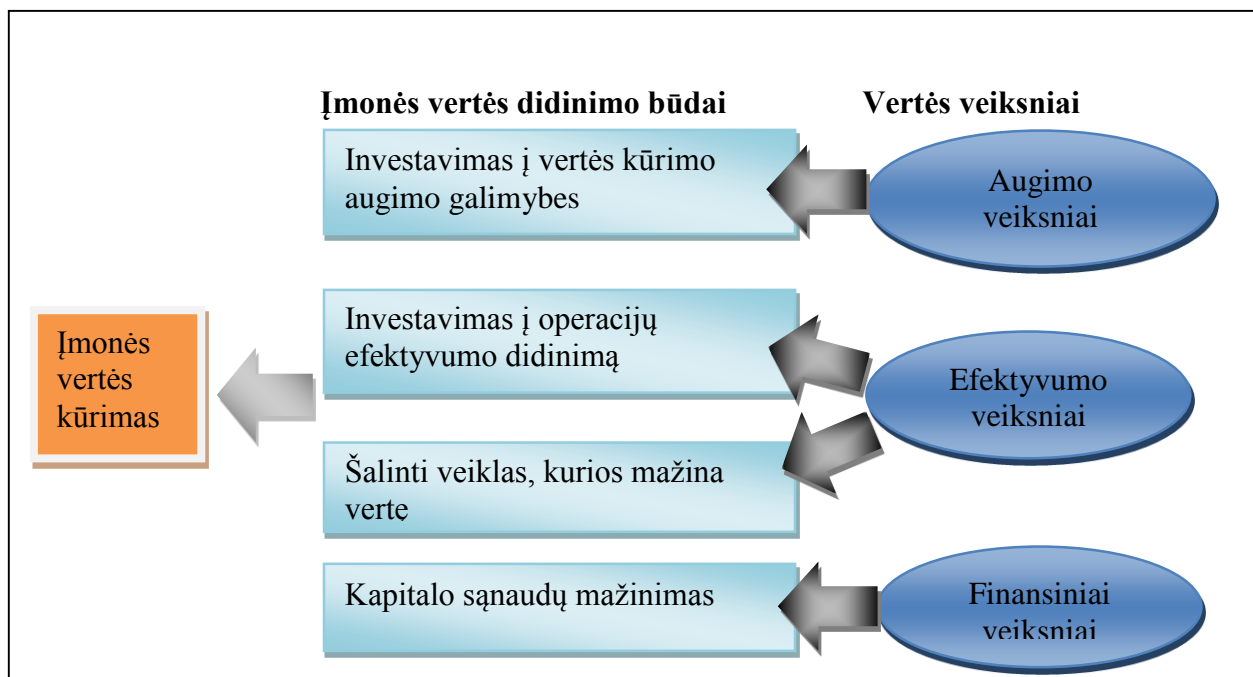
Taip pat, įmonės vertė nustatinėjama ir įmonių susijungimų atveju. Paprastai sandorio įvykdymo kaina skiriasi nuo įvertintos vertės, tačiau verslo vertinimas yra svarbus prieš pradėdant sandorį, nes leidžia suvokti, kokios galimos derybos dėl kainos.

Svarbią reikšmę vertės nustatymui turi supratimas to, kokie būtent veiklos parametrai faktiškai lemia verslo vertę. Juos galima pavadinti lemiamais vertės veiksniais. Vertės veiksnys – tai tiesiog bet kuris kintamasis, turintis įtakos įmonės vertei (Dzikevičius, Michevič, Ževžikova, 2008: 231).

Verslo vertės nustatymo metu labai svarbu identifikuoti veiksnius, kurie daro įtaką įmonės vertei, kadangi šie veiksniai priklausomai nuo tendencijos gali padidinti ar sumažinti įmonės vertę (Kazlauskienė, Christauskas, 2008: 24). Šie autoriai išskiria tris vertę sąlygojančių veiksmių grupes: veiklos, investiciniai ir finansiniai.

Pagrindinius verslo vertei įtaką darančius veiksnius galima suskirstyti į tokias kategorijas: politiniai, socialiniai, ekonominiai veiksniai; rinkos veiksniai; nematerialus įmonės turtas; darbuotojai; įmonės turto ir įsipareigojimų būklė; kiti finansiniai veiksniai (Stukas, Miečinskienė, 2010: 169).

L.E.K. yra pasaulinė strategijos kūrimo konsultacinė firma, turinti biurus visoje Europoje, Šiaurės ir Pietų Amerikos bei Azijos ir Ramiojo vandenyno regione. L.E.K. savo leidžiamame elektroniniame žurnale išskiria tris vertę lemiančių veiksmių kategorijas: augimo veiksniai, efektyvumo veiksniai bei finansiniai veiksniai (žr. 6 pav.). Šiuos veiksnius įmonė valdo keturiais galimais būdais. Efektyviai valdant vertę veikiančius veiksnius įmonė gali maksimizuoti įmonės vertę.



6 pav. Vertę veikiančių veiksmių valdymas (sudaryta pagal L.E.K., 2016)

Ronenas, Lieberas, Geri'as (2007) išskiria dvi įmonės vertę veikiančių veiksnių grupes: finansines ir nefinansines. Finansiniai veiksniai apima veiksnius, susijusius su kapitalo struktūros pokyčiais, susijungimais ir įsigijimais, viešaisiais pirkimais ar dividendų paskirstymu. Nefinansiniams veiksniams priskiriami strateginių tikslų pasikeitimas, trumpinant skverbimąsi į rinką, didinant našumą arba logistiką, operacijų ir tiekimo grandinės valdymas (Ronen, Lieber, Geri, 2007:149).

Vertei darantys įtaką veiksniai yra kiekvienos veiklos įvertinimo dydis, kurio pasikeitimas keičia kompanijos kuriamą vertę. Tačiau siekiant sukurti kuo didesnę vertę, įmonės valdymo strategijoje turi būti aiškiai apibrėžta kiekvieno veiksnio įtaka ekonominio pelno rodikliui ir, atsižvelgiant į šiuos veiksnius, turi būti atitinkamai nustatomi kompanijos tikslai, keliami ne tik vadovams, bet ir visiems padaliniams. Taigi, galima pagrįstai teigti kad, bendrasis valdymo tikslas, kartu integruojantis visus kitus iškeltus tikslus, yra nuolatos didinti kompanijos vertę (Chmieliauskaitė, 2006: 1).

## **2.2 Įmonės vertės nustatymo metodai**

### **2.2.1 Įmonės vertės nustatymo metodų įvairovė**

Įmonių finansų centre yra įmonės vertė, tačiau bendrovei apskaičiuoti tikslią vertę yra sunku. Pirmiausia dėl to, jog skirtingos įmonės (pavyzdžiui, akcinė bendrovė ar privatus verslas, bankrutuojanti įmonė ir pan. ) vertinamos skirtingais metodais. Antra, įmonės vertė priklauso nuo įmonės vertės nustatymo tikslo (viena įmonė gali turėti skirtingas vertes, atsižvelgiant į parinktą įmonės vertės nustatymo metodą) (Berzkalne, 2013: 19).

Verslo vertės nustatymo metodas parenkamas atsižvelgiant į tai, kokia verslo vertė aktuali užsakovui ir kas, vertintojo požiūriu, geriausiai rodo verslo vertę atviroje rinkoje (Žaptorius, Garbanovas, 2007: 167).

Nėra universalus verslo vertės apskaičiavimo metodo, nes kiekvienas atvejis yra unikalus ir turi tam tikrų ypatybių, kurioms įvertinti tinka tik specialūs modeliai. Siekiant objektyviai įvertinti verslo vertę dažnai pasitelkiama keletas metodų, tokie kaip diskontuotų pinigų srautų, lyginamosios vertės, atkuriamosios vertės ir kiti. Visi šie metodai priklauso finansinių verslo vertinimo metodų grupei, o, kaip minėta, gauti rezultatai nebūtinai sutampa su galutine sandorio kaina (ypač ne akcinių bendrovių atveju, kai verslo vertę identifikuoja įmonės akcijų kaina rinkoje) (Stukas, Miečinskienė, 2010: 169).

Gausią šiandieninių įmonės vertinimo metodų visumą į prasta skirstyti į tris pagrindines grupes: turto, rinkos ir pajamų. Rinkos (vadinamasis palyginimo) ir pajamų (pelno, pinigų srauto forma) metodai – verslo vertinimo praktikoje dvi populiariausios metodų grupės. Pastarieji dažnai taikomi naudojant lyginamuosius rodiklius nagrinėjamoje industrijoje (Burkšaitienė, 2007: 698).

Fernandezas (2013) įmonės vertės nustatymo metodus suskirstė net į šešias grupes. Šios grupės pateiktos 7 paveiksle.

<b>Pagrindinės vertės nustatymo metodai</b>					
BALANSO	PAJAMŲ	MIŠRŪS	PINIGŲ SRAUTŲ DISKONTAVIMAS	VERTĖS KŪRIMO	SANDORIŲ (opcionų)
Balansinės vertės metodas	Pelno daugiklio metodas	Klasikinis metodas	Nuosavybės pinigų srautų metodas	EVA metodas	Black-Scholes metodas
Koreguotos balansinės vertės metodas	Pajamų daugiklio metodas	Europos apskaitos ekspertų metodas	Laisvųjų pinigų srautų metodas	Ekonominio pelno metodas	Investicinių sandorių metodas
Likvidavimo vertės metodas	Dividendų daugiklio metodas	Koreguotų pajamų metodas	Kapitalo pinigų srautų metodas	Pridėtosios pinigų vertės metodas	Investicijų atidėjimo metodas
Atstatomosios vertės metodas	Kitų daugiklio metodai	Kiti metodai	Koreguotos dabartinės vertės metodas	CFROI	Alternatyvų panaudojimo metodas

**7 pav. Pagrindinės vertės nustatymo metodai pagal Fernandezą (sudaryta pagal Fernandez, P. (2013))**

Sinevičienė (2007) išskiria šias pagrindines įmonės vertės nustatymo grupes:

- pajamų metodai, kai įmonė vertinama kaip veikiantis kompleksas, uždirbantis pelną;
- turto metodai, kai įmonė vertinama kaip tam tikro turto elementų visuma;
- rinka ir palyginimu pagrįsti metodai;
- vertės kūrimu pagrįsti metodai;
- opcionais grįsti metodai (Sinevičienė, 2007: 248).

Vertinant verslą, tikslinga vertės skaičiavimus atlikti keliais metodais, t.y. naudoti įvairių metodų kombinacijas – tokiu būdu gaunama tiksliausia vertė (Verslo pardavimas ir įsigijimas, 2006: 37).

Taigi, galima išskirti 3 pagrindines metodų grupes, kurios pateiktos 1 lentelėje.

**1 lentelė. Pagrindinės verslo vertinimo metodų grupės (sudaryta autorės pagal Smulkaus ir vidutinio verslo valdymo žinyną, 2008: 354)**

<b>Metodo grupės pavadinimas</b>	<b>Aprašymas</b>
Naudojimo pajamų vertės grupė	Verslas vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip pelną duodantis verslo objektas. Metodų pagrindą sudaro būsimų grynujų pinigų srautų prognozės ir jų dabartinė vertė. Šie metodai taikomi tada, kai tikimasi, kad vertinio turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės vertę rinkoje. Tai diskontuotų pinigų srautų metodas ir ekonominio pelno metodas.
Lyginamosios vertės grupė	Metodų esmė yra palyginimas, t.y. rinkos vertė nustatoma palyginus analogiškų objektų sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į nedidelius vertinamo turto ir jo analogo skirtumus. Tai palyginamosios vertės metodas.
Atkuriamosios vertės grupė	Metodų pagrindas yra skaičiavimai, kiek kainuotų atkurti esamos fizinės būklės ir esamų eksploatacinių bei naudingų savybių objektas pagal vertinimo metu taikomas darbų technologijas ir kainas.

Užsienio autoriai Pettittas ir Ferrisas (2013) teigia, jog įmonės vertės nustatymo procesas įmonių susijungimo atveju susideda iš penkių žingsnių:

- 1) Nustatyti ir kruopščiai atrinkti potencialias įmones susijungimui, apžvelgti ar siūlomas sandoris yra tikslingas strateginiu požiūriu.
- 2) Atlikti pasirinktos įmonės praėjusio laikotarpio rezultatų analizę, kad įsitikinti jog įmonė yra tinkamas partneris finansiniu požiūriu, tuo pačiu suprasti įmonės veikimo modelį, operacijas bei kapitalo struktūrą.
- 3) Atlikti įmonės finansinių ataskaitų prognozes. Tai svarbus žingsnis, reikalaujantis išsamios analizės, kurios metu tiriama įmonės aplinka, išskiriamas įmonės verslo modelis (įskaitant pajamų ir sąnaudų valdymas).
- 4) Naudojant vieną ar kelis metodus apskaičiuoti įmonės vertę.
- 5) Įvertinti pagrindinių įmonės vertės veiksnių jautrumą, kad būtų nustatyta kuo tikslesnė vertė (Petitt, Ferris, 2013: 11).

Apibendrinant galima teigti, jog yra sukurta daug verslo vertinimo teorijų, kurios turi savų privalumų ir trūkumų. Verslo metodų įvairovė suteikia galimybę šiandieniniame pasaulyje, kuriame daug ir įvairiausių įmonių su savomis specifikomis, parinkti geriausiai tinkantį ir tiksliausiai nustatantį įmonės vertės metodą. Tiek užsienio tiek lietuvių autoriai pabrėžia, jog geriausiai įmonės vertę atspindi su pajamomis susiję įmonės vertės nustatymo metodai. Toliau darbe bus nagrinėjami du populiariausi vertės nustatymo metodai: ekonominio pelno metodas bei diskontuotų pinigų srautų metodas. Šie metodai pasirinkti, nes metodai grįsti įmonės pajamomis

ir gali tiksliausiai įvertinti įmonės vertę, taip pat, šiuos metodus galima pritaikyti daugelio įmonių atveju.

### 2.2.2 Ekonominio pelno metodas

EVA, kaip ir likutinis pelnas, apskaičiuojamas iš grynojo pelno po apmokestinimo (*NOPLAT*) atėmus kapitalo kaštus, kurie apima ir skolintąjį, ir nuosavą kapitalą, kadangi akcininkai turi uždirbti daugiau nei jie rizikuoja. Šiuo atveju pelningumas įvertinamas *ROI*, o rizika matuojama investuotojų reikalaujama pelno norma arba vidutine svertine kapitalo kaina (*WACC*). Yra tokios bendrosios EVA apskaičiavimo formulės (Burkšaitienė, Juozapavičienė, 2008: 470):

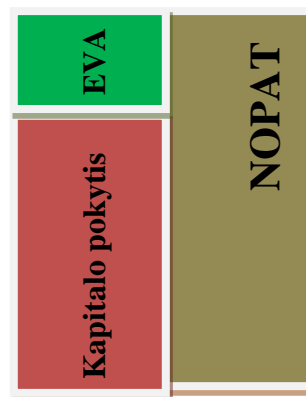
$$EVA = NOPLAT - (IC * WACC) \quad (1)$$

arba

$$EVA = IC * (ROI - WACC) \quad (2)$$

Skaičiuojant EVA laikomasi ne buhalterinio, bet ekonominio požiūrio, todėl įvertinamos ne tik apskaitinės, bet ir numanomosios išlaidos (Christauskas, Kazlauskienė, 2009: 716).

Įmonė, kurios EVA rodiklis yra teigiamas, sukuria ekonominę pridėtinę vertę, o neigiama rodiklio reikšmė rodo, kad įmonė nesukuria vertės (Chmieliauskaitė, 2006: 3). EVA koncepcija pateikta 8 paveiksle.



**8 pav. EVA koncepcija (sudaryta pagal Vu Thuy Linh, N. (2013))**

Neigiamas EVA rezultatas iš tikrųjų dar nerodo, kad būtina naikinti tam tikrą įmonės veiklą. Tai tik parodo, kad kapitalas buvo neteisingai paskirstytas, arba kad pirminiai lūkesčiai nebuvo patenkinti. Ir tai gali būti visai ne blogos strategijos ar blogo valdymo pasekmė. Tą galėjo nulemti ir nuo įmonės nepriklausančios aplinkybės. Kitaip tariant, EVA parodo ankstesnių sprendimų įtaką rezultatams, kas taip pat atsispindi įmonės akcijų kainoje ir rinkos vertės



pokyčiuose. EVA yra universalus rodiklis, todėl mažoms įmonėms, taip pat kaip ir didelėms, parodo, kada ir kokius sprendimus reikia priimti – esant nuolat neigiamai EVA reikšmei, būtina imtis įmonės restruktūrizacijos ar kaštų pertvarkymo (Chmieliauskaitė, 2006: 3).

Pagal Hoque, Akterį ir Shilį (2004) įmonės vertės nustatymą ekonominio pelno metodu galima suskirstyti į penkis etapus (žr. 9 pav.).



**9 pav. EVA skaičiavimo etapai (sudaryta pagal Hoque, M., Akter, M., Shil, N. C., (2004))**

EVA koncepciją taikančias įmones galima suskirstyti į tris kategorijas. Pirmajai kategorijai priklauso į vertės kūrimą orientuotos įmonės, kurios valdo ir priima sprendimus pagal sudaromas finansines ataskaitas įvertinus kapitalo kainą. Tokios įmonės nėra orientuotos į trumpalaikį akcijų kurso augimą. Antrosios kategorijos įmonės yra orientuotos į akcininkų turtą. Jos pagrindinį dėmesį kreipia tik į akcijų rinkos duomenis, o finansinės ataskaitos joms yra antraeilis dalykas ir EVA skaičiuojama tam, kad galėtų prognozuoti akcijos kainą. Trečiajai kategorijai priklausančios įmonės yra “mišrios” orientacijos. Jos, priklausomai nuo situacijos, remiasi tiek EVA, tiek akcijų kaina rinkoje (Burkšaitienė, Juozapavičienė, 2008: 472).

EVA rodiklis yra susijęs su akcininkų nuosavybe, todėl šis metodas gali būti kaip veiksminga priemonė sukurti kuo didesnę vertę investuotojams. EVA parodo kad vertė sukurama tik tada, kai įmonė gali uždirbti daugiau negu nustatyta investuotojų laukiama grąža, kai matuojama kapitalo kaina (Burkšaitienė, 2009: 714).

Taigi, iš tradicinių pelnu pagrįstų rodiklių EVA metodas labiausiai paplitęs, nes tiksliausiai nustato įmonės vertę. EVA metodas įmonės vertės nustatymui apjungia svarbiausius įmonės veiklą atspindinčius rodiklius: grynąjį pelną, pinigų srautus iš įmonės veiklos ir kapitalo kaštus.

EVA metodas, kaip ir bet kuris kitas metodas, turi savų privalumų ir trūkumų (žr. 2 lentelę).

**2 lentelė. EVA metodo trūkumai ir privalumai (sudaryta pagal Sinevičienė, L. (2007) ir Chmieliauskaitė, M. (2006))**

<b>PRIVALUMAI</b>	<b>TRŪKUMAI</b>
Plačios pritaikymo galimybės bei paprastumas.	Neįvertina nusidėvėjimo.
Rodiklis rodo per tam tikrą laiką sukurtą vertę.	Tinkamas ne visos įmonėms.
Rodo kapitalo naudojimo efektyvumą bei skatina efektyviai naudoti visą įmonės, o ne tik skolintą kapitalą.	Norint tiksliai apskaičiuota EVA reikia tam tikrų korekcijų.
Galima taikyti vertinant įmones, kurių akcijomis viešai neprekiuojama.	Rodiklis pagrįstas apskaita, kuri gali būti klaidinanti, iškraipyta.
EVA pripažįsta kapitalo kaštus, vadinasi įvertina ir riziką.	Ignoruoja būsimus pinigų srautus.

Sinevičienė (2007) pabrėžia, jog labiausiai problemiškas yra EVA metodo naudojimas įmonės vertei nustatyti, nes EVA į įmonės skaičiavimo formulę įtraukia ne tik periodines būsimas EVA reikšmes, bet ir investuotą kapitalą, metodas pagrįstas apskaitiniais duomenimis. Be to, kiti metodai investicijas traktuoja kaip išleistus pinigus, t. y. neigiamus pinigų srautus, o EVA atveju investicijos atsispindi kapitalo (nuosavo ir skolinto) pokytyje. Taip pat šis metodas netinkamas mažai pelningoms (nepelningoms) ir turinčioms daug kapitalo (nes gaunami dideli kapitalo kaštai) įmonėms vertinti (Sinevičienė, 2007: 247).

Kaip rodo užsienio mokslininkų atlikta analizė, EVA atitinka beveik visus finansiniam vertės matui, kuris atspindėtų vertės kūrimą ir galėtų būti naudojamas vertės valdymui, keliamus reikalavimus. Matematiškai, diskontuotas kelių periodų EVA yra lygus rezultatui, kuris gaunamas diskontuojant laisvąjį pinigų srautą, t. y. NPV (Burkšaitienė, Juozapavičienė, 2008: 470).

Įmonės vertės koncepcijai įgyjant vis didesnę reikšmę, EVA naudojama kaip veiklos rezultatų matas, tiksliai atspindintis įmonės gebėjimą kurti vertę bei užtikrinantis jos normalų egzistavimą ir lėšų plėtrai pakankumą. Nesudėtingai apskaičiuojamas rodiklis ne tik leidžia nustatyti įmonės vertę, bet ir įvertina visą jos veiklą, valdymo, t. y. veiklos, investavimo bei finansavimo, sprendimų kokybę. Vis tik tenka pripažinti, kad EVA metodo pritaikomumą vertės kūrimui nustatyti riboja pramonės šakos, kurioje veikia įmonė, pobūdis, infliacija bei tikslų kapitalo išlaidų nustatymo metodikos ir tradicinių finansinių ataskaitų koregavimo reikalingumas. Kadangi įmonė negali tiesiogiai padidinti savo vertės, ji tai gali daryti per jos valdomus vertės veiksnius, tokius kaip augimo trukmė, pardavimų augimas, pelningumas, pelno mokestis,

apyvartinis ir pastovus kapitalas bei kapitalo struktūra (Makutėnaitė, Gliubicas, Makutėnienė, 2014: 143).

### 2.2.3 Diskontuotų pinigų srauto metodas

Nustatant įmonės vertę taikomas vadinamasis diskontuotų pinigų srautų metodas. Jo pagrindą sudaro būsimų pinigų srautų dabartinės vertės nustatymas, arba diskontavimas. Taip parodoma įmonės vertė, kaip grynoji būsimų pinigų srautų vertė įvertinami būsimi pinigų srautai. Šis procesas tuo sudėtingesnis, kuo ilgiau užtrunka būsimų pinigų srautų prognozavimas. Dažniausiai prognozuojamas laikotarpis skaidomas į keletą etapų, paskutiniame etape parenkama nuolatinė palūkanų (diskonto) norma (atitinkamo nuolatinio augimo laipsnio). Šis būdas turi privalumų, nes įmonės vertė paskutiniame etape nustatoma gana lengvai – pagal grynosios vertės formulę remiantis nuolatinė diskonto norma, kai augimas yra pastovus (Žaptorius, Garbanovas, 2006: 2).

Diskontuotų pinigų srautų (*DCF*) metodai parodo būsimų laikotarpių pinigų srautus, kurie yra svarbūs sprendžiant piniginių lėšų pakankamumo ir finansavimo klausimus. Tačiau ilgo laikotarpio projektai daro prognozavimą sudėtingą ir abejotino tikslumo. Laikas taip pat prideda rizikos. O labiausiai subjektyvus šio modelio elementas (ypač Lietuvos sąlygomis), tai diskonto normos parinkimas. Naujosios ekonomikos neapibrėžtumo sąlygomis *DCF* analizė taip pat tampa ribota (Sinevičienė, 2007: 252).

Anot Aleknevičienės (2009), norint nustatyti įmonės vertę pagal diskontuotų pinigų srautų metodą pirmiausia yra apskaičiuojami įmonės laisvieji pinigų srautai kiekvienais būsimais metais. Įmonės vertė diskontuotų pinigų srautu metodu lygi diskontuotai būsimų pinigų srautų ir būsimos vertės sumai (Aleknevičienė, 2009: 270):

$$CV = \frac{FCF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC \times (1+WACC)^n} \quad (3)$$

čia: CV- įmonės vertė;

FCF- laisvieji pinigų srautai;

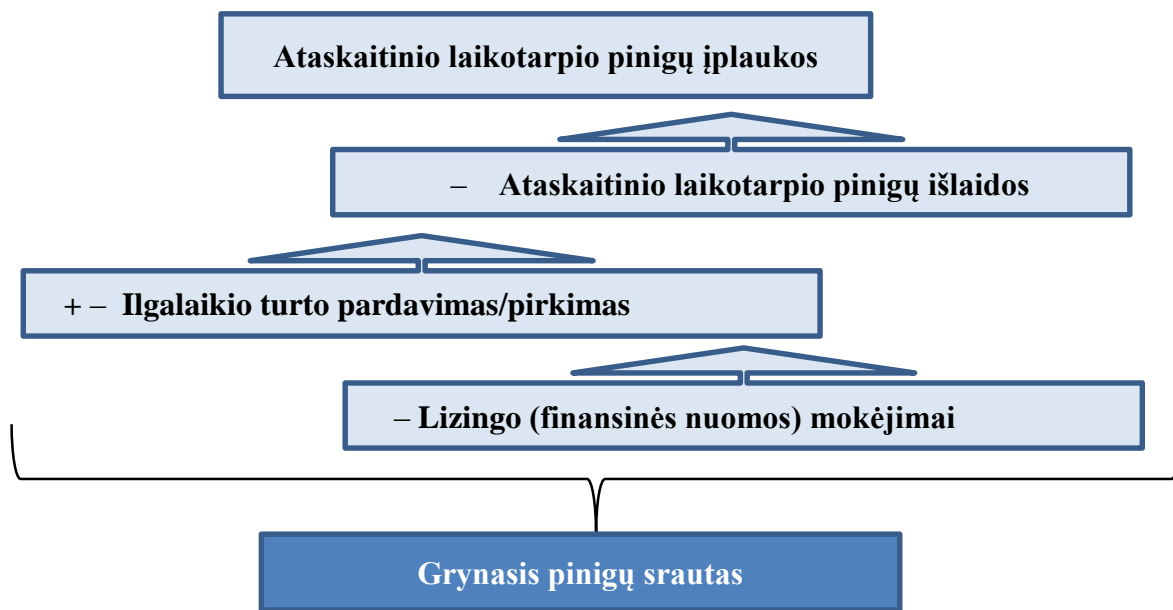
WACC-vidutinė svertinė kapitalo kaina.

Fernandezas (2013) pastebi, jog pinigų srautai turi neapibrėžtą laiką, tačiau po tam tikro laiko jų vertės galima ignoruoti, nes pinigų srautų dabartinė vertė per ilgesnį laiko tarpą palaiapsniui mažėja (Fernandez, 2013: 10). Taigi, prie diskontuotų pinigų srautų yra pridedama įmonės tęstinė vertė, siekiant įvertinanti ir įmonės augimo potencialą.

Diskontuotų pinigų srautų metodas gali būti įvairiai modifikuojamas, kuo geriau pritaikant jį konkrečiai situacijai, t. y. vietoj pinigų srautų galima naudoti grynąjį pelną, dividendus, palūkanas, kupono mokėjimus, nuomos mokesčius ir pan., todėl šiuo metodu yra vertinamos ne tik įmonės bei investiciniai projektai, bet ir įvairių ūkinių veiklų efektyvumas, finansinių instrumentų bei operacijų pelningumas (Žaptorius, Garbanovas, 2007: 167).

Laisvieji pinigų srautai – tai įmonės veiklos pinigų srautai, t. y. pinigų srautai iš veiklos, neįvertinant įmonės finansines skolas, atskaičius mokesčius. Kitaip dar akcininkams tenkantis pinigų srautas, jei įmonė neturi jokių skolų: pinigai, kurie gali būti paskirstyti akcininkams prieš tai padengus ilgalaikio turto investicijas ir apyvartinį kapitalą, kai įmonė neturi jokių išsiskolinimo įpareigojimų, vadinasi, nėra ir finansinių sąnaudų (Fernandez, 2013:11).

10 paveiksle pavaizduota kaip apskaičiuojamas įmonės laisvas pinigų srautas bendroju būdu.



10 pav. Grynojo pinigų srauto apskaičiavimas sudaryta autorės

Nustatant įmonės vertę diskontuotų pinigų srautų metodus reikalingi du pagrindiniai dydžiai: pinigų srautų prognozė ir diskonto norma. Pinigų srautų prognozė yra vienas svarbiausių žingsnių įmonių vertės nustatymo procese. Tai yra palyginti nesudėtinga, jei neplanuojama keisti įsigytos įmonės veiklos ir ji veiks santykinai nepriklausomai; tačiau jei įmonės pilnai integruojamos ar netgi įsigyjanti įmonė dėl kokių nors priežasčių planuoja keisti įsigytos įmonės veiklą, tuomet prognozė tampa sudėtingesne užduotimi (Stankevičienė, Vasiliauskaitė, 2008: 188).

Kolleris, Goedhardas, Wesselsas, (2010) rekomenduoja naudoti prognozuojamą laikotarpį nuo 10 iki 15 metų, tačiau ciklinėms bendrovėms arba toms, kurios sparčiai auga rekomenduojamas ir ilgesnis prognozuojamasis laikotarpis. Trumpo prognozavimo laikotarpio naudojimas, pavyzdžiui, penkeri metai, paprastai sukelia didelę tikimybę nuvertinti arba pervertinti įmones. Tačiau, ilgas prognozuojamasis laikotarpis turi savo minusų, būtent tada, kai prognozuojamos atskiros ataskaitų eilutės dešimčiai ar penkiolikai (Koller, Goedhard, Wessels, 2010: 188).

Tačiau, Verslo pardavimo ir įsigijimo metodiniame vadove (2006) nurodoma, dėl to jog investiciniai projektai ar strateginiai uždaviniai paprastai formuojami ne ilgesniam nei dešimt metų laikotarpiui, vertinant verslą diskontuotų pinigų srautų metodu, pataria neprognozuoti ir nevertinti ilgesnio kaip 10 metų pinigų srauto (Verslo pardavimas ir įsigijimas, 2006: 40).

Pinigų srautų prognozavimą galima suskirstyti į septynis etapus (žr. 11 pav.).



**11 pav. Įmonės pinigų srautų prognozavimo etapai (sudaryta pagal Senkų, K. (2005))**

Kolleris, Goedhardas, Wesselsas (2010) pabrėžia, norint jog prognozavimas būtų tikslus reikia parinkti pakankamai ilgą prognozavimo laikotarpį, kol įmonė pasieks stabilią būseną, t.y. atitiktų tokius reikalavimus:

- Bendrovė auga pastoviu greičiu kiekvienais metais vis iš naujo investuojant pastovią dalį savo uždirbtą veiklos pelną į verslą.
- Bendrovė uždirba pastovią grąžą tiek esamo kapitalo tiek ir naujo investuoto kapitalo (Koller, Goedhard, Wessels, 2010: 188).

Atliekant bendro ateities vaizdo prognozavimą svarbiausia suvokti, kokius rezultatus įmonė gali pasiekti ateityje atsižvelgiant į pagrindinius vertės veiksnius: augimo tempą bei investicijų rentabilumą. Nėra jokių ypatingų prognozavimo taisyklių, tačiau siūloma remtis tokiais patarimais:

1. Pirmiausia siūloma įvertinti strategines įmonės galimybes, silpnąsias ir stipriąsias puses, konkurencinius pranašumus. Tai padeda įvertinti įmonės potencialą.
2. Sukuriami skirtingi įmonės vystymosi scenarijai, detalai aprašantys įmonės veiklą įvairiose situacijose.
3. Prognozuojamas balansas ir pelno (nuostolio) ataskaita pagal kiekvieną scenarijų, skaičiuojami įmonės finansinės veiklos rodikliai, NOPLAT, investuotas kapitalas, laisvas pinigų srautas.
4. Patikrinamas prognozių pagrįstumas ir įgyvendinamumas (Dzikevičius, Michnevič, Ževžikova, 2008: 233).

Siekiant kuo tiksliau nustatyti įmonės vertę diskontuotų pinigų srautų metodu reikia objektyviai įvertinti diskonto normą (WACC). Anot užsienio autorių Kollerio., Goedharto, Wesselso (2010) įmonių vadovams grynų pinigų srautai yra prieinama informacija, vadinasi, reikia tik tinkamai nustatyti vidutinę svertinę kapitalo kainą atsižvelgiant į skolinto ir nuosavo kapitalo dalis (Koller, Goedhart, Wessels, 2010:).

Chmieliauskas ir Kazlauskienė (2003) pateikia tokią svertinio kapitalo apskaičiavimo formulę:

$$WACC = W_{sk} \times K_{sk}(1 - T) + W_{pa} \times K_{pa} + W_a \times K_a \quad (4)$$

Čia:  $W_{sk}$  - skolinto kapitalo dalis;  
 $K_{sk}$  - skolinto kapitalo kaštai;  
 $T$  - pelno mokesčio norma;  
 $W_{pa}$  - privilegijuotųjų akcijų dalis;  
 $K_{pa}/K_a$  - privilegijuotųjų/paprastųjų akcijų kaštai;  
 $W_a$  - paprastųjų akcijų dalis.

Skolinto kapitalo kaštus galima prilyginami ilgalaikių bankinių paskolų vidutinei palūkanų normai, o nuosavo kapitalo kaštai gali būti skaičiuojami kaip nerizikingos palūkanų normos ir rizikos premijos suma (Verslo pardavimas ir įsigijimas, 2006: 40).

Nerizikinga palūkanų norma teoriškai yra investicijų grąžos norma su nuline rizika. Nerizikinga palūkanų norma atspindi palūkanas, kurių tikisi investuotojas iš visiškai nerizikingos investicijos per tam tikrą laiką. Pagal Damodaraną (2008) nerizikinga palūkanų norma turi būti vyriausybės numatyta nulinio kupono norma, kuri suderinama kai diskontuojami pinigų srautai. Praktikoje yra suderinamas nerizikingo turto (pavyzdžiui, išdo vekseliai) galiojimo laikotarpis su pinigų srautų analizavimo laikotarpiu. Taigi, analizuojant įmonių finansus ir vertinimą, nerizikinga palūkanų norma yra lygi ilgalaikių Vyriausybės vertybinių popierių pajamingumui (Damodaran, 2008: 31). Tačiau, pagal Lietuvos Respublikos ryšių reguliavimo tarnyba ilgalaikių vyriausybės vertybinių popierių palūkanų norma yra nerizikinga investicijų grąžos norma, kuria gali pasiskolinti valstybė, o ne įmonė. Dėl to skolinto kapitalo kainos apskaičiavimui reikėtų naudoti Lietuvos banko pateikiamą paskolų nefinansinėms korporacijos palūkanų normų statistiką.

Rinkos rizikos premija - tai rodiklis, parodantis grąžą, kurios investuotojai tikisi/reikalauja iš savo riziką turinčių investicijų lyginant su nerizikingomis palūkanomis (finansistas.net, 2016). Rinkos nusistovėjusios rizikos premijos (rizikos rinkos kaina) yra skirtumas tarp numatytos rinkos portfelio grąžos koeficiento ir grąžos koeficiento, kai nėra rizikos. Kiekvienos šalies rizikos premijos yra skirtingos. Tai pagrįsta ilgamečiu geometrinu rizikos premijų vidurkiu. Tačiau kiti autoriai siūlo skaičiuoti aritmetinį, o ne geometrinį vidurkį šalie rizikos premijai nustatyti. Remiantis Damodaranu (2008) aritmetinis vidurkis yra labiausiai tinkamas jei metinė grąžos nekoreliuoja nagrinėjamame laikotarpyje. Tačiau empiriniai tyrimai rodo, kad akcijų grąžos yra neigiamai koreliuotos – t. y., ekonomikos kilimą dažniausiai keičia ekonomikos kritimas ir atvirkščiai. Tokiu būdu aritmetiniu vidurkiu nustatyta nuosavybės rizikos premija gali būti pervertinta. Kadangi nuosavybės rizikos premijai nustatyti yra naudojami duomenys nuo 1928 metų, tai dar labiau sustiprina geometrinio vidurkio naudojimo argumentus. Kiekvienos šalies rizikos premijos dydį galima sužinoti oficialiame Damodarano internetiniame tinklapyje.

Dzikevičius, Michnevič ir Ževžikova (2008) diskontuotų pinigų srautų metodą nustatant įmonės vertę siūlo naudoti tais atvejais, kai pelno ir pinigų srauto santykis labai veikia įmonės vertę, kai tikimasi, jog einamieji pinigų srautai smarkiai skirsis nuo būsimųjų pinigų srautų, kai įmonės iš realizuoja didelį investicini projektą, kuris gali iš esmės paveikti įmonės pinigų srautų charakteristiką. Tačiau vienas iš reikalavimų yra naudojant diskontuotų pinigų srautų metodą būtina, kad pinigų srautas prognozuojamo laikotarpio pabaigoje būtų tiksliai apskaičiuojamas (Dzikevičius, Michnevič, Ževžikova, 2008: 230).

Pinigų srautų vertės nustatymo metodas plačiausiai naudojamas visame pasaulyje. Neskaitant daugelio pranašumų kitų įmonės vertės nustatymo metodų atžvilgiu, šis metodas turi ir savų trūkumų. Svarbiausi pinigų srautų metodo pranašumai ir trūkumai pateikti 3 lentelėje.

**3 lentelė. Pinigų srautų pranašumai ir trūkumai (sudaryta pagal Džikevičius, A., Michnevič, E., Ževžikova O. (2008) ir Verslas: teorija ir praktika (2006))**

Pranašumai	Trūkumai
Geba geriau nei kiti metodai parodyti realią rinkos vertę.	Daugeliui veikiančių įmonių laukiamų piniginių įplaukų limituotas terminas gali būti atsitiktinis, nerealistinis.
Galimybė pritaikyti bet kuriai efektyviai veikiančiai, t.y. su teigiamais pinigų srautais, įmonei	Nėra adekvačios vertinimo galimybės aktyvų, kurie nuolat negeneruoja pinigų srautų, bei nelauktų, bet vertingų dėl savo vertės didinimo potencialo, įplaukų artimiausioje ateityje. Netinkamas įmonėms, kurios sistemingai patiria nuostolių, vertinti dėl diskontavimo objekto nebuvimo.
Metodas tinka grįžusioms į rinką įmonės vertinti, kurių investicinės rizikos laipsnis santykinai aukštas.	Didelė darbo apimtis gaunant prognostinius duomenis apie pinigų srautus.
Skaičiuojant įvertinamas laiko veiksnys, t.y. ateities lūkesčiai.	Iš dalies turi tikimybinį pobūdį.
Yra galimybė patikimai prognozuoti ateities pinigų srautus.	Didėjant prognozuojamam periodui labai mažėja duomenų dėl ateities pinigų srautų patikimumas (nes neįmanoma patikimai prognozuoti infliacijos ir dėl pajamų iš gauto pinigų srauto reinvestavimo nustatymo sudėtingumo).
Geba įvertinti atskirų elementų ekonominį senėjimą skaičiavimo metu.	Skaičiuojant neįvertinama ta pajamų dalis, kuri tiesiogiai susijusi su aktyvų verte.
Galimybė įvertinti rinkos situaciją, nustatant atitinkamą diskonto normą.	Dėl nepakankamo patikimumo šis metodas turėtų būti taikomas tik kartu su kitais metodais.
Leidžia įvertinti investicijų riziką diskonto normoje	Santykinai didelės skaičiavimų rezultatų jautrumas pokyčiams: infliacijos tempų, produkcijos kainų, gyvo bei praeities darbo vertės, diskonto normos ir kt. veiksnių.

Taip pat, reikia nepamiršti, kad įmonės yra skirtingos ir skiriasi jų vertės nustatymas atsižvelgiant į įmonių dydį ir kapitalą. Iš esmės, daugianacionalinių kompanijų užsienio antrinių įmonių vertinimui taikomi tie patys fundamentalūs metodai ir principai kaip ir verslo-vienetų kompanijų, veikiančių šalies viduje, vertinimui. Tačiau vertinant užsienio kompanijas reikia atkreipti dėmesį į keletą naujų ypatumų:

- Užsienio valiutos perskaičiavimą;
- Užsienio apmokestinimo ir finansinės apskaitos sistemų skirtumus;
- Sąryšį tarp transferinio įkainojimo ir užsienio mokesčių;



- Reikalingos informacijos stoka;
- Būtinybę įvertinti politinę riziką;
- Užsienio valiutos kurso hedžingo poveikį vertei;
- Atitinkamą kapitalo kaštų nustatymą (Burkšaitienė, 2007: 699).

Diskontuotų pinigų srautų metodas yra sudėtingiausias įmonės vertės nustatymo metodas, nes jį taikant reikia išsamios analizės, tačiau šis metodas yra ir patikimiausias, todėl plačiai taikomas vertinant ir visą įmonę, ir atskirus investicinius projektus (Dzikevičius., Michnevič, Ževžikova, 2008: 231).

### **2.3 Inovacijų poveikis įmonės vertei**

Šiandien ekonominė aplinka yra pasikeitusi. Daugelį pokyčių sukėlė informacinių technologijų revoliucija ir žiniomis grįstos ekonomikos atsiradimas. Globaliame pasaulyje inovacijos tampa esminiu ekonominės plėtros veiksniu ir būtina sąlyga visuomenės poreikiams realizuoti. Jos neatsiejamos nuo mokslinių tyrimų, kūrybiškumo, praktinio idėjų pritaikymo realiame gyvenime. Inovacijos, lemiančios reikšmingus pokyčius, pasižymi didelę ekonomine ir socialine grąža, skatina darbo našumo augimą, didina aukštesnę prekių ir paslaugų pridėtinę vertę (Liutkutė, Vijeikis, 2012: 71).

Inovacija šiandien laikoma viena pagrindinių ir būtinu verslumo elementu bei pagrindiniu verslo sėkmės rodikliu. Nauji produktai, technologijos, procesai, verslo modeliai ir organizacinės struktūros galėtų prisidėti prie įmonių konkurencingumo didinimo tiek vietinėse, tiek užsienio rinkose. Labiausiai išsivysčiusiose šalyse inovacijos ilgą laiką buvo pagrindinis ekonominio augimo variklis, sudarantis galimybę pasiekti aukštą verslo efektyvumo ir pelningumo rodiklių (Pagosian, Dzemyda, 2012: 63).

Inovacija dar siejama su naujove. Naujovė – tam tikras naujumas, pagal sampratą artimas „išradimui“: konkretus naujos mokslo idėjos sukūrimo rezultatas, turintis naujos technikos, tam tikros gamybos konstrukcinės medžiagos, besiskiriančios nuo anksčiau naudojamų kokybinėmis charakteristikomis, pavyzdžio forma, kuri leidžia padidinti gamybos efektyvumą (gali būti pateikta mokslo, technikos ar kitų dokumentų forma, t. y. informacijos, nusakančios technologinius, organizacinius, vadybinius ir kitus procesus ir nematerialaus pobūdžio reiškinius, kai ji gali veiksmingai paveikti materialios gamybos rezultatus), forma (Ramanauskienė, 2010: 12).

Inovacijos yra svarbus daugelio sričių elementas, tokių kaip ekonomika, verslas, inžinerija, sociologija ir panašiai. Tačiau pačios inovacijos sąvokos supratimas ne visada aiškus ir dažnai painiojamas su glaudžiai susijusiais terminais: pokytis, kūrybiškumas, išradimas ir pan. (Liutkutė, Vijeikis, 2012: 72).

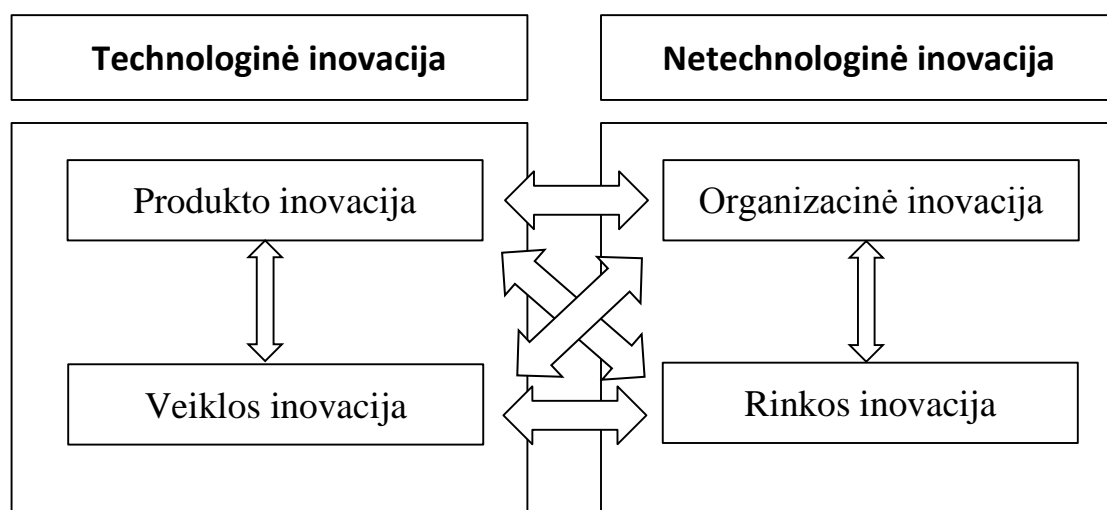
Mokslinėje literatūroje vieno sutartinio inovacijos apibrėžimo nėra. Įvairūs autoriai skirtingai interpretuoja šį terminą. Vieni labiau akcentuoja proceso reikšmę, kiti – technologinį aspektą, dar treči inovaciją traktuoja kaip reiškinį (Pagosian, Dzemyda, 2012: 64).

Inovacija turi daug apibrėžimų. Inovacija yra funkcinė ir pažangi naujovė, orientuota į seno pakeitimą nauju. Inovacijas sudaro naujų idėjų generavimas ir jų įgyvendinimas per patobulintus gaminius, procesus ar paslaugas. Tai instrumentas, padedantis pokyčius panaudoti kaip galimybę sukurti naujus verslus, produktus, paslaugas, gauti didesnę pelną, ekonominius išteklius transformuojant iš žemesnio produktyvumo lygio į aukštesnį, sukuriant naujus išteklius (Krušinskas, Benetytė, 2014: 77).

Inovacija, anot Pagirio (2009) suvokiama kaip procesas: novatorišką sprendimą (technologinį, verslo modelio ar socialinį) ir jo priraikymą visuomenėje ar rinkoje (Pagirys, 2009: 1).

Dotzelis, Shankaris ir Berris (2013) inovaciją apibūdina kaip naują ar patobulintą pasiūlymą, kuris apima įmonės užsibrėžtų užduočių ir veiklos įvykdymą, siekiant patenkinti vartotojus (Dotzel, Shankar, Berry, 2013: 259).

12 paveiksle atsispindi inovacijos sąvoką: inovacija gali būti apibrėžiama kaip nenutrūkstama ieškojimo ir tyrinėjimų veikla, kurios rezultatas yra nauji produktai, nauji procesai, naujos organizacinės formos ir naujos rinkos (Pagosian, Dzemyda, 2012: 65).



12 pav. Keturi inovacijų tipai (sudaryta pagal Pagosian, S., Dzemyda, I., 2012: 65)

Pagosian, Dzemyda (2012) inovacijos sąvoka skirsto į penkias dalis: produkto inovaciją, proceso inovaciją, technologinę inovaciją, novatorišką inovaciją, pelningą inovaciją.

Pačiu plačiausiu požiūriu inovaciją galima apibūdinti kaip sėkmingą naujovių taikymą: naujo produkto ar paslaugos įvedimas į rinką, esamų produktų ar paslaugų kokybės gerinimas diegiant naujas technologijas, vadybos sistemų atnaujinimas. Taip pat inovacija yra neatsiejama nuo naudos gavimo, kažko naujo sukūrimas ar tobulinimas padeda plėsti nacionalinę ar globalinę rinką, kas daro didesnę įtaką įmonės pranašumui konkurencinėje rinkoje. Tinkamiausiai inovacija traktuojama kaip kažko naujo sukūrimas ar jau egzistuojančio tobulinimas su tikslu gauti komercinę naudą ar suteikti naudą vartotojui (Bartkus, 2013: 11).

Inovacijos yra skirstomos pagal įvairius požymius (žr. 4 lent.).

**4 lentelė. Inovacijų klasifikavimo požymiai (sudaryta pagal Strazdas, R., Jakubavičius, A., Gečas, K., 2011 :11)**

<b>Klasifikavimo požymis</b>	<b>Klasifikacija</b>
Turinys	Produkto, technologinės, socialinės, kompleksinės
Įgyvendinimo lygis	Žmogus, įmonė, ūkio šaka, visuomenė ar valstybė, ekosistema, pasaulis
Įgyvendinimo mastas	Vienkartinės, daugkartinės
Naujumo laipsnis	Radikalios, modifikuojančios
Organizacinės ypatybės	Vidaus organizacinės, tarp-organizacinės
Pobūdis	Kiekybinės, kokybinės
Galutinis rezultatas prasme	Fundamentinė, eksperimentinė, bazinė, difuzinė, sąlyginė
Poveikis	Ekonominis, socialinis, ekologinis, kompleksinis

Inovatyvumas yra vienas iš pagrindinių ir svarbiausių konkurencinio pranašumo veiksnių įmonėms. Inovacijų įtaka globalioje ekonomikoje tai pat neabejotina. Mokslinėje literatūroje inovacijos sutelkiamos ties šiais dviem svarbiausiais aspektais:

- būdas organizacijoms išlikti ir įgauti konkurencinio pranašumo konkrečiose rinkose;
- vienas iš svarbiausių nacionalinių ir globalių bendrųjų ekonomikos augimą skatinančių veiksnių (Tvaronavičius, 2011: 8).

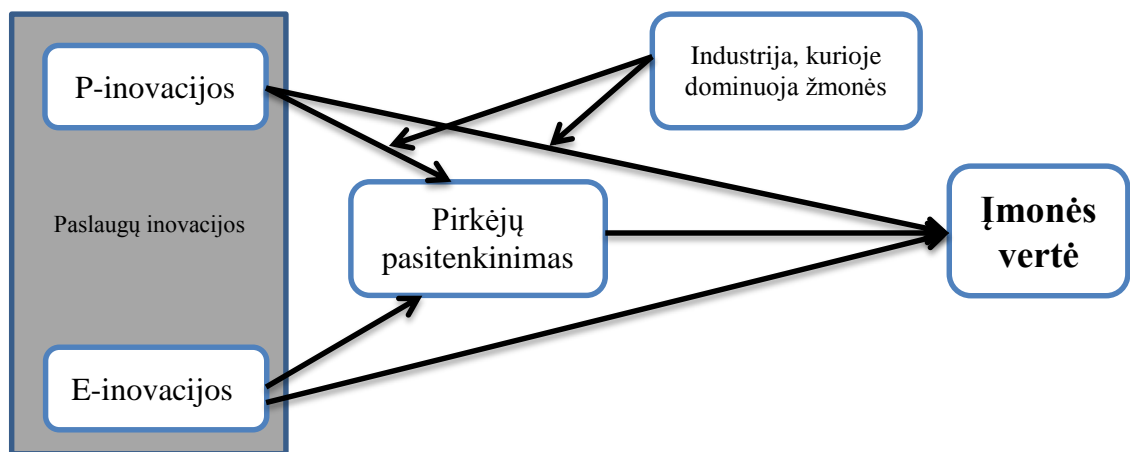
Inovacijos yra konkurencingumo pagrindas. Kartu pagrindinis vadovo uždavinys yra savininkų turto maksimizavimas, todėl svarbu tyrinėti inovacijų ir bendrovės vertės santykį (Berzkalne, Zelgalve, 2014: 51).

Inovacijomis grįsti verslo modeliai ne tik kuria didžiausią pridėtinę vertę bei atitinkamą gražą investuotojams, tačiau ir prisideda prie visuomenės gerovės kūrimo (Pagirys, 2009).

Dažnai kyla interesų konfliktai tarp akcininkų, vadovų ir kreditorių sąlygoja nepakankamas arba perteklines investicijas, kurios savo ruožtu turi neigiamą įtaką įmonių vertei. Skolinto kapitalo dėka vykdomos investicijos suteikia kompanijoms strateginių konkurencinių pranašumų. Investicijų augimas paprastai sąlygoja ribinių gamybos išlaidų mažėjimą ir kartu skatina įmonę didinti pardavimų apimtį (Norvaišienė, Stankevičienė, Krušinskas, 2015: 47).

Inovacija įmonėje gali daryti tiek tiesioginę tiek netiesioginę įtaką įmonės vertei. Tiesioginis poveikis atsiranda iš investuotojų pusės kai investuotojai tiesiogiai įvertintina inovacijos vertę. Inovacijos netiesioginė įtaka atsispindi per sudėtingą kombinaciją tarp pirkėjų pasitenkinimo inovacija ir vartotojų požiūrio į įmonės įvaizdį. Rasti tiesioginį ryšį tarp inovacijos ir įmonės vertės yra sudėtinga: vieni mokslininkai nemato jokio ryšio tarp naujo produkto ir akcijos kainos, kiti tyrinėtojai mato pastebimą teigiamą inovacijos įtaką įmonės vertei (Dotzel, Shankar, Berry, 2013: 262).

Dotzelis, Shankaris ir Berris (2013) savo straipsnyje nagrinėja paslaugų inovacijas. Anot autorių paslaugų inovacijas galima suskirstyti į dvi stambias grupes: inovacijos susijusios su interneto prieiga (e-inovacijos) ir inovacijos susijusios su žmonių įtraukimu (p-inovacijos) (žr. 13 pav.). Buvo nustatyta jog e-inovacijos daro teigiamą poveikį įmonės vertės dydžiui. P-inovacijos turi ganėtinai didelę poveikį įmonės vertės dydžiui per klientų pasitenkinimo didinimą, tik tuo atveju kai dominuoja žmogiškoji pramonė (Dotzel, T., Shankar, V., Berry, L.L., 2013).



13 pav. E-inovacijų ir p-inovacijų įtaka įmonės vertei (adaptuota pagal Dotzel, T., Shankar, V., Berry, L.L., 2013: 261)

Berzkalne, Zelgalve (2014) savo tyrinėjimuose nustatė jog novatoriškos mažos ir vidutinės įmonės gali padidinti įmonės vertę pasitelkiant inovatyvių idėjų įgyvendinimą įmonėje (Berzkalne, Zelgalve, 2014: 40).

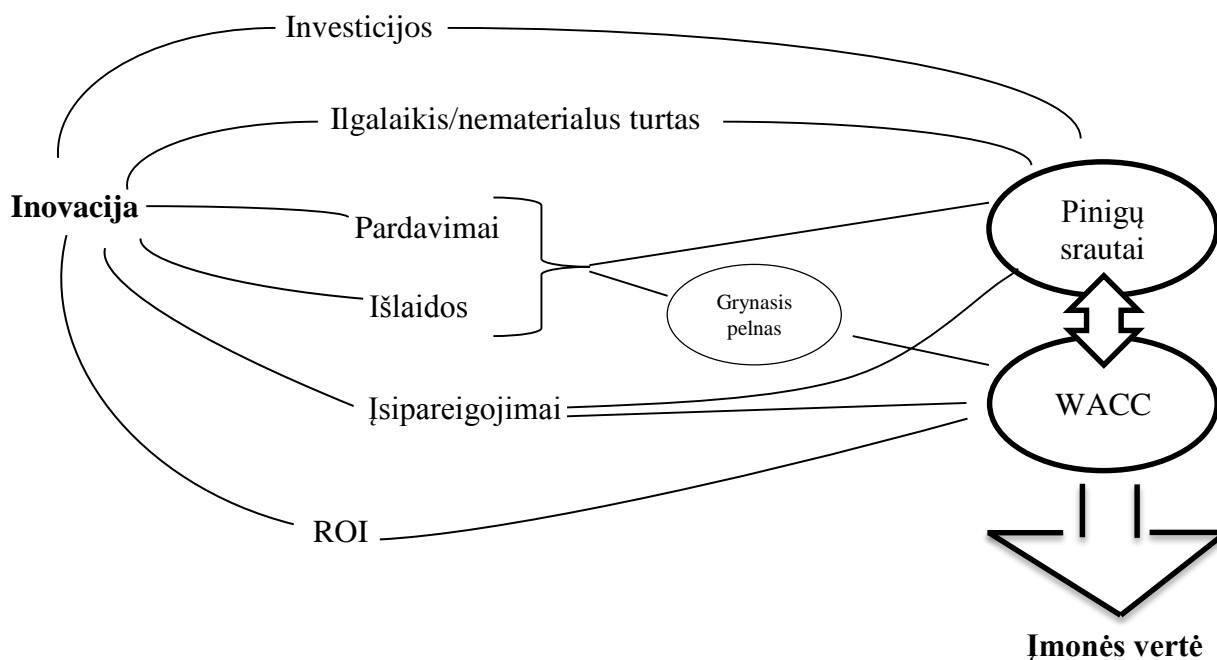
Dehningas, Richardsonas ir Stratopoulosas (2005) teigia, jog konkurencinėje aplinkoje, kurioje galima tik vystyti projektus (investicijas, inovacijas ir pan.), kurių grynoji dabartinė vertė lygi nuliui, tai įmonės vertė tokioje aplinkoje bus lygi likutinei įmonės vertei. Tačiau pradėjus vykdyti projektus, kurie sukuria teigiamą grynąją vertę, įmonės vertė bus didesnė negu įmonės buhalterinė vertė. Taigi, inovaciniai projektai, kurie sukuria teigiamą grynąją vertę, kuria didesnę įmonės vertę (Dehning, Richardson, Stratopoulos, 2005: 990).

Ankudinovas ir Lebedevas (2014) atliko tyrimą siekiant iširti ryšį tarp inovacijų ir įmonės vertės, taigi, jie padarė tokias išvadas:

- investicijos į naują įrangą, sukuria didesnę įmonės vertę, tačiau nepakankamai didesnę reikalaujamą akcininkų bendrąją grąžą;
- nėra pastebėtas teigiamas poveikis akcininkų vertės padidėjime, kai investuojama į apyvartinį kapitalą;
- aktyvios investicijos į nematerialųjį turtą teigiamai veikia bendrąją akcininkų grąžą;
- investicijos į ilgalaikį finansinį turtą neigiamai veikia tiek įmonės rinkos vertę tiek ir akcininkų grąžą, tačiau statistiškai nėra jokio pastebimo efekto įmonės vertei, kai investuojama į trumpalaikį finansinį turtą;
- tokie finansiniai veiksniai, kaip pelningumas, finansinė politika, rizikos lygis yra tiesiogiai susiję su akcininkų vertės didinimu;
- makroekonominiai faktoriai stipriau daro įtaką akcininkų vertės kūrimui negu atskiroms įmonės savybėms;
- kiekvienos įmonės individuali specifika labiausiai veikia įmonės rinkos vertę ir nėra tokia svarbi tyrinėjant akcininkų grąžą (Ankudinov, Lebedev, 2014: 84).

Projektai yra viena efektyviausių priemonių, siekiant užtikrinti efektyvų inovacijų diegimą. Projektų valdymas kaip laikina veikla yra skirta tam tikrų tikslų įgyvendinimui. Ji suderinama su padidinta inovacijų rizika. Tačiau inovacinio projekto valdymo procesai skiriasi nuo įprasto projekto, nes inovacinis projektas inicijuojamas siekiant plėtoti naują produktą ar paslaugą, remiamasi naujoviškais metodais ir požiūriais bei turi daugiau galimybių susidurti su nesėkme, tačiau kartu ir didesnę potencialą užtikrinti teigiamą verslo plėtrą (Pagosian, Dzemyda, 2012: 74).

Taigi, siekiant apibrėžti kaip inovacijos daro įtaką įmonės vertei, pirmiausia reikia nustatyti kokius rodikliai naudojami įmonės vertės nustatymui. Inovacija ar nauja technologija neabejotinai veikia įmonės rodiklius. Žinoma, nauja inovacija gali tiek teigiamai tiek ir neigiamai paveikti įmonės rodiklius. Apibendrintai per kokius rodiklius inovacija daro įtaką įmonės vertei pateikta 14 paveiksle.



**14 pav. Inovacijų įtaka įmonės vertei**

Inovacijos labiausiai paveikia įmonės pardavimus, kadangi priklausomai nuo inovacijos tipo inovacijos įmonėje gali pritraukti naujų pirkėjų arba kitokiais patraukliais būdais skatinti įmonės pardavimus. Taip pat, esant technologinei inovacijai gali būti įsigyjamas naujas turtas ir sumažinamos išlaidos. Taigi, inovacija paveikia pagrindinius įmonės rodiklius, kurie formuoja laisvuosius įmonės pinigų srautus, kurių pagrindu paprastai yra nustatinėjama įmonės vertė.

Dažniausiai inovacijų įgyvendinimas įmonėje kainuoja didelius pinigus, kurie tikimasi atsipirkti ateityje aukštais procentais. Tačiau, ar visuomet inovacija pakankamai padidina įmonės vertę investuotojų atžvilgiu. Siekiant, nustatyti ar tam tikra inovacija pakankamai padidina įmonės vertę reikia atlikti konkrečius skaičiavimus.

### 3. ĮMONĖS VERTĖS VERTINIMO METODOLOGIJA

Siekiant nustatyti tikslią įmonės vertę svarbiausia tinkamai parinkti įmonės vertės nustatymo metodą. Pats tiksliausias įmonės vertės nustatymo metodas anot daugelio lietuvių ir užsienio autorių yra diskontuotų pinigų srautų metodas. Norint naudoti pinigų srautų metodą įmonės vertei nustatyti svarbiausia, kad įmonėje būtų lengvai nustatomi ir įvertinami pinigų srautai

Šiame darbe nagrinėjama įmonė AB „Grigiškės“. Ši įmonė Įmonės veikla prasidėjo 1823 metais. Pagrindinė įmonės veikla yra gaminti tualetinį popierių, popierinius rankšluosčius ir servetėles, gofruotąjį kartoną, gofruotojo kartono gaminius. Grupė apjungia šias bendroves: AB „Grigeo Grigiškės“, AB „Grigeo Klaipėdos Kartonai“, UAB „Grigeo Baltwood“, UAB „Grigeo Recycling“ ir PAT „Mena Pak“.

AB „Grigiškės“ grupės įmonės savo veiklos procesuose apima beveik pilną medžio ir popieriaus komponentų apdirbimo ciklą – nuo medžio iki iš jo pagaminto gaminio, o jei dar tiksliau, nuo medžio – iki žmogaus, gamybos procese išgaudami aukštesnės pridėtinės vertės medienos ir popieriaus produktus:

- higieninį popierių – servetėles, nosinaites, popierinius rankšluosčius, valomąjį ir tualetinį popierių – viską, ko gali prireikti namuose ar kelionėje, kas suteikia saugumo bei komforto kasdienėje buityje;
- pakavimo popierių – ekologišką, iš perdirbtos makulatūros gaminamą antrinę žaliavą, naudojamą gofruotojo kartono, jo pakuotės ir korinio užpildo gamybai.
- korinį užpildą, kuris dėl nedidelio svorio bei patrauklios kainos yra vis labiau vertinamas ir plačiau naudojamas baldų, automobilių, statybos pramonėje, gaminant duris, sienų plokštes, parodų standus, padėklus;
- gofruotą kartoną ir pakuotę – įvairiausių dydžių, formų dėžes, kurios yra lengvos, tvirtos, nebrangios ir ekologiškos bei skirtos maisto produktų, trikotažo, chemijos pramonės gaminių ar kitos produkcijos saugiam ir tvarkingam pakavimui, transportavimui bei sandėliavimui;
- kietąsias medienos plaušo plokštes – saugų ir sveiką produktą, vertinamą dėl plataus jo pritaikymo baldų, statybos pramonėje, o taip pat gaminant pakuotę, standus, kitus plataus vartojimo gamybinės paskirties gaminius

Visi įmonėje produktai gaminami tausojuant resursus: įmonė pati apsirūpina biokuru, taupo elektros energiją, superka ir perdirba makulatūrą, atsodina miškus, investuoja į vandens valymo

įrenginius. Taigi, įmonės misija yra kurti ir gaminti aplinką tausojančius produktus, gerinant gyvenimo kokybę, o vizija – būti pripažinta Europos gamintojas.

Įmonės produktų struktūra parodyta 15 paveiksle.

Gamyba	Pagrindiniai produktai	Galutinė rinka	% nuo pajamų
Higieninio popieriaus produktai	-tualetinis popierius -servetėlės -popieriniai rankšluosčiai -popierinės nosinaitės	-mažmeniniai vartotojai -HORECA, ofisai, pramonė	25 %
Gofruoto kartono pakuotė	-testlaineris -fliutingas -kartono korinis užpildas	-kartono pakuotė maisto ir gamybos pramonėms	49 %
Medienos produktai	-medienos plaušų plokštės -pjautinė mediena -medienos plokštės -medienos granulės	-žaliava statybos ir baldų gamybos pramonėms	26 %

**15 pav. AB „Grigiškės“ produktų struktūra**

Maždaug pusė gaminamos produkcijos yra eksportuojama į Latviją, Daniją, Estiją, Slovakiją, Čekiją, Lenkiją, Norvegiją, Švediją, Vokietiją bei kitas šalis.

Kalbant apie bendrovės valdybą, tai bendrovė turi visuotinį akcininkų susirinkimą, vienasmenį valdymo organą – bendrovės vadovą (prezidentą), kolegialus priežiūros organus – stebėtojų tarybą ir audito komitetą bei kolegialų valdymo organą – valdybą. Bendrovės stebėtojų taryba iš 5 narių renka ketverių metų kadencijai visuotinis akcininkų susirinkimas. Stebėtojų taryba renka valdybos narius ir atšaukia juos iš pareigų. Bendrovės valdyba sudaryta iš 5 narių. Stebėtojų taryba renka Audito komiteto narius ir atšaukia juos iš pareigų. Bendrovės Audito komitetas sudarytas iš 3 narių. Bendrovės stebėtojų taryba atstovauja akcininkams ir kartu su Audito komitetu atlieka priežiūros funkcijas. Bendrovės vadovą renka ir atšaukia bei atleidžia iš pareigų, nustato jo atlyginimą, tvirtina pareiginius nuostatus, skatina jį ir skiria nuobaudas bendrovės valdyba.

Įmonės pajėgumui palaikyti įmonėje įdarbinta apie 800 darbuotojų.

AB „Grigiškės“ yra stabili įmonė, kuri nuolatinėmis investicijomis bei tikslingu vadovybės darbu sukuria teigiamus įmonės veiklos rodiklius. Įmonės veikla jau kelerius metus sukuria



teigiamus pinigų srautus, todėl siekiant nustatyti įmonės vertę galima naudoti diskontuotų pinigų srautų metodą.

Įmonės vertės nustatymo procesas yra sudėtingas. Anot autorių Sjöqvist ir Stepanovych (2008) verslo vertės nustatymo procesas susideda iš penkių pagrindinių etapų: verslo analizė, apskaitos analizė, finansinė analizė, prognozavimas ir vertinimas. Šie penki etapai tarpusavyje yra labai susiję, nes neatlikus tikslių atskirų sričių analizių įmonės vertės apskaičiavimas tampa netikslingu.

Įmonės vertės nustatymo procese svarbu atliekamų veiksmų eiliškumas, nes neatlikus vienos analizės yra sunku skaičiuoti ir pagrįsti kito etapo rezultatus.

Taigi, siekiant objektyviai įvertinti AB „Grigiškės“ vertę bus naudojamas pinigų srautų metodas. Nustatant įmonės vertę bus vadovaujama Džikevičiaus A., Mechevič E., Ževlikovos O. (2008) siūlomą verslo vertės vertinimo diskontuotų pinigų srautų metodo baziniais etapais (žr. 16 pav.).



**16 pav. Teorinis verslo vertinimo modelis (sudaryta pagal Džikevičiaus A., Mechevič E., Ževlikovos O., 2008: 231)**

Vertinant įmonę pirmiausia reikia išsianalizuoti įmonės veiklos specifiką ir pagrindinius rodiklius. Šiame etape analizuojami įmonės finansinių ataskaitų rodikliai, jų pokyčiai per metus ir kokie veiksniai labiausiai daro įtaką finansinių rezultatų rodikliams. Taip pat įvertintos įmonės rodiklių tendencijos per paskutinius 5-6 metus, kuriais remiantis vėliau atliekama finansinių ataskaitų prognozavimas.

Nagrinėjant įmonės veiklos rodiklius pirmiausia atliekama įmonės balanso ir pelno (nuostolių) ataskaitų analizė. Praktikoje dažniausiai atliekamos šių ataskaitų horizontaliosios ir vertikaliosios analizės. Horizontalioji analizė parodo rodiklių pokyčius per tam tikra laikotarpį tiek pinigine tiek procentine išraiška. Taigi, horizontalioji balanso analizė parodo įmonės turto tendenciją: turtas auga ar sensta, pinigai įšaldomi trumposiose atsargose ar reinvestuojami. Vertikalioji balanso analizė padeda atskleisti koks įmonės sąnaudų lygis ir ar įmonė efektyviai valdo ir kontroliuoja sąnaudas.

Vėliau atliekamas įmonės veiklos rodiklių prognozavimas. Įmonės rodiklių prognozuojamas laikotarpis bus 5 metai, nes daugelio autorių nuomone ilgesnis prognozavimo laikotarpis neleidžia objektyviai įvertinti įmonės ateities rodiklius dėl nuolat besikeičiančios aplinkos ir nenumatomų rizikų. Prognozavimas bus atliekamas teorinėje dalyje aptartu eiliškumu: pirmiausia prognozuojama įmonės pelno (nuostolių) ataskaita, vėliau prognozuojami balanso rodikliai ir galiausiai nustatinėjami įmonės sukurti pinigų srautai.

Sekantis etapas yra laisvojo pinigų srauto apskaičiavimas, kuriame atsižvelgiant į teorinėje dalyje aptartą pinigų srautų apskaičiavimo metodą bus nustatinėjami prognozuojamų laikotarpių pinigų srautai. Šie apskaičiuoti pinigų srautai sudarys pagrindą įmonės vertės nustatymo formulėje.

Sekančiame etape bus nustatinėjama įmonės diskonto norma. Diskonto norma nustatoma pagal teorinėje dalyje nurodytą formulę, į kurią bus įstatyti AB „Grigiškės“ rodikliai.

Galiausiai pasinaudojant teorinėje dalyje paminėta įmonės vertės nustatymo diskontuotų pinigų srautų metodo formule bus nustatoma įmonės vertė.

Darbo tikslas yra įvertinti kaip pasikeis įmonė vertė įgyvendinus naują inovaciją įmonėje. Siekiant nustatyti inovacijos įtaką įmonėje bus remiamasi trimis žingsniais:

- 1) dabartinės įmonės vertės nustatymas anksčiau aptarta metodika;
- 2) naujos inovacijos pristatymas ir naujos įmonės vertės nustatymas įgyvendinus inovaciją įmonėje;
- 3) įmonės verčių palyginimas, rezultatų interpretavimas.

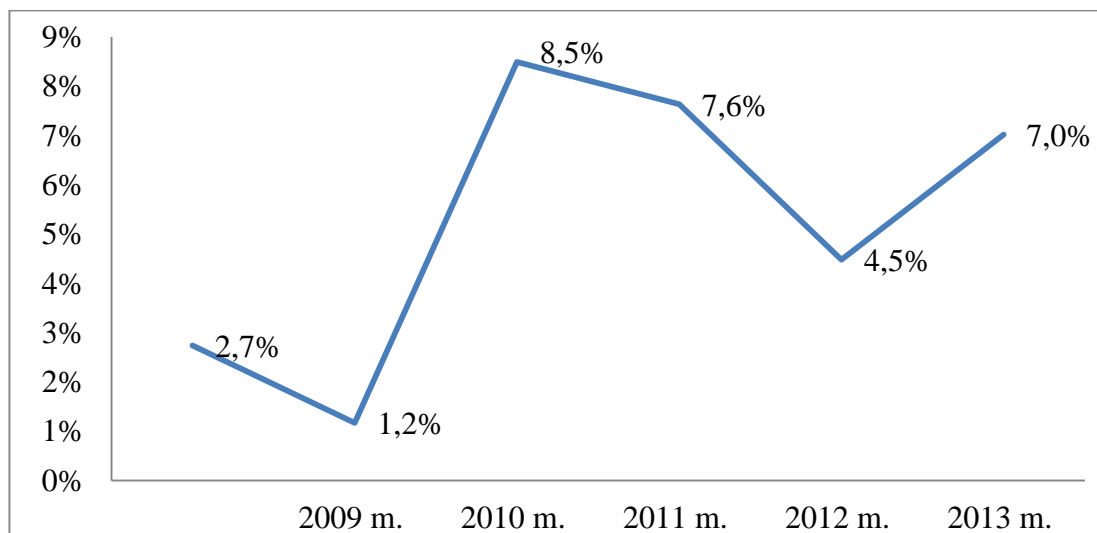
## 4. ĮMONĖS VERTĖS POKYČIO ANALIZĖ ĮVEDUS INOVACIJĄ

### 4.1 Įmonės esamos vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu

Pirmiausia šiame skyriuje bus išanalizuoti įmonės veiklos rodikliai, kurių analizė padės apžvelgti įmonės veiklos tendencijas bei atlikti įmonės veiklos rodiklių prognozavimą.

Bendrovės pardavimai auga kiekvienais metais (žr. 1 priedą). 2009 ir 2014 metų laikotarpyje įmonės pajamos padidėjo nuo 31 mln. eurų iki 48 mln. eurų. Spartų įmonės pajamų augimą lėmė nuolatinės investicijos į įrangą ir įmonės veiklos plėtimas užsienyje. Vertinant pagal produkciją 2012 metais įmonės pardavimai buvo stabilūs, tačiau buvo sumažintos prekių kainos (kartono kaina per metus sumažėjo apie 15%), todėl 2012 metais galutinis pajamų rezultatas buvo sumažėjęs iki 13,9 mln. eurų. Prie smarkaus pajamų sumažėjimo prisidėjo ir 2012 metais atliekami remonto darbai, dėl kurių buvo pagaminta šiek tiek mažiau produkcijos. 2013 metais įmonės pajamos padidėjo 10,9 mln. eurų lyginant su 2012 metais. Tokį didelį pajamų padidėjimą lėmė 2013 metais pradėjusio veikti higieninio popieriaus gamybos linija, kuri 2014 metais pradėjo veikti pilnu pajėgumu kas įmonės kasmetines pajamas padidino dar labiau.

Įmonės pelningumas kiekvienais metais kito neatsižvelgiant į pajamų kitimus (žr. 17 pav.).

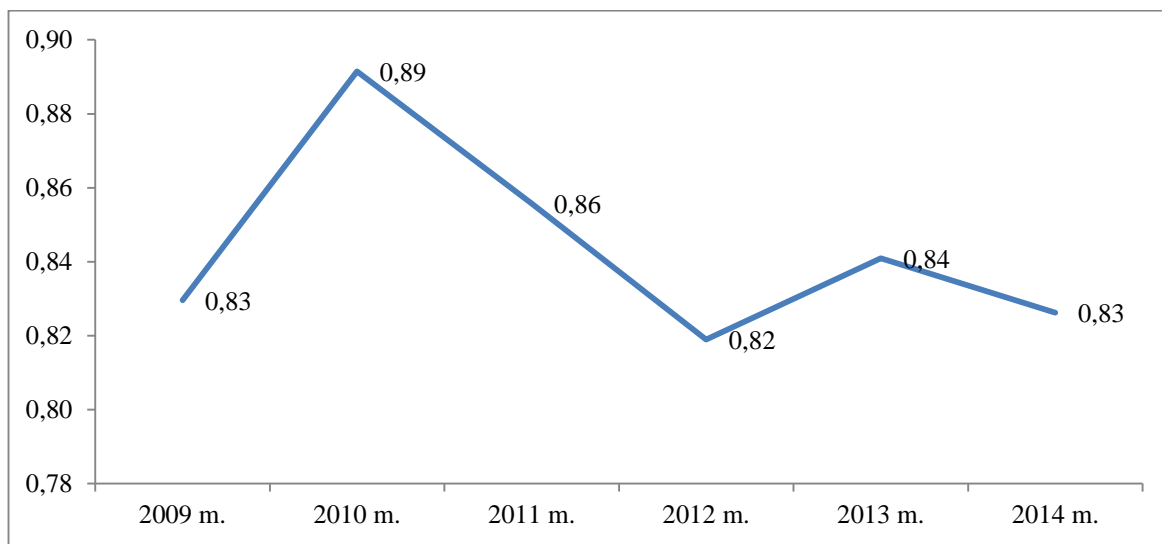


17 pav. AB „Grigiškės“ grynasis pelningumas

Per analizuojamą laikotarpį AB „Grigiškės“ grynais pelningumas padidėjo nuo 2,7 proc. iki 7 proc. (žr. 10 priedą). Didžiausias įmonės pelningumas buvo 2011 metais (8,5 proc.). Aukštą grynąjį pelningumą 2011 m. lėmė sumažėjusi prekių savikaina 4 procentais bei padidėjusios pardavimo pajamos (žr. 17 pav.). Nors 2013 metais įmonės pajamos padidėjo 34 proc. lyginant su

2012 metais (žr. 1 priedą), tačiau įmonės grynasis pelningumas buvo smarkiai sumažėjęs t. y. nuo 7,6 proc. iki 4,5 proc. Tokį didelį pokytį lėmė sumažėjusios įmonės pajamos iš kitos veiklos, kurią didžiąją dalį sudaro pajamos iš įrangos ir nekilnojamojo turto pardavimo. 2014 metais grynasis pelningumas padidėjo 1,5 karto lyginant su 2013 metais. Grynasis pelningumas daugiausia išaugo dėl kritusių žaliavų kainų, ypač tai įmonėje pasijautė gofruotojo kartono gamyboje ir pardavimuose.

Taip pat, pajamas nemažai sumažino ir veiklos sąnaudos (žr. 1 ir 10 priedus). Daugiausia veiklos sąnaudų buvo 2009 metais (jos sudarė apie 15 proc. pajamų). Sekančiais metais veiklos sąnaudos sumažėjo iki 12 proc. o dar kitais metais iki 11 proc. ir per analizuojamą laikotarpį smarkiai nebekito. Veiklos sąnaudas AB „Grigiškės“ sudaro pardavimo ir paskirstymo sąnaudos (kuras, transporto paslaugos, tarpininkavimas, marketingas, darbo užmokestis ir t. t.), administracinės sąnaudos (banko paslaugos, darbo užmokestis, kuras, draudimo, konsultacijos paslaugos, parama, reklama, reprezentaciją ir pan.).

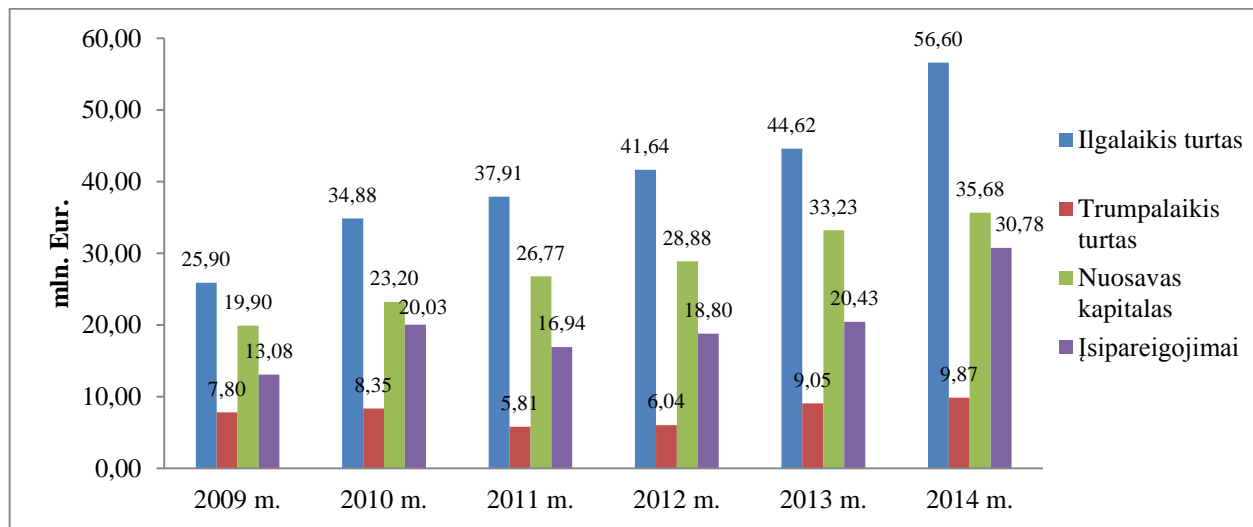


**18 pav. AB „Grigiškės“ savikaina tenkanti 1 pardavimo eurui**

18 paveiksle matyti, jog didžiausia savikaina buvo 2010 metais. Tokią aukštą savikainą lėmė išaugusios žaliavų kainos. Nuo 2011 m. iki 2012 m. AB „Grigiškės“ savikaina tenkanti vienam pardavimo eurui mažėjo. 2010 – 2012. savikaina sumažėjo 8 proc. Savikainos sąnaudų sumažėjimą lėmė nauji įrengimai įmonėje. Sekančiais metais savikaina paaugo 3 proc. Nuo 2014 metų pastebima tendencija jog savikaina mažėja. Kalbant apie veiklos sąnaudas (žr. 10 priedą) tenkančias vienam pardavimo eurui tai didžiausios buvo 2009 metais, jos sudarė apie 15 euro centų. 2013 metais veiklos sąnaudos buvo mažiausios – 11 euro centų (sumažėjo beveik 22 proc.

lyginant su 2009 m.). Sumažėjimą lėmė sumažintos reklamos bei transportavimo sąnaudos. Finansinės sąnaudos kiekvienais metais įmonėje nesiekė nė 1 proc. pardavimo pajamų.

2 priede pateikta išsami 2009 m. – 2014 m. AB „Grigiškės“ balanso rodiklių analizė. Sutrumpinta balanso rodiklių analizė pateikta 19 pav.



**19 pav. AB „Grigiškės“ 2009-2010 m. balanso rodiklių analizė**

Per nagrinėjama laikotarpį labiausiai įmonėje kito ilgalaikio turto eilutė (žr. 19 pav.). Didžiausias pokytis ilgalaikiame turte buvo 2010 metais. 2010 metais ilgalaikis turtas padidėjo 35 proc. lyginant su 2009 metais (žr. 2 priedą). Tokį pokytį lėmė smarkiai išaugęs ilgalaikis finansinis turtas, kurį sudaro investicijos į dukterines bendroves ir ilgalaikės gautinos sumos. Taip pat, didelis pokytis ilgalaikiame materialiajame turte buvo 2014 m., šiais metais ilgalaikis turtas padidėjo 10,8 mln. eurais. 2014 metais buvo darytos didelės investicijos į ilgalaikį materialų turta, kadangi buvo ne tik atnaujinama įranga, bet ir perkama nauja. 2014 metais baigtos biokatilinės Vilniuje statybos ir pradėta eksploatacija.

Trumpalaikis turtas per analizuojamą laikotarpį pakito nuo 7,80 mln. eurų iki 9,87 mln. eurų. 2009 m. – 2012 m. trumpalaikiame turte nėra didelio pokyčio. Šie pokyčiai pagrįsti susiję su įmonės atsargų likučiais. 19 paveiksle pastebima, kad 2011 metais trumpalaikis turtas buvo mažiausias. Tai lėmė jog 2011 metais smarkiai sumažėjo gautinos sumos (žr. 2 priedą), nes įmonė įkeitė prekybos gautinas sumas bankams už gautas paskolas. 2014 metais įmonės trumpalaikis turtas padidėjo 9 proc. lyginant su 2013 metais. Šį pokytį labiausiai lėmė smarkiai išaugęs kitas trumpalaikis turtas, kuris padidėjo 603 tūkst. eurais lyginant su 2013 metais (žr. 2 priedą), taip pat, 2014 metais padidėjo ir banke laikoma pinigų suma.

Nagrinėjant nuosavo kapitalo pokyčius pastebima, jog 2013 metais įmonės įstatinis kapitalas buvo padidintas 1,65 mln. eurais. Naujų akcijų emisijos tikslas, anot vadovų, buvo padidinti įmonės akcijų likvidumą, o gautos lėšas skirti energijos taupymui bendrovės valdomose įmonėse, bei higieninio popieriaus gamybos tobulinimui.

AB „Grigiškės“ įsipareigojimai per analizuojamą laikotarpį smarkiai kito. 2014 metais įmonė turėjo įsipareigojimų už 30,78 mln. eurų, tai yra beveik 17 mln. eurų daugiau negu 2009 metais. 2010 m. smarkiai išaugo trumpalaikės paskolos (žr. 2 priedą). Trumpalaikių paskolų padidėjimą lėmė Lietuvoje ir pasaulyje vyravusi ekonominė krizė, todėl įmonei reikėjo papildomų lėšų nenutrūkstamai veiklai finansuoti. 2014 metais 51 proc. išaugo įmonės įsipareigojimai lyginant su 2013 metais. Šiam pokyčiui įtakos padarė 2014 m. pasiimta ilgalaikė banko paskola naujos įrangos įsigijimui. Tačiau dar labiau 2014 metais išaugo trumpalaikiai įsipareigojimai. Trumpalaikių įsipareigojimų balanso eilutėse (žr. 2 priedą) labiausiai kito ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis, bei 62 proc. padidėjusios (lyginant su 2013 m.) prekybos ir kitų trumpalaikių įsipareigojimų eilutės, kurias sudaro prekybos mokėtinos skolos, mokesčiai, atlyginimai ir socialinis draudimas bei gauti avansai ir kitos mokėtinos sumos.

Taigi, vidutiniškai per analizuojamą laikotarpį AB „Grigiškės“ pajamos didėjo 11 proc. Tačiau 2012 metais įmonė turėjo smarkų pajamų sumažėjimą, todėl vidutinis pajamų didėjimas per analizuojamą laikotarpį yra nedidelis. Jeigu nekreiptume dėmesį į 2012 metus, tai įmonės vidutinis pajamų didėjimas kasmet būtų apie 17 proc. Įmonės vidutinė savikaina pagal pelno (nuostolių) ataskaitą per analizuojamą laikotarpį sudaro 84 proc. uždirbamų pardavimo pajamų. AB „Grigiškės“ veiklos sąnaudos kasmet vidutiniškai sudaro apie 12 proc. nuo pardavimo pajamų. Kalbant apie AB „Grigiškės“ balanso rodiklių pokyčius per 2009–2010 m. laikotarpį pastebima rodiklių didėjimo tendencija, t.y. įmonės turtas kasmet vidutiniškai padidėja apie 15 proc. Įmonės ilgalaikis turtas vidutiniškai didėja 17 proc. o įsipareigojimai apie 20 proc.

AB „Grigiškės“ vertė toliau bus nustatinėjama laisvojo pinigų srautų metodu. Taigi, laisvieji įmonės pinigų srautai yra pinigai, kurie lieka atskaičius visus piniginius atskaitymus. Norint taikyti pinigų srautų metodą pirmiausia reikia būsimųjų laikotarpių pinigų srautų, kurie bus apskaičiuoti po to, kai bus pirmiausia atlikta AB „Grigiškės“ pelno (nuostolių) ir balanso rodiklių prognozė. Toliau bus atliekama AB „Grigiškės“ pagrindinių ataskaitos rodiklių prognozė 5-iems metams.

Darbo tikslas yra įvertinti inovacijos įtaką įmonės vertei. Tikslui pasiekti baziniai metai bus imami 2014 metai, kadangi 2015 metais įmonė vykdė naują inovaciją įmonėje, todėl toliau bus siekiama nustatyti kokią įtaką įmonės vertei padarė ši nauja inovacija.

Taigi, pirmiausia atliekama AB „Grigiškės“ rodiklių prognozė, kai įmonė 2015 metais nevykdo jokių inovacinių projektų.

Prognozuojami pelno (nuostolių) atskaitos rodikliai pateikti 3 priede. Jau ankščiau buvo nustatyta, kad vidutiniškai AB „Grigiškės“ pajamos kasmet didėja apie 11 proc. Pati įmonė planuoja jog įmonės pardavimai didėja daugiau negu 20 proc. Atsižvelgiant į tai, kad AB „Grigiškės“ pardavimų rinka nuolat ir sparčiai auga, 2015 – 2016 metais prognozuojamas pajamų didėjimas apie 15 proc. nuo ankstesnių metinių pajamų. Kadangi įmonė nuolat atnaujinama įrengimus, kas stipriai įtakoja įmonės pajėgumus. Taipogi kuriami nauji produktai ir planuojama, kad dėl naujų gamybos linijų ir nuolat augančios paklausos įmonės pajamos 2017 m. ir 2018 m. kasmet didės apie 19 proc. lyginant su ankstesniais metais. Kadangi sunku tiksliai prognozuoti ilgesnį laikotarpį imama prielaida jog 2019 m. ir visais sekančiais metais įmonės pajamos kasmet didės 25 proc.

Prognozuojant pardavimo savikainą remtasi ankstesniais skaičiavimais, jog vidutiniškai AB „Grigiškės“ savikaina sudaro 84 proc. pajamų, todėl 2016 m. ir 2017 m. savikaina tiek ir sudarys. Kadangi 2017 metais bus daromos investicijos tai tikėtina, kad 2017 m. ir 2018 m. įmonės savikainos dalis įmonės pardavimų pajamuose sudarys apie 82 proc. 2019 metais planuojama jog pardavimų savikaina sudarys 81 proc. tų metų pajamų.

Kitos veiklos pajamos AB „Grigiškės“ sudaro pelnas iš apyvartinių taršos leidimų pardavimo, nuomos pajamos, pelnas iš metalo laužo pardavimo, pajamos iš nekilnojimo turto ir įrangos perleidimo. 2009 – 2014 metais kitos veiklos pajamos sudarė nuo 1% iki 3% bendrųjų pajamų. Taigi, atsižvelgiant, kad įmonė perspektyvi ir nuolat auganti tai prognozuota, jog visais sekančiais prognozuojamais laikotarpiais kitos veiklos pajamos yra lygios 2% nuo pardavimo pajamų.

Visos kitos veiklos sąnaudos kasmet didės apie 12 proc. lyginant su ankstesniais finansiniais metais (žr. 3 priedą). Prie kitos veiklos sąnaudų priskiriamos visos išlaidos, kurios padeda didinti įmonės pardavimus, bei išlaidos susijusios su įmonės administracijos išlaikymu, tokios kaip administracijos ir pardavimų vadybininkų darbo užmokestis, reklamos ir reprezentacijos išlaidos. Taigi, augant įmonės pardavimų pajamoms bei besiplečianti įmonės veiklai, natūralu, kad didėja ir įmonės kitos veiklos sąnaudos.

Finansinės veiklos pajamos ir sąnaudos AB „Grigiškės“ susijusios su pajamomis iš paskolų teikimo palūkanomis, įmonės paskolų ir lizingo palūkanomis bei kitų nenumatytų finansinių pajamų ir palūkanų. Taip pat, įmonė beveik pusę savo produkcijos eksportuoja į kitas šalis, bei turi filialą Ukrainoje, todėl nemaža dalis finansinės veiklos pajamų ir sąnaudų sudaro ir valiutų

kursų svyravimo pasekmės. Finansinės veiklos pajamos ir sąnaudas dėl nepastovumo ir nuo įmonės nekontroliuojamų veiksnių pokyčių yra sunku prognozuoti. Planuota, jog finansinės veiklos pajamos kasmet yra lygios 0,98 proc. įmonės pardavimų pajamų, o finansinės veiklos sąnaudos kasmet didės 1 proc. lyginant su ankstesniais metais.

Taigi, sutrumpinta prognozuojama AB „Grigiškės“ pelno (nuostolių) ataskaita pateikta 5 lentelėje.

**5 lentelė. AB „Grigiškės“ prognozuojama pelno (nuostolių) ataskaita 2015 – 2016 m., Eur.**

<b>Rodiklis</b>	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
Bendrasis pelnas	8 408 542	8 905 692	10 241 546	13 595 652	16 178 826	21 347 061
Veiklos pelnas	3 705 267	3 683 444	4 426 024	7 159 079	9 075 608	13 625 152
<b>Grynasis pelnas</b>	<b>3 396 977</b>	<b>3 421 332</b>	<b>4 120 340</b>	<b>6 537 663</b>	<b>8 284 489</b>	<b>12 336 997</b>

Taigi, kaip matyti 5 lentelėje įmonės grynasis pelnas prognozuojamuoju laikotarpiu padidės nuo 3,39 mln. eurų iki 12,34 mln. eurų. Įmonė perspektyvi ir nuolat tobulėjanti tai toks grynojo pelno spartus didėjimas yra realus.

Toliau svarbu atlikti ir penkių metų AB „Grigiškės“ balanso eilučių prognozę. Kiekvienos balanso eilutės prognozės pateiktos 4 priede, o rodiklių pokyčių prielaidos pateiktos žemiau.

Ilgalaikis materialus turtas 2009 – 2014 metais didėjo vidutiniškai 12,3 proc. Įmonė nuolat atnaujina ilgalaikį turtą, bei nuolat vykdo investicijas į naujas technologijas. Nuolatos vyksta ilgalaikio turto nusidėvėjimas, taigi, planuojama, jog materialus ilgalaikis turtas kasmet augs skirtingai lyginat su ankstesniais metais. Tačiau 2015 metais nebus jokių investicijų ir turtas sumažės 13 proc.

Investicinis turtas per 2009 – 2014 metus buvo labai nepastovus. 2 priedo balanso analizėje matyti, jog investicinis turtas per analizuojamą laikotarpį mažėjo. Taigi, prognozuojama, jog ateityje turtas ir toliau mažės 5 procentais. Nematerialus turtas prognozuojamu laikotarpiu didės 15 procentais kasmet, nes įmonės nuolat atnaujina licencijas ir sukuria nematerialųjį turtą.

Finansinis turtas paskutiniaisiais metais nelabai kito, taigi, prognozuota, kad 5 metų bėgyje šis turtas didės tik 1 proc. kasmet. Investicijos į kitas įmones prognozuojamu laikotarpiu nekis.

Ilgalaikės gautinos sumos atliktoje 2009 – 2014 metų analizėje buvo nepastovios. Taigi prognozuojama jog 2015 metais jos sumažės 26 proc., 2016 metais sumažės dar 15 proc., 2017



metais padidės 14 proc., 2018 metais pakils dar 5 proc., o 2019 metais sumažės 15 proc. Atidėtas pelno mokestis kasmet didės 15 proc.

Atsargų balanso eilutė įmonėse yra nepastovus dydis. Kiekvienais metais AB „Grigiškės“ atsargos metų gale įmonėje padidėdavo net iki 20 proc. lyginant su ankstesniais metais (žr. 2 priedą). Prognozuojama jog ateinančiais metais įmonės atsargos nedidės daugiau kaip 20 proc., kadangi įmonė stengsis neišsaldyti pinigų atsargose.

AB „Grigiškės“ atsargos įmonės prognozuojamu laikotarpiu kasmet didės 5,75 proc. Avansinio pelno mokesčio įmonės prognozuojamu laikotarpiu nebus sukaupta.

Įmonės trumpalaikis kitas turtas 2015 metais sumažės 2,9 proc. 2016 metais padidės 5 proc., o nuo 2017 metais kasmet didės 6 proc.

Pinigų ir pinigų ekvivalentų balanso eilutė kasmet didės 2 proc. Taigi, sutrumpintas AB „Grigiškės“ turto prognozės pateiktos 6 lentelėje.

**6 lentelė. AB „Grigiškės“ turto prognozė, Eur.**

Rodiklis	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
<b>Ilgalaikis turtas:</b>	56 593 691	51 743 261	53 229 133	60 713 028	65 559 644	73 332 687
<b>Trumpalaikis turtas:</b>	9 867 941	10 779 235	11 835 948	13 162 858	14 649 615	16 327 117
<b>TURTAS iš viso</b>	<b>66 461 633</b>	<b>62 522 495</b>	<b>65 065 081</b>	<b>73 875 887</b>	<b>80 209 259</b>	<b>89 659 803</b>

Prognozuojant AB „Grigiškės“ nuosavą kapitalo dydį remtasi prielaida, jog prognozuojamu laikotarpiu įmonės įstatinis kapitalas nesikeis. Akcijų priedai, taip pat, liks nepakitę, kaip ir privalomasis rezervas.

AB „Grigiškės“ nepaskirstytas pelnas prognozuojamais laikotarpiais didės suma, kuri lygi prognozuojamų laikotarpių grynojo pelno sumai. Per prognozuojamą laikotarpį nepaskirstytas pelnas nebus išmokėtas kaip dividendai.

Dotacijų ir subsidijų balanso eilutė 2015 metais sumažės apie 14 proc. kadangi įmonė neteiks paraiškų naujoms subsidijoms, o tik panaudos jau turimas. Dotacijas daugiausia AB „Grigiškės“ sudaro parama, gaunama iš ES fondų statinių statybai, mašinų ir įrengimų įsigijimui (t. y. ilgalaikiam turtui). 2016 ir 2017 metais subsidijos ir dotacijos dar mažės kiekvienais metais po 15 proc., 2018 metais įmonės subsidijos padidės 25 proc., o nuo 2019 metų dotacijų ir subsidijų balanso eilutė mažės po 10 proc.

Ilgalaikiai įmonės įsipareigojimai 2015 – 2016 metais kasmet mažės 35 proc. 2017 metais planuotos naujos investicijos, kurios smarkiai padidintų įmonės pajėgumus, todėl ilgalaikės

įmonės skolos padidės 50 proc. lyginant su ankstesniais metais, o 2018 m. ir 2019 m. ilgalaikė paskola kasmet sumažės 30 proc.

Lizingo įsipareigojimai pirmus du metus mažėja po 36 proc., 2017 m., dėl vykdomų investicijų, lizingo įsipareigojimai bus padengti tik 20 proc. 2018 metais lizingo įsipareigojimų balanso eilutė padidės 60 proc., o 2019 metų finansinėje ataskaitoje lizingo įsipareigojimų įmonė neturės. Lizingo įsipareigojimus AB „Grigiškės“ daugiausia sudaro nuomos sutartys. Įmonė nuomojasi transporto priemonės ir įrengimus. Nuomos sutartys sudaromos terminui, nuo vienerių iki penkerių metų ir šių sutarčių valiuta yra eurai.

Paskolos iš dukterinių įmonių 2015 metais planuojama padidės 25 proc. lyginant su 2014 metais, o visus kitus prognozuojamus laikotarpius paskola iš dukterinių įmonių skirtingais metais didės ir mažės (žr. 4 priedą). Atidėtojo pelno mokesčio įmonė neturės nei vienais prognozuojamais metais (žr. 4 priedą).

Ilgalaikiai įsipareigojimai darbuotojams kasmet mažės 6 proc. 2015 metais 1 proc. padidės ilgalaikės prekybos skolos, 2016 metais šios skolos padidės dar 20 proc. 2017 m. ir 2018 m. šios skolos didės 12 proc. lyginant su ankstesniais prognozuojamais metais, o 2019 metais sumažės 36 proc.

2015 metais ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis sumažės 54 proc. lyginant su 2014 metais ir kasmet mažės 20 proc. iki 2017 m. 2017 metais einamųjų ilgalaikių paskolų dalis padidės 68 proc. 2018 m. ir 2019 m. ši balanso eilutė mažės po 25 proc. lyginant su ankstesniais prognozuojamais metais.

Trumpalaikės paskolos 2015 metais prognozuojama jog mažės 30 proc. lyginant su ankstesniais metais. Visais kitais prognozuojamais metais trumpalaikės paskolos didės (žr. 4 priedą). Lizingo įsipareigojimų balanso eilutė kiekvienais metais mažės ir paskutiniiais prognozuojamais metais bus lygūs nuliui.

Paskolų iš dukterinių įmonių AB „Grigiškės“ prognozuojamu laikotarpiu neturės. Mokėtinas pelno mokestis kasmet mažės po 3 proc. AB „Grigiškės“ prekybinės skolos 2015 metais sumažės 5,2 proc., o 2016 sumažės dar 5 proc. 2017 metais prekybinės skolos padidės 2 proc., nes 2017 metais įmonė planuoja naujas investicijas, todėl pinigai bus investuojami į turtą o ne į skolų mažinimą. AB „Grigiškės“ yra stabilus verslas su didelės vertės turtu, keliais procentais padidėjusios skolos įmonės rizikingumui didelės įtakos neturės. Likusiai prognozuojamais laikotarpiais prekybinės skolos mažės kasmet 5 proc. lyginant su ankstesniais prognozuojamais metais (žr. 4 priedą).

Taigi, sutrumpina AB „Grigiškės“ nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų prognozuojami rodikliai pateikti 7 lentelėje.

**7 lentelė. AB „Grigiškės“ nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų prognozė, Eur.**

Rodiklis	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
<b>Nuosavas kapitalas</b>	35 680 571	<b>39 101 903</b>	<b>43 222 243</b>	<b>49 759 907</b>	<b>58 044 396</b>	<b>70 381 393</b>
<b>Įsipareigojimai:</b>	30 781 061	<b>23 420 593</b>	<b>21 842 837</b>	<b>24 115 979</b>	<b>22 164 862</b>	<b>19 278 410</b>
Ilgalaikiai įsipareigojimai	12 672 804	<b>9 782 843</b>	<b>7 322 729</b>	<b>8 120 537</b>	<b>7 401 755</b>	<b>5 651 634</b>
Trumpalaikiai įsipareigojimai	18 108 257	<b>13 637 749</b>	<b>14 520 108</b>	<b>15 995 443</b>	<b>14 763 107</b>	<b>13 626 776</b>
<b>NK ir įsipareig. iš viso</b>	<b>66 461 633</b>	<b>62 522 496</b>	<b>65 065 081</b>	<b>73 875 886</b>	<b>80 209 258</b>	<b>89 659 803</b>

Atlikus AB „Grigiškės“ pelno (nuostolių) ir balanso ataskaitų rodiklių prognozavimą, nustatomi prognozuojamo laikotarpio, kai įmonė 2015 metais nevykdo inovacinio projekto, pinigų srautai. AB „Grigiškės“ įmonės pinigų srautai lygūs iš ataskaitinio laikotarpio pinigų įplaukų atėmus ataskaitinio laikotarpio išlaidas, ilgalaikio turto pirkimo sumas ir kredito, lizingo (nuomos) mokėjimus. Apskaičiuoti prognozuojami AB „Grigiškės“ pinigų srautai, kai 2015 metais įmonė nevykdė inovacinio projekto, pateikti 8 lentelėje.

**8 lentelė. AB „Grigiškės“ prognostiniai pinigų srautai, Eur.**

Straipsnis	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
Ataskaitinio laikotarpio pinigų įplaukos, eur	56 055 073	57 645 413	67 975 596	79 201 781	93 442 632	116 106 010
Ataskaitinio laikotarpio pinigų išlaidos, eur	-43 916 041	-58 670 297	-63 976 936	-70 969 300	-87 318 866	-106 549 794
Ilgalaikio turto pirkimas, eur	-10 829 187	0	-1 489 578	-7 164 869	-4 589 389	-7 723 942
Kredito, lizingo (finansinės nuomos) mokėjimai, eur	-1 090 547	894 630	-2 388 700	-933 445	-1 419 310	-1 562 281
<b>Grynieji pinigų srautai, eur</b>	<b>219 298</b>	<b>-130 255</b>	<b>120 382</b>	<b>134 167</b>	<b>115 067</b>	<b>269 993</b>

7 lentelėje matyti, jog prognozuojami AB „Grigiškės“ laisvieji pinigų srautai nuo 2016 metų auga, vadinasi, įmonės veikla ateinančiais metais gerės, nes sukuriama teigiami pinigų srautai.

Siekiant kuo tiksliau apskaičiuoti įmonės AB „Grigiškės“ vertę svarbu kuo tiksliau nustatyti ir įmonės vidutinę svertinę kapitalo kainą. Įmonės vidutiniui svertiniui kapitalo

nustatymui, reikia kelių dydžių: nuosavo ir skolinto kapitalo dalių, bei šio kapitalo kaštų. Pirmiausia reikia apskaičiuoti AB „Grigiškės“ nuosavo ir skolinto kapitalo dalį. Kadangi bazinius metus imsime 2014 metus, tai pasinaudojame įmonės balanso ataskaita (žr. 2 priedą) apskaičiuojami įmonės skolinto ir nuosavo kapitalo dalys (žr. 9 lentelę).

**9 lentelė. AB „Grigiškės“ nuosavo ir skolinto kapitalo dalys**

Rodiklis	2014 m.	Proc.
Nuosavas kapitalas	35 680 571	53,7
Įsipareigojimai	30 781 061	46,3
<b>Nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų iš viso</b>	<b>66 461 633</b>	<b>100</b>

Teorinėje dalyje buvo nurodyta jog įmonės nuosavo kapitalo kaina lygi rizikos premijos ir nerizikingos palūkanų normos sumai. Rizikos premijos dydis imamas iš Damodaran A. skelbiamo visų šalių rizikos premijų suvestinės internetiniame puslapyje. Lietuvos rizikos premija, pagal Damodaran A., 2014 metais sausį buvo lygi 2,40 proc. Nerizikinga palūkanų norma yra prilyginama ilgalaikių Vyriausybės vertybinių popierių pajamingumui, taigi, Lietuvos vyriausybės vidutinė obligacijų pelningumo norma 2014 metais lygi 2,91 proc. Taigi, įmonės nuosavo kapitalo kaina 2014 m. lygi 5,31 proc.

AB „Grigiškės“ skolinto kapitalo kaštai prilyginami 2014 metų įmonės bankinės paskolos palūkanoms, kurių dydis vidutiniškai buvo 2,3 proc.

Turint visus reikalingus rodiklius, pagal teorinėje dalyje pateiktą formulę yra apskaičiuojami AB „Grigiškės“ vidutinė svartinė kapitalo kaina (žr. 10 lentelę).

**10 lentelė. AB „Grigiškės“ vidutinė svartinė kapitalo kaina 2014 metais**

Skolinto kapitalo dalis	Skolinto kapitalo kaina	Pelno mokesčio norma	Nuosavo kapitalo dalis	Nuosavo kapitalo kaina	Vidutinė svartinė kapitalo kaina (WACC)
0,463	2,30%	15%	0,537	5,31%	3,76 %

Įmonės AB „Grigiškės“ vertė nustatoma diskontuojant būsimus laisvuosius pinigų srautus su vidutine svartine kapitalo kaina. Buvo atliktas 5 metų prognozavimas, todėl diskontuojami būsimi 5 metų laisvieji pinigų srautai. AB „Grigiškės“ po 5 metų nenutrauks savo veiklos, todėl skaičiuojant įmonės vertę būtina įvertinti ir įmonės tęstinę vertę (žr. trečią formulę). Išsamus AB „Grigiškės“ vertės apskaičiavimas parodytas 8 priede. Taigi, AB „Grigiškės“ vertė lygi 5 metų diskontuotų laisvųjų pinigų srautų ir tęstinės vertės sumai (11 lentelė).

**11 lentelė. Apskaičiuota AB „Grigiškės“ vertė**

Metai	Wacc, %	Grynieji pinigų srautai, Eur.	Grynųjų pinigų srautų diskontavimas, Eur.	Tęstinės vertės apskaičiavimas, Eur.
2014 m.	3,76	219 298	211 535	5 970 557
2015 m.*		-130 255	--125 535	
2016 m.*		120 382	116 020	
2017 m.*		134 167	129 305	
2018 m.*		115 067	110 897	
2019 m.*		269 993	-	
VISO:			442 038	5 970 557
<b>Įmonės vertė, Eur.</b>				<b>6 412 595</b>

AB „Grigiškės“ vertė, apskaičiuota diskontuotų pinigų srautų metodu, lygi 6,41 mln. eurų. Tokia įmonės vertė yra reali. Nors 2014 metų pabaigoje įmonė turėjo sukaupusi didelės vertės turtą (turto vertė apie 66 mln. eurų), tačiau įmonė turi ir didelius įsipareigojimus, kuriuos laisvai gali padengti turtu.

#### **4.2 Įmonės pagrindinių rodiklių prognozavimas įgyvendinus inovaciją**

AB „Grigiškės“ yra inovatyvi įmonė, kuri nuolat ne tik atnaujina savo įrengimus ir siekia turėtų aukščiausios kokybės įrengimus, tačiau, taip pat, įgyvendina inovatyvias idėjas, kurios visapusiškai patenkintų visų pirkėjų poreikius.

2015 metais AB „Grigiškės“ įgyvendino naują inovatyvų projektą: naujos popieriaus gamybos mašinos statybos, tiksliau buvo statyta naujas sanitarinis – buitinio popieriaus pagrindo gamybos linija. Ši nauja gamybinė linija savo techniniais parametrais lenkia senąsias: popierius, įgyvendinus inovaciją, gaminamas 1800 m/min greičiu, t. y. pagaminama dvigubai daugiau produkcijos negu su senaisiais įmonė ištekliais. Per metus ši mašina pagamina apie 30 tūkstančių tonų popieriaus. Ši naujoji gamybinė linija su kaupu patenkina AB „Grigiškės“ popieriaus perdirbimo linijų poreikius ir sudarė sąlygas tolesnei popieriaus produkcijos gamybos ir pardavimo plėtrai.

Inovacijos įgyvendinimas baigėsi 2015 metų viduryje.

Kalbant iš finansinės pusės tai projekto vertė lygi 10,3 mln. eurų. Papildomai apie 3,5 mln. eurų 2015 metais investuota į su projektu susijusią infrastruktūrą, popieriaus pusfabrikačių sandėlį. Naujos įrangos įsigijimui finansuoti imama banko paskola ir finansuota turimais AB „Grigiškės“ lėšomis, kurių įmonė turėjo sukaupusi po to kai 2013 metais išplatino naują akcijų emisiją.

2015 m. AB „Grigiškės“ su Nordea Bank AB pasirašė paskolos suteikimo sutartį naujiems įrengimams finansuoti.

Taigi, siekiant nustatyti kokia bus nauja įmonės vertė įvedus inovaciją pirmiausia vėl reikia atlikti AB „Grigiškės“ visų pagrindinių metinių finansinių ataskaitų prognozavimą. Siekiant objektyviai įvertinti įmonės vertės pokyčio dydį dėl inovacijos baziniais metais bus vėl naudojami 2014 metai. Dėl naujos inovacijos įgyvendinimo keičiasi dauguma AB „Grigiškės“ finansinių rodiklių. AB „Grigiškės“ prognozuojamų rodiklių, po inovacijos įgyvendinimo, pagrindimas pateikiamas žemiau.

AB „Grigiškės“ prognozuojami nauji (po inovacijos įgyvendinimo) pelno (nuostolių) ataskaitos rodikliai pateikti 6 priede.

6 priede matoma jog AB „Grigiškės“ pardavimo pajamos augs kiekvienais metais, nes nauja inovacija pritrauks naujų pirkėjų. Planuojama, kad nauja investicija įmonės pajamas 2015 m. padidins 12 proc. lyginant su 2014 metais. Sekančių prognozuojamų metų pardavimo pajamos didės keliais procentiniais punktais daugiau negu neįvedus investicijos, t. y. pajamos didės tokia tvarka: 2016 m. didės 17 proc., 2017 m. didės 19 proc., 2018 m. didės 21 proc., o nuo 2019 metų kasmet didės 27 proc. daugiau negu ankstesniais metais. Toks pajamų didėjimas grindžiamas prielaida jog nauja technologija padės patenkinti žymiai didesnę paklausos dalį, tokiu būdu pardavimai augs.

AB „Grigiškės“ savikaina įvedus naują technologiją kiekvienais prognozuojamais metais mažesne vienu procentiniu punktu, negu neįvedus naujos technologijos. Taigi, 2015 ir 2016 metais savikaina sudarys 83 proc. pardavimų pajamų, 2017 ir 2018 metais – 81 proc., o 2019 metais savikaina bus lygi 80 proc. pardavimų pajamų (žr. 6 priedą).

Kitos įmonės prognozuojamo laikotarpio pelno (nuostolių) atskaitos eilutės nekis nuo ankstesniame poskyryje atlikto pelno (nuostolių) atskaitos prognozavimo, kai dar nebuvo planuojama nauja investicija. Tačiau skirsis įmonės patiriamos sąnaudos. Bendrosios sąnaudos 2015 metais AB „Grigiškės“ įmonėje dėl naujų investicijų įgyvendinimo padidės 15 proc. lyginant su ankstesniais metais, o 2016 – 2019 metais sąnaudos bus kaip ir anksčiau buvo prognozuota.

AB „Grigiškės“ nauji prognozuojami pelno (nuostolių) ataskaitos rodikliai pateikiama 12 lentelėje.

**12 lentelė. AB „Grigiškės“ nauja prognozuojami pelno (nuostolių) ataskaita po inovacijos įgyvendinimo, Eur.**

Rodiklis	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
<b>Bendrasis pelnas</b>	8 408 542	<b>9 215 455</b>	<b>10 782 082</b>	<b>14 340 169</b>	<b>17 351 605</b>	<b>23 196 356</b>
<b>Veiklos pelnas</b>	3 705 267	<b>3 905 880</b>	<b>4 889 567</b>	<b>7 829 346</b>	<b>10 195 337</b>	<b>15 455 309</b>
<b>Grynasis pelnas</b>	<b>3 396 977</b>	<b>3 598 307</b>	<b>4 509 474</b>	<b>7 106 917</b>	<b>9 248 270</b>	<b>13 922 858</b>

Įgyvendinus naują inovaciją įmonėje keičiasi ne tik įmonės pajamos, bet ir balanso ataskaitos rodikliai.

Nauja prognozuojama AB „Grigiškės“ balanso prognozė įgyvendinus naują inovaciją pateikta 7 priede, o rodiklių pagrindimas pagrindžiamas žemiau.

AB „Grigiškės“ nauja inovacija siekia įrengti naujus modernius ir efektyvesnius bei aplinką saugojančius įrengimus. Taigi, balanse keičiasi ilgalaikio turto eilutė: planuota jog 2015 metais ilgalaikis materialus turtas AB „Grigiškės“ padidės 12 proc. lyginant su ankstesniais metais. Likusiais prognozuojamais 2016 – 2019 metais ilgalaikis materialus bei visas likęs turtas nekis ir liks toks kaip ir prognozuota ankstesniame poskyryje.

Taip pat, įmonėje po inovacijos įgyvendinimo šiek tiek pakis ir atsargos. Planuojama jog 2015 metais atsargos didės 61 proc. lyginant su ankstesniais 2014 metais. Likusiais metais atsargų pokyčiai bus tokie kaip aprašyti ankstesnėje prognozėje.

Prognozuojamu laikotarpiu gautinos sumos smarkiai nekis, jos tiesiog nedideliu procentu kiekvienais metais augs (žr. 6 priedą). Taip pat, ir kitas trumpalaikis turtas augs nedideliu tempu.

Pinigai ir pinigų ekvivalentai inovacijos įgyvendinimo metais sumažės iki 13 254 eur. Likusiais metais pinigų likutis balanse augs. (žr. 6 priedą).

Taigi, nauja AB „Grigiškės“ turto sutrumpinta prognozė įgyvendinus inovacijas pateiktas 13 lentelėje.

Pastačius naują sanitarinio – buitinio popieriaus pagrindo gamybos liniją įmonė uždirbs didesnę grynąjį pelną, kurio dydis pakeis prognostinę balanso ataskaitą. Balanso ataskaitoje nepaskirstyto pelno dydis kiekvienais prognozuojamais laikotarpiais didės suma lygia tų metų uždirbtam grynajam pelnui. Visos kito nuosavo kapitalo balanso eilutės liks tokios, kaip ir pirmajame prognozuojamame scenarijuje.

**13 lentelė. AB „Grigiškės“ nauja prognozuojama balanso ataskaita po inovacijos įgyvendinimo, Eur.**

Rodiklis	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
<b>Ilgalaikis turtas:</b>	56 593 691	<b>61 366 937</b>	<b>62 300 494</b>	<b>71 462 591</b>	<b>76 654 479</b>	<b>85 939 888</b>
<b>Trumpalaikis turtas:</b>	9 867 941	<b>11 441 084</b>	<b>12 860 301</b>	<b>14 505 002</b>	<b>15 680 732</b>	<b>17 830 928</b>
<b>TURTAS iš viso</b>	<b>66 461 633</b>	<b>72 808 021</b>	<b>75 160 796</b>	<b>85 967 593</b>	<b>92 335 212</b>	<b>103 770 816</b>

Prognozuota jog įgyvendinus inovaciją, žymia dalimi keisis ir AB „Grigiškės“ įsipareigojimai (žr. 6 priedą). Ilgalaikė paskola 2015 metais padidės iki beveik 12 mln. eurų. Kitų metų pasikeitimo dydžiai bus tokie pat, kaip buvo prognozuoti pirmuoju atveju.

Taip pat, siekiant įgyvendinti inovaciją įmonė planuoja imti paskolą iš savo dukterinių įmonių, todėl 2015 metų gale AB „Grigiškės“ įsipareigojimai dukterinėms įmonėms bus daugiau nei 3 mln. eurų. Likusiais prognozuojamais 2016 – 2019 metais paskolų dukterinėms įmonėms balanso likutis mažės (žr. 6 priedą). Taip pat, numatoma, jog 2015 metais nežymiai padidės ir ilgalaikės prekybos skolos (kiti ilgalaikiai įsipareigojimai). O kitų metų įsipareigojimų pasikeitimus lems, tokios pat priežastys, kaip ir pirmoje prognozėje.

Kadangi padidėja ilgalaikė bankinė paskola, tuo pačiu padidės ir ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalies ataskaitos eilutės. Taip pat siekiant įgyvendinti inovaciją įmonė naudosis ir trumpalaikėmis paskolomis, kurių dėka greitai gaus reikalingų apyvartinių pinigų, kai jų reikės greitai, todėl 2015 metų balanse keisis iš trumpųjų paskolų likutis.

Kitos AB „Grigiškės“ balanso trumpalaikių įsipareigojimų eilutės prognozuojamais 2015 –2016 metais keisis nežymiai (žr. 6 priedą).

Taigi, nauja AB „Grigiškės“ nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų sutrumpinta prognozė įgyvendinus inovacijas pateiktas 14 lentelėje.

**14 lentelė. AB „Grigiškės“ nauja prognozuojamo balanso ataskaita po inovacijos įgyvendinimo, Eur.**

Rodiklis	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
<b>Nuosavas kapitalas</b>	35 680 571	<b>39 278 879</b>	<b>43 788 353</b>	<b>50 895 270</b>	<b>60 143 539</b>	<b>74 066 398</b>
<b>Įsipareigojimai:</b>	30 781 061	<b>33 529 142</b>	<b>31 372 443</b>	<b>35 072 324</b>	<b>32 191 672</b>	<b>29 704 419</b>
Ilgalaikiai įsipareigojimai:	12 672 804	<b>18 837 019</b>	<b>13 623 987</b>	<b>16 333 297</b>	<b>14 474 266</b>	<b>10 796 897</b>
Trumpalaikiai įsipareigojimai:	18 108 257	<b>14 692 123</b>	<b>17 748 457</b>	<b>18 739 027</b>	<b>17 717 406</b>	<b>18 907 522</b>
<b>NK ir įsipareig. iš viso</b>	<b>66 461 633</b>	<b>72 808 021</b>	<b>75 160 796</b>	<b>85 967 593</b>	<b>92 335 212</b>	<b>103 770 817</b>



Atlikus pelno (nuostolių) ir balanso prognozes, toliau yra nustatinėjami įmonės AB „Grigiškės“ laisvieji pinigų srautai po inovacijos įgyvendinimo. Taigi, 2015 metais buvo įgyvendinta inovacija, kuri smarkiai įtakojo įmonės laisvuosius pinigus. Taigi, naujieji įmonės laisvieji pinigų srautai pateikiami 15 lentelėje.

**15 lentelė. AB „Grigiškės“ prognozuojami pinigų srautai po inovacijos, Eur.**

<b>Straipsnis</b>	<b>2014 m.</b>	<b>2015 m.*</b>	<b>2016 m.*</b>	<b>2017 m.*</b>	<b>2018 m.*</b>	<b>2019 m.*</b>
Ataskaitinio laikotarpio pinigų įplaukos, Eur.	56 055 073	63 373 409	65 923 846	81 802 001	95 255 126	121 430 191
Ataskaitinio laikotarpio pinigų išlaidos, Eur.	-43 916 041	-58 044 568	-60 659 352	-71 089 561	-86 781 103	-108 090 680
Ilgalaikio turto pirkimas, Eur.	-10 829 187	-5 021 049	-937 262	-8 604 069	-5 640 445	-9 296 892
Kredito, lizingo (finansinės nuomos) mokėjimai, Eur.	-1 090 547	-597 380	-4 194 692	-1 525 195	-2 687 784	-3 605 238
<b>Grynieji pinigų srautai, Eur.</b>	<b>219 298</b>	<b>-289 587</b>	<b>132 540</b>	<b>583 176</b>	<b>145 794</b>	<b>437 382</b>

Atliktos pelno (nuostolių) ir balanso prognozes įgyvendinus inovacijas atskleidė, jog nauja inovacija įmonėje kiekvienais prognozuojamais metais padidino įmonės gaunamas pajamas iš pirkėjų, taip pat, nauja paskola iš banko ir dukterinių įmonių padidino įmonės įplaukas.

Įmonės vertė po inovacijos bus nustatyta sekančiame poskyryje.

### **4.3 Naujos įmonės vertės nustatymas**

AB „Grigiškės“ vertė įgyvendinus inovacija, kaip ir ankstesniame skyriuje, nustatoma diskontuotų pinigų srautų metodu. Ankstesniame skyriuje buvo apskaičiuoti laisvieji pinigų srautai po inovacijos įgyvendinimo. Skaičiuojant įmonės vertę diskontuotų pinigų srautų metodu, reikia vidutinės svertinės kapitalo kainos.

Siekiant nustatyti kaip inovacija daro įtaka įmonės vertei, reikia apskaičiuoti, kokia įmonės vertė prieš inovaciją, ir po jos, todėl reikia, kad dauguma rodiklių nesikeistų ir keistųsi tik vienas. Todėl skaičiuojant įmonės vertę diskontuotų srautų formulėje, keisis tik laisvųjų pinigų srautų dydžiai, kurių pokyčiams daugiausia įtakos padarė nauja inovacija. Baziniai metai imami 2014 metai. Įmonės nuosavo ir skolinto kapitalo dalys pateiktos 9 lentelėje, o vidutinė svertinė AB

„Grigiškės“ kapitalo kaina pateikta 10 lentelėje. Taigi, AB „Grigiškės“ vertė po inovacijos įgyvendinimo detalus apskaičiavimas parodytas 9 priede.

Nauja AB „Grigiškės“ vertė po inovacijos įgyvendinimo lygi 5 metų diskontuotų laisvųjų pinigų srautų po inovacijos ir tęstinės vertės sumai (16 lentelė).

**16 lentelė. AB „Grigiškės“ vertės apskaičiavimas po inovacijos įgyvendinimo, Eur.**

Metai	Wacc, %	Grynieji pinigų srautai, Eur.	Grynųjų pinigų srautų diskontavimas, Eur.	Tęstinės vertės apskaičiavimas, Eur.
2014 m.	3,76	219 298	211 351	9 672 155
2015 m.*		-289 587	-279 093	
2016 m.*		132 540	127 737	
2017 m.*		583 176	562 043	
2018 m.*		145 794	140 511	
2019 m.*		437 382	-	
VISO:			762 549	9 672 155
<b>Įmonės vertė, Eur.</b>				<b>10 434 704</b>

AB „Grigiškės“ vertė, diskontuotų pinigų srautų metodu, įgyvendinus inovaciją lygi 10,43 mln. eur.

#### 4.4 Inovacijos įtaka įmonės vertei nustatymas

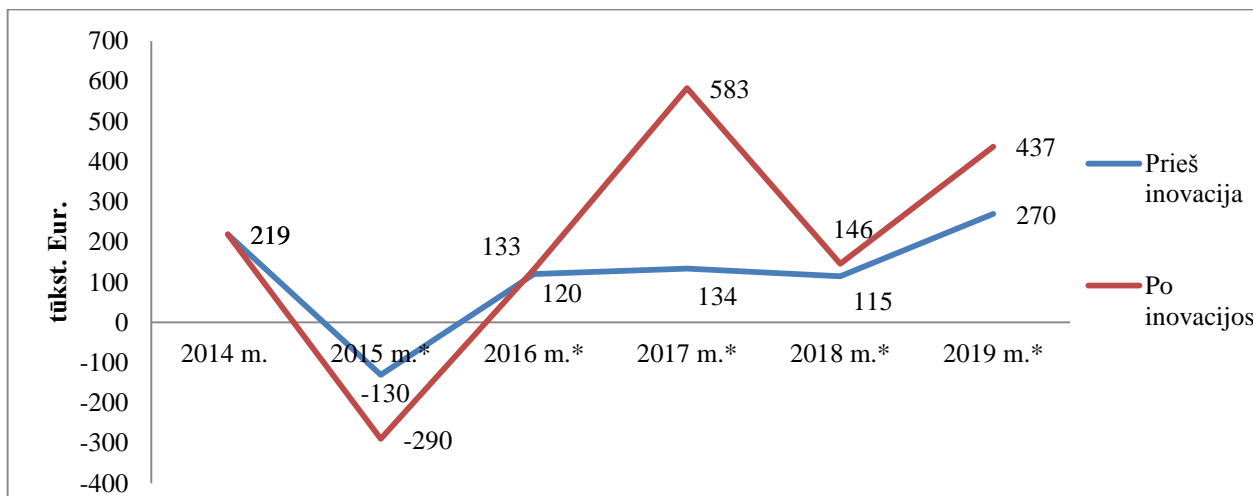
Ankstesniuose skyriuose buvo apskaičiuota AB „Grigiškės“ vertė prieš inovacijos įgyvendinimą ir po jos. Abiejų apskaičiuotų verčių palyginimas pateiktas 17 lentelėje.

**17 lentelė. AB „Grigiškės“ vertė prieš inovacija ir po jos**

Įmonė	Vertė prieš inovacija, Eur.	Vertė po inovacijos, Eur.	Skirtumas, Eur.
AB „Grigiškės“	6 412 595	10 434 704	4 022 109

11 lentelėje matyti jog nauja inovacija AB „Grigiškės“ vertę padidina daugiau nei 4 mln. eur. Įmonės investicijos naujos inovacijos įdiegimui siekia 10 mln. eurų. Taigi, AB „Grigiškės“ investavus 10 mln. eurų į numatytą inovaciją įmonės vertę padidina 4 mln. eurų.

Įmonės vertė yra nepastovus dydis, vertė keičiasi priklausomai nuo veiklos efektyvumo. Labiausiai keičiasi didelių įmonių vertės, kadangi, didelės kompanijos nuolat investuoja pinigus į naujus įrengimus, inovacijas, atnaujina savo gamybos linijas ir panašiai. Visos įmonės investicijos ar nauji projektai vienaip ar kitaip daro įtaką įmonės veiklos rodikliams, todėl kinta ir įmonės laisvieji pinigų srautai, kurie sudaro pagrindą įmonės vertės nustatymui. AB „Grigiškės“ laisvųjų pinigų srautų prognozuoti dydžiai prieš inovaciją ir po inovacijos įgyvendinimo pateikiami 20 paveiksle.



**20 pav. AB „Grigiškės“ laisvieji pinigų srautai prieš inovacija ir po jos, tūkst. Eur.**

20 paveiksle matyti, jog inovacijos įgyvendinimo metais įmonės laisvieji pinigų srautai buvo neigiami. Neigiamiems laisviesiems pinigų srautams įtakos padarė išlaidos į įrengimų pirkimą ir montavimą. Nuo 2016 metų kadangi pradės augti įmonės pajamos, didės ir pinigų įplaukos. 2017 metų pabaigoje įmonė planuoja imtis naujų projektų, todėl planuojama, jog stipriai išaugs piniginės įplaukos, kurie bus pradėti investuoti 2018 metais. Taigi, įmonės nuolatinis naujų projektų įgyvendinimas daro įtaką laisviesiems pinigų srautams.

Nagrinėjamu atveju AB „Grigiškės“ investavus 10 mln. eurų įmonės vertė padidėjo tik 4 mln. eurų, taigi, ši inovacija bendrai nedaug padidino įmonės vertę. Žiūrint iš vadovo požiūrio tokia inovacija nepadarė didelės įtakos įmonės vertei, nes įmonės vertė nepadidėjo net mažesne dalimi inovacijos vertės. Tačiau galima panagrinėti kokį poveikį ši inovacija padarė investuotojams.

AB „Grigiškės“ įstatinis kapitalas padalintas į 65 700 000 vnt. paprastųjų vardinių akcijų. 12 lentelėje pateikiama apskaičiuotos įmonės vertės dalis tenkanti vienai akcijai prieš inovaciją ir po jos įgyvendinimo.

### 18 lentelė. AB „Grigiškės“ vertė tenkanti vienai akcijai

Rodiklis	Prieš inovacija	Po inovacijos
Įmonės vertė, Eur.	6 412 595	10 434 704
Akcijų skaičius, vnt.	65 700 000	
Vertės dalis tenkanti vienai akcijai, Eur.	0,098	0,159

18 lentelėje matyti, jog nauja inovacija teigiamai veikia investuotojų akcijas. Nors nauja inovacija įmonės vertę padidina tik 4 mln. eurais (pačios inovacijos vertė 10,3 mln. Eur.), tačiau, inovacijos akcijų vertę padidina 62 proc.

Apibendrinus, galima teigti, jog įmonės vertės nustatymas yra puikus metodas įmonės vadovams siekiant nustatyti investicijų ar inovacijų įgyvendinimo įtaką įmonės rezultatams. Įmonės vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu yra sudėtingas metodas, kurio pagrindą sudaro tikslus įmonės veiklos rodiklių prognozavimas. Siekiant kuo tiksliau atlikti prognozavimą, reikia numatyti ne tik įmonės veiklos potencialą, bet ir įvertinti, bei atlikti išsamią įmonę veikiančių aplinkų analizę, kurios vienaip ar kitaip gali įtakoti įmonės rodiklius. Taigi, įmonės rodiklių prognozavimas padeda ne tik įvertinti tikslią įmonės vertę skaitine išraiška, bet ir įvertinti inovacijos ar naujo projekto efektyvumą ir reikalingumą.

## IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS

1. Įmonės vertė plačiai populiarėjantis terminas įmonėse. Kiekvieno vadovo tikslas yra sukurti kuo didesnę valdomos įmonės vertę, nes tik stabilūs ir sparčiai augantys verslai sukuria aukštą įmonės vertę. Taip pat, svarbu suvokti, jog tik tinkamas įmonės vertės valdymas gali padėti efektyviai panaudoti įmonės turimus išteklius. Tačiau tikslios įmonės vertės nustatymas yra problematiškas, daugiausiai dėl aplinkos neapibrėžtumo ir pasikeitimo rizikos. Kadangi, pagrindiniai įmonės vertės nustatymo metodai pagrįsti įmonės veiklos prognozavimu, todėl tikslios įmonės vertės nustatymas sukelia daug problemų.
2. Įmonės vertės samprata apima kelis pagrindinius įmonės aspektus: pajamos (pinigų srautai), rizika, įmonės augimo potencialas ir pan. Kadangi, įmonės vertę formuoja daug veiksnių, todėl kai kurie šių veiksnių pasikeitimai, gali smarkiai daryti įtaką įmonės vertei. Įmonės vertei įtaką darančius veiksnius galima skirstyti į kelias grupes, pavyzdžiui, ekonominiai, socialiniai, augimo ir t. t. Kai kuriems iš vertei įtaką darančių veiksnių įmonė gali daryti įtaką, o kitiems ne. Dažniausiai įmonės vertė nustatoma įmonės pardavimo metu, tačiau vis labiau populiarėja įmonės vertės grįsto valdymo koncepcija, kurios metu įmonės vertės maksimizavimas iškeliamas pagrindiniu verslo tikslu.
3. Išskiriami du dažniausiai praktikoje taikomi įmonės vertinimo metodai: diskontuotų pinigų srautų metodas, susijęs su turto investavimu; ekonominio pelno, kuris pateikia įmonės vertę absoliučia išraiška, atsižvelgiant į kapitalo alternatyvus kaštus. Abu šie metodai yra pagrįsti įmonės ateities veiklos rezultatų prognozavimu, kai suprognuotas rezultatas yra diskontuojamas.
4. Įmonės vertės nustatymo diskontuotų laisvųjų pinigų srautų metodu yra naudojami du pagrindiniai rodikliai: suprognuotas kelių metų laisvas pinigų srautas ir diskonto norma. Inovacijos labiausiai paveikia įmonės įplaukas ir išlaidas, kurių pagrindu yra nustatinėjami įmonės laisvieji pinigų srautai. Taigi, inovacija įmonėje daro įtaka visiems įmonės rezultatams, kurių pagrindu yra skaičiuojama įmonės vertė.
5. Atliktas AB „Grigiškės“ vertės nustatymas diskontuotų pinigų srautų metodu atskleidė jog įmonės vertė neįgyvendinus naują inovaciją lygi 6,4 mln. eurų. 2015 metais AB „Grigiškės“ įgyvendino naują inovaciją – naujos popieriaus gamybos mašinos statyba, tiksliau buvo įdiegta nauja sanitarinio – buitinio popieriaus pagrindo gamybos linija. Po šios naujos inovacijos įgyvendinimo įmonės vertė lygi 10,4 mln. eurų.

6. Atlikta AB „Grigiškės“ vertės pokyčio analizė prieš ir po inovacijos įgyvendinimo atskleidė, jog nauja inovacija AB „Grigiškės“ vertę padidino daugiau nei 4 mln. eurų. Inovacijos įgyvendinimui įmonė išleido apie 10 mln. eurų. Įmonės vertės pokyčiui daugiausia įtakos turėjo laisvieji pinigų srautai, kurie po inovacijos įgyvendinimo sparčiai didėjo kiekvienais prognozuojamais metais. Nors įmonė vertė padidėjo mažesne suma negu kainavo pati inovacija rekomenduojama įmonei ir toliau plėtoti naujas inovacijas ir investicijas, nes tik nuolat tobulėjanti įmonė gali efektyviai veikti ir maksimizuoti pelną.

## LITERATŪRA

1. Aleknevičienė, V. (2009). Įmonės finansų valdymas. Kaunas: Spalvų kraitė.
2. Ankudinov, A. B., Safina, L.A. (2011). Investment in Innovation as value driver: review o empirical studies and analysis of impact on value creation in emerging markets. *International Journal o Humanities and Social Science*, Nr. 1 (5), 48-52. Prieiga per internetą: <http://www.ijhssnet.com/journals/Vol. 1 No. 5; May 2011/6.pdf>
3. Ankudinov, A., Lebedev, O. (2014). Investment drivers o shareholder value creation in large publicly traded Russian compenies. *Investment Management and Financial Innovation*, Nr. 11 (2), 77-85. Prieiga per internetą: [http://businessperspectives.org/journals\\_free/imfi/2014/imfi\\_en\\_2014\\_02\\_Ankudinov.pdf](http://businessperspectives.org/journals_free/imfi/2014/imfi_en_2014_02_Ankudinov.pdf)
4. Berzkalne, I. (2013). Application of Innovative Company Valuation Methods in Latvia: Analysis and Possibilities for Improvement. *Organizacijos vadyba: sisteminiai tyrimai*, Nr. 66, 19-36. Prieiga per internetą: [https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwj29O2Z4YnLahUKjiwKHZoRDzAQFggiMAE&url=http%3A%2F%2Fjournals.vdu.lt%2Findex.php%2Fmanagement-organizations%2Farticle%2Fdownload%2F753%2F683&usg=AFQjCNHOG9w5bytH2gGCMDU0LHP1LV\\_O7g&sig2=Mjmta9AxX6d-MK6yAjtHg&cad=rja](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwj29O2Z4YnLahUKjiwKHZoRDzAQFggiMAE&url=http%3A%2F%2Fjournals.vdu.lt%2Findex.php%2Fmanagement-organizations%2Farticle%2Fdownload%2F753%2F683&usg=AFQjCNHOG9w5bytH2gGCMDU0LHP1LV_O7g&sig2=Mjmta9AxX6d-MK6yAjtHg&cad=rja)
5. Berzkalne, I., Zelgalve, E. (2013). Innovation and company value: evidence from the batic countries. *Regional formation and development studies*, Nr. 3 (11), 39-51. Prieiga per internetą: (<http://journals.ku.lt/index.php/RFDS/article/viewFile/608/pdf>)
6. Burksaitienė, D. (2009). Measurement of value creation: economic value added and net present value. *Ekonomics & Management*, Nr. 14, 709-714.
7. Burkšaitienė, D. (2007). Užsienio antrinių įmonių vertinimas pagal diskontuot pinigų srautą. *Ekonomika ir vadyba*, Nr. 12, 697-704.
8. Burkšaitienė, D., Juozapavičienė, A. (2008). Įmonių vertės kūrimą ir jos valdymą atspindintys vertės matai. *Ekonomika ir vadyba*, Nr. 13, 467-474.
9. Capital valuation group. An introduction to business valuation. Žiūrėta 2016-02-18]. Prieiga per internetą:
10. Chmieliauskaitė, M. (2006). Ekonominės pridėtinės vertės modelis ir jo nauda SVV. Prieiga per internet:

[http://www.elibrary.lt/resursai/Mokslai/Kolegijos/Kolpingo\\_kolegija/konferencija2006/04.pdf](http://www.elibrary.lt/resursai/Mokslai/Kolegijos/Kolpingo_kolegija/konferencija2006/04.pdf)

11. Chmieliauskas, P., Kazlauzkienė, V. (2003). Diskonto normos nustatymo ypatumai vertinant verslą Lietuvos rinkoje. *Indžinerinių sprendimų ekonomia*, Nr. 1 (32), 1-13. Prieiga per internetą: <http://etalpykla.lituanistikadb.lt/fedora/objects/LT-LDB-0001:J.04~2003~1367185939126/datastreams/DS.002.0.01.ARTIC/content>
12. Christaukas, Č., Kazlauskienė, V. (2009). Modernių veiklos vertinimo sistemų įtaka įmonės valdymui globalizacijos laikotarpiu. *Ekonomika ir vadyba*, Nr. 14, 715-722. Prieiga per internetą: [http://verslokelias.eu/resursu\\_katalogas/content/article/kitos%20publikacijos/2%20kitos%20publikacijos%20nr%204.pdf](http://verslokelias.eu/resursu_katalogas/content/article/kitos%20publikacijos/2%20kitos%20publikacijos%20nr%204.pdf)
13. Damodaran, A. (2008). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications. Prieiga per internetą: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1274967](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1274967)
14. Damodaran, A. (2008). What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block. Prieiga per internetą: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>
15. Damodaran, A. (2009). Valuing Companies with intangible assets. Prieiga per internetą: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>
16. Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. Prieiga per internetą: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/younggrowth.pdf>
17. Deev, O. (2011). Methods of bank valuation: a critical overview. *Financial Assets and Investing*, Nr. 3, 33-44. Prieiga per internetą: [https://is.muni.cz/do/econ/soubory/aktivity/fai/27900200/FAI\\_issue2011\\_03\\_deev.pdf](https://is.muni.cz/do/econ/soubory/aktivity/fai/27900200/FAI_issue2011_03_deev.pdf)
18. Dehning, B., Richardson, V. J., Stratopoulos, T. (2005). Information technology investment and firm value. *Information & Management*, Nr. 42, 989-1008. Prieiga per internetą: <http://www1.chapman.edu/~bdehning/ITandFirmValue/IT%20and%20Firm%20Value.PDF>
19. Dotzel, T., Shankar, V., Berry, L. L. (2013). Service Innovativeness and Firm Value. *Journal of Marketing Research*, Nr. 50 (2), 259-276.
20. Džikevičius, A., Michnevič, E., Ževžikova, O. (2008). Stochastinis verslo vertinimo modelis. *Verslas: teorija ir praktika*, Nr. 9 (3), 229-26.
21. Esparama.lt (2016). Inovacijų valdymas ir ekonominis vertinimas: mokomoji knyga. *Rankraštis*. [žiūrėta 2016-02-19]. Prieiga per internetą:



- [http://www.esparama.lt/es\\_parama\\_pletra/failai/ESFproduktai/2013\\_Mokomosios\\_knygos\\_I\\_novaciju\\_valdymas\\_ir\\_ekonominis\\_vertinimas\\_rankrastis.pdf](http://www.esparama.lt/es_parama_pletra/failai/ESFproduktai/2013_Mokomosios_knygos_I_novaciju_valdymas_ir_ekonominis_vertinimas_rankrastis.pdf)
22. Fernandez, P. (2013). *Company valuation methods*. Prieiga per internetą: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=274973](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274973)
  23. Finansinių rodiklių žodynas. Prieiga per internetą: <http://www.auditum.lt/index.php/ekonominiu-terminu-zodynas/918-investiciniai-rodikliai/179-imonos-verte-ev.html> [žiūrėta 2016-02-23].
  24. Finansistas.net (2016). Rinkos rizikos premija [žiūrėta 2016-02-12]. Prieiga per internetą: <http://www.finansistas.net/rinkos-rizikos-premija.html>
  25. Galinienė, B., Mašalaitytė, L. (2007). Verslo vertinimo kokybei turintys įtakos finansinės analizės aspektai. *Ekonomika*, Nr. 77, 7-24.
  26. Galinienė, B., Mašalaitytė, L. (2007). Verslo vertinimo kokybei turintys įtakos finansinės analizės aspektai. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 7–23. Prieiga per internetą: [http://www.lvb.lt/primo\\_library/libweb/action/dlDisplay.do?vid=VU&docId=VUB02VUB02-000026554&fromSitemap=1&afterPDS=true](http://www.lvb.lt/primo_library/libweb/action/dlDisplay.do?vid=VU&docId=VUB02VUB02-000026554&fromSitemap=1&afterPDS=true)
  27. Hoque, M., Akter, M., Shil, N. C. (2004). Value-based measure: an application of EVA in small manufacturing company in Bangladesh. *Journal of Institute of Bankers*, Nr. 5, 135-155. Prieiga per internetą: [https://mpa.ub.uni-muenchen.de/7711/1/MPRA\\_paper\\_7711.pdf](https://mpa.ub.uni-muenchen.de/7711/1/MPRA_paper_7711.pdf)
  28. Kazlauskienė, V. Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers. *Disertacija*. KTU Lithuanian energy institute, 2005.
  29. Kazlauskienė, V., Christauskas, Č. (2008). Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers. *Economics of engineering decisions*, Nr. 2 (57), 23-31. Prieiga per internetą: [http://verslokeltas.eu/resursu\\_katalogas/content/article/straipsniai%20mokslines%20informacijos%20instituto%20%28ISI%29%20pagrindinio%20saraso%20leidiniuose/5.%20mokslines%20informacijos%20instituto%20Nr1.pdf](http://verslokeltas.eu/resursu_katalogas/content/article/straipsniai%20mokslines%20informacijos%20instituto%20%28ISI%29%20pagrindinio%20saraso%20leidiniuose/5.%20mokslines%20informacijos%20instituto%20Nr1.pdf)
  30. Koller T., Geodhart M., Wessels D. *Valuation: measuring and management the value of the companies*. 2010. Prieiga per internetą: <http://www.gsm.pku.edu.cn/resource/uploadfiles/docs/20120710/2012071001255625564651.pdf>
  31. Krušinskas, R., Benetytė, R. (2014). Inovacijos įmonės veiklos kontekste: teorinis aspektas. *Apskaitos ir finansų mokslas: studijos problemos ir perspektyvos*, Nr. 1 (9), 77-81. Prieiga per

- interneta:[http://afk.asu.lt/file/repository/APSKAITOS\\_IR\\_FINANSU\\_MOKSLAS\\_IR\\_STU\\_DIJOS\\_PROBLEMOS\\_IR\\_PERSPEKTYVOS.pdf](http://afk.asu.lt/file/repository/APSKAITOS_IR_FINANSU_MOKSLAS_IR_STU_DIJOS_PROBLEMOS_IR_PERSPEKTYVOS.pdf)
32. L.E.K. Identifying and Managing Key Value Drivers. *L.E.K. Consulting Executive Insights*, Nr. 1 (1), 1-5. Prieiga internetu:  
[http://www.lek.com/sites/default/files/Volume\\_I\\_Issue\\_1.pdf](http://www.lek.com/sites/default/files/Volume_I_Issue_1.pdf)
  33. Lietuvos Respublikos Seimas. *LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas* (aktuali redakcija nuo 2016-07-13). Prieiga per internetą  
[http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc\\_l?p\\_id=453575](http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=453575)
  34. Liutkutė, R., Vijeikis, J. (2012). Inovatyvių įmonių plėtros Lietuvoje vertinimas. *Tiltai*, Nr. 1, 71-90. Prieiga per internetą: <http://journals.ku.lt/index.php/tiltai/article/viewFile/392/364>
  35. LR nerizikinga palūkanų norma. Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/vvp/default.asp>
  36. Makutėnaitė, J., Gliubicas, D., Makutėnienė, D. (2014). Ekonominės pridėtinės vertės metodo tinkamumas įmonės vertei nustatyti. *Apskaitos ir finansų mokslas: studijos problemos ir perspektyvos*, Nr. 1 (9), 137-144. Prieiga per internetą:  
[http://afk.asu.lt/file/repository/APSKAITOS\\_IR\\_FINANSU\\_MOKSLAS\\_IR\\_STUDIJOS\\_PROBLEMOS\\_IR\\_PERSPEKTYVOS.pdf](http://afk.asu.lt/file/repository/APSKAITOS_IR_FINANSU_MOKSLAS_IR_STUDIJOS_PROBLEMOS_IR_PERSPEKTYVOS.pdf)
  37. Norvaišienė, R., Stankevičienė, J., Krušinskas, R. (2008). The impact of loan capital on baltic listed companies' investment and growth. *Economics of engineering decisions*, Nr. 2 (57), 40-48.
  38. Pagirys, J. (2009). Inovacijos : mokslas rinkoje. Nesėkmingų Europos bandymų pavyti JAV priežastys. *Post scriptum*, Nr. 16. Prieiga per internetą:  
<http://www.postscriptum.lt/numeris/nr16-mokslas-2009>
  - Pagosian, S., Dzemyda, I. (2012). Inovacijos versle ir jas lemiantys veiksniai teoriniu ir politiniu aspektu. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, Nr. 1 (25), 63-76. Prieiga per internetą:  
[http://www.su.lt/bylos/mokslo\\_leidiniai/ekonomika/2012\\_1\\_25/pogosian\\_dzemyda.pdf](http://www.su.lt/bylos/mokslo_leidiniai/ekonomika/2012_1_25/pogosian_dzemyda.pdf)
  39. Pettit, B. S., Ferris, K. R. (2013). *Valuation for Mergers and Acquisitions* (Second edition). Prieiga per internetą:  
<http://ptgmedia.pearsoncmg.com/images/9780133372670/samplepages/0133372677.pdf>
  40. Petravičius, T. (2008). Projekto vėklos efektyvumo matavimas vertės metodais. *Verslas: teorija ir praktika*, Nr. 9 (4), 295-305. Prieiga per internetą:  
<http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.ktu.edu/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=9dbe338c-315c-43f5-bea4-9b02e613843a%40sessionmgr111&vid=3&hid=116>

41. Pratt, S. P., (2007). Valuing a business: The analysis and Appraisal o closely held companies (5th ed.). New York: McGraw-Hill. Prieiga per internetą: <http://wafaa-sherif.com/new/ar/wp-content/uploads/2012/11/Valuing%20a%20Business.pdf>
42. Ramanauskienė, J. (2010). Inovacijų ir projektų vadyba: mokomoji knyga. Prieiga per internetą: [http://asu.lt/wp-content/uploads/2015/02/inovacijos\\_0.pdf](http://asu.lt/wp-content/uploads/2015/02/inovacijos_0.pdf)
43. Ryšių reguliavimo tarnyba (2008). Konsultacija dėl vidutinės svartinės kapitalo kainos (angl. - WACC), naudojamos skaičiuojant protingumo kriterijų atitinkančią investicijų grąžą ilgo laikotarpio vidutinių padidėjimo sąnaudų (BU-LRAIC) apskaitos modelyje judriajame telefono ryšio tinkle, dydžio. Prieiga per internetą: <http://www.rrt.lt/lt/viesosios-konsultacijos/del-rinku-tyrimu-rezultatu/2008-m.html?backlink=%252F%252Fpaieska%252Fresults%252Fp0.html>
44. Ronen, B., Lieber, Z., Geri, N. (2007). Value focused management (VFM): Capitalizing on the potential of managerial value drivers. *Advances in Multiple Criteria Decision making Human Systems Management*, 149-175. Prieiga per internetą: <http://www.boazronen.org/PDF/VFM%20-%20Capitalizing%20on%20the%20Potential%20of%20Managerial.pdf>
45. Senkus, K. (2005). Pinigų srautų prognozavimas. *Ekonomika ir vadyba*, Nr. 5, 343-347. Prieiga per internetą: <http://etalpykla.lituanistikadb.lt/fedora/get/LT-LDB-0001:J.04~2005~1367151297647/DS.002.0.01.ARTIC>
46. Sinevičienė, L. (2007). Vertės nustatymo metodų taikymo aspektai įmonėse, kurių akcijomis viešai neprekiuojama. *Ekonomika ir vadyba*, Nr. 12, 247-253.
47. Sjöqvist, M., Stepanovych, T. (2008). A Review of the Business Valuation Process – in theoretical and practical proceeding. Prieiga per internetą: [https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/10459/1/gupea\\_2077\\_10459\\_1.pdf](https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/10459/1/gupea_2077_10459_1.pdf)
48. Stankevičienė, J., Vasiliauskaitė, A. (2008). Įmonių įsigijimų sprendimų įtakos įmonės vertei nustatymo problemos. *Ekonomika ir vadyba*, Nr. 13, 187-195.
49. Strazdas, R., Jakubavičius, A., Gečas, K. (2003). Inovacijos: finansavimas, rizikos kapitalas. Vilnius: Lietuvos inovacijų centras. Prieiga per internetą: <http://www.inovacijos.lt/inopagalba/cms/65lt.pdf>
50. Stukas D., Miečinskienė E. (2010). Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių kainai įtaką darančių veiksnių tyrimas. *Verslas: teorija ir praktika*, Nr. 11(2), 168-175.
51. Survilaitienė, S., Tamošiūnienė, R., Shatrevich, V. (2015). Intellectual capital approach to modern management through the perspective of a company's value added. *Business:theory*

- and practice*, Nr.16 (1), 31-44. Prieiga per internetą :  
<http://www.btp.vgtu.lt/index.php/btp/article/viewFile/btp.2015.553/pdf>
52. Szymanski, P. (2012). Problems in business valuation – analysis of survey results. *The Romanian Economic Journal*, Nr. 44, 137-162. Prieiga per internetą:  
<http://www.rejournal.eu/sites/rejournal.versatech.ro/files/articole/2012-06-01/2031/9piotr.pdf>
53. Šalių rizikos premijų suvestinė. Prieiga per internetą: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
54. Tvaronavyčius, V. (2011). Inovacijų ir materialiujų investicijų poveikis šalies ekonominiam augimui: Lietuva Europos Sąjungos šalių kontekste. *Daktaro disertacijos santrauka*. Prieiga per internetą:  
[http://dspace.vgtu.lt/bitstream/1/937/1/1982\\_Tvaronavicius\\_Santrauka\\_WEB.pdf](http://dspace.vgtu.lt/bitstream/1/937/1/1982_Tvaronavicius_Santrauka_WEB.pdf)
55. Valančienė, L., Jegelevičiūtė, S. (2012). Interface between customer value drivers and compan‘s value. *Economics and management*. Nr. 17 (3), 851-862.
56. Verslo pardavimas ir įsigijimas. Metodinis vadovas. 2006. Prieiga per internetą:  
[http://www.tax.lt/uploads/16052-metodinis\\_20vadovas\\_original.pdf](http://www.tax.lt/uploads/16052-metodinis_20vadovas_original.pdf) [žiūrėta 2016-03-01].
57. Verte grįsta vadyba. Prieiga per internetą: <http://www.verslas.in/terminas/verte-grista-vadyba/> [žiūrėta 2016-03-10].
58. VU THUY LINH, N. Discounted cash-flow and economic value added methods in corporate valuation. *Bakalauro darbas*. Lahti university of applied sciences, 2013. Prieiga per internetą:  
[https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/57094/Nguyhhhhhen\\_Vu\\_Thuy\\_Linh.pdf?sequence=2](https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/57094/Nguyhhhhhen_Vu_Thuy_Linh.pdf?sequence=2)
59. Žaptorius, J., Garbanovas, G. (2007). Verslo vertės kintamųjų rizikingumas ir tarpusavio įtaka. *Verslas: teorija ir praktika*, Nr. 7 (3), 166-175.
60. Žaptorius, J., Garbanovas, G. (2006). Finansavimo politikos įtaka nustatant įmonės vertę. *Tiltai*, Nr. 2 (35), 1-18. Prieiga per internetą: [http://vddb.library.lt/fedora/get/LT-eLABa-0001:J.04~2006~ISSN\\_1392-3137.N\\_2\\_35.PG\\_1-18/DS.002.0.02.ARTIC](http://vddb.library.lt/fedora/get/LT-eLABa-0001:J.04~2006~ISSN_1392-3137.N_2_35.PG_1-18/DS.002.0.02.ARTIC)

# **PRIEDAI**

# 1 PRIEDAS

## AB „Grigiškės“ 2009 – 2014 m. pelno (nuostolių) ataskaitos analizė

	2009 m.	2010 m.			2011 m.			2012 m.			2013 m.			2014 m.		
	Eur	Eur	Pokytis		Eur	Pokytis		Eur	Pokytis		Eur	Pokytis		Eur	Pokytis	
			Eur	%		Eur	%		Eur	%		Eur	%		Eur	%
Pardavimo pajamos	31 774 020	37 576 016	5 801 996	18	46 129 964	8 553 948	23	32 162 591	-13 967 373	-30	43 041 926	10 879 335	34	48 400 499	5 358 572	12
Pardavimo savikaina	26 358 905	33 498 379	7 139 474	27	39 476 370	5 977 991	18	26 341 105	-13 135 265	-33	36 195 754	9 854 650	37	39 991 957	3 796 203	10
<b>Bendrasis pelnas</b>	<b>5 415 115</b>	<b>4 077 637</b>	<b>-1 337 478</b>	<b>-25</b>	<b>6 653 594</b>	<b>2 575 957</b>	<b>63</b>	<b>5 821 487</b>	<b>-832 107</b>	<b>-13</b>	<b>6 846 172</b>	<b>1 024 685</b>	<b>18</b>	<b>8 408 542</b>	<b>1 562 370</b>	<b>23</b>
Kitos veiklos pajamos	761 589	1 254 086	492 497	65	1 127 888	-126 198	-10	1 016 701	-111 187	-10	318 747	-697 954	-69	953 386	634 639	199
Pardavimo ir paskirstymo sąnaudos	2 235 598	2 614 042	378 444	17	3 181 423	567 381	22	2 142 963	-1 038 460	-33	2 873 720	730 756	34	3 461 980	588 260	20
Bendrosios ir administracinės sąnaudos	2 338 600	1 982 315	-356 285	-15	1 911 063	-71 252	-4	1 793 469	-117 594	-6	1 919 282	125 813	7	1 942 875	23 593	1
Kitos veiklos sąnaudos	71 070	43 711	-27 359	-38	67 054	23 344	53	233 947	166 893	249	116 187	-117 760	-50	251 805	135 618	117
<b>Veiklos pelnas</b>	<b>1 531 436</b>	<b>691 656</b>	<b>-839 780</b>	<b>-55</b>	<b>2 621 942</b>	<b>1 930 286</b>	<b>279</b>	<b>2 667 809</b>	<b>45 867</b>	<b>2</b>	<b>2 255 730</b>	<b>-412 079</b>	<b>15</b>	<b>3 705 267</b>	<b>1 449 537</b>	<b>64</b>
Finansinės veiklos pajamos	864	35 191	34 327	3972	1 692 419	1 657 228	709	146 791	-1 545 628	-91	5 946	-140 845	-96	52 729	46 783	787
Finansinės veiklos sąnaudos	505 038	261 311	-243 727	-48	408 065	146 754	56	289 693	-118 372	-29	205 971	-83 722	-29	201 803	-4 168	-2
<b>Pelnas prieš apmokeštinimą</b>	<b>1 027 262</b>	<b>465 536</b>	<b>-561 727</b>	<b>-55</b>	<b>3 906 296</b>	<b>3 440 760</b>	<b>739</b>	<b>2 524 908</b>	<b>-1 381 388</b>	<b>-35</b>	<b>2 055 705</b>	<b>-469 202</b>	<b>19</b>	<b>3 556 193</b>	<b>1 500 488</b>	<b>73</b>
Pelno mokestis	156 841	25 397	-131 443	-84	-13 717	-39 114	-154	68 389	82 106	599	125 290	56 901	83	159 216	33 926	27
<b>Grynasis pelnas</b>	<b>870 422</b>	<b>440 138</b>	<b>-430 284</b>	<b>-49</b>	<b>3 920 013</b>	<b>3 479 875</b>	<b>791</b>	<b>2 456 519</b>	<b>-1 463 494</b>	<b>-37</b>	<b>1 930 415</b>	<b>-526 104</b>	<b>21</b>	<b>3 396 977</b>	<b>1 466 562</b>	<b>76</b>



## 2 PRIEDAS

## AB „Grigiškės“ 2009 – 2014 m. balanso analizė

	2009 m.	2010 m.			2011 m.			2012 m.			2013 m.			2014 m.		
	Eur	Eur	Pokytis		Eur	Pokytis		Eur	Pokytis		Eur	Pokytis		Eur	Pokytis	
			Eur	%		Eur	%		Eur	%		Eur	%		Eur	%
<b>Ilgalaikis turtas:</b>	<b>25 904 681</b>	<b>34 878 488</b>	<b>8 973 807</b>	<b>35</b>	<b>37 908 099</b>	<b>3 029 611</b>	<b>9</b>	<b>41 636 616</b>	<b>3 728 517</b>	<b>10</b>	<b>44 618 283</b>	<b>2 981 667</b>	<b>7</b>	<b>56 593 691</b>	<b>11 975 408</b>	<b>27</b>
Ilgalaikis materialus turtas	24 410 977	27 990 118	3 579 141	15	24 992 881	-2 997 237	-11	28 390 055	3 397 174	14	31 012 884	2 622 830	9	41 842 072	10 829 187	35
Investicinis turtas	-	1 433 329	-	-	1 367 815	-65 515	-5	937 687	-430 128	-31	897 089	-40 598	-4	865 565	-31 524	-4
Nematerialus turtas	28 779	37 423	8 643	30	63 325	25 902	69	380 123	316 798	500	380 096	-28	0	352 680	-27 416	-7
Ilgalaikis finansinis turtas	1 464 924	5 417 618	3 952 693	270	10 991 347	5 573 729	103	11 803 731	812 384	7	11 803 731	0	0	11 803 731	0	0
Investicijos į kitas įmones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28 962	-	-
Ilgalaikės gautinos sumos	-	-	-	-	492 731	-	-	80 520	-412 212	-84	430 753	350 233	435	1 537 966	1 107 213	257
Atidėtojo pelno mokesčio turtas	-	-	-	-	-	-	-	44 500	-	-	93 730	49 230	111	162 715	68 985	74
<b>Trumpalaikis turtas:</b>	<b>7 799 045</b>	<b>8 353 353</b>	<b>554 308</b>	<b>7</b>	<b>5 806 021</b>	<b>-2 547 332</b>	<b>-30</b>	<b>6 044 567</b>	<b>238 546</b>	<b>4</b>	<b>9 047 953</b>	<b>3 003 386</b>	<b>50</b>	<b>9 867 941</b>	<b>819 989</b>	<b>9</b>
Atsargos	2 603 234	2 884 792	281 558	11	1 616 314	-1 268 478	-44	1 945 639	329 325	20	2 780 392	834 753	43	2 985 956	205 563	7
Gautinos sumos	4 996 125	5 224 193	228 068	5	4 063 359	-1 160 834	-22	3 944 957	-118 402	-3	5 541 296	1 596 339	40	5 951 084	409 788	7
Avansu sumok. pelno mokestis	6 654	-	-	-	-	-	-	-	-	-	617 866	-	-	-	-	-
Kitas trumpalaikis turtas	147 103	139 760	-7 343	-5	105 716	-34 044	-24	97 278	-8 438	-8	24 854	-72 424	-74	628 060	603 206	242
Pinigai ir pinigų ekvi.	45 928	104 608	-	-	20 632	-83 976	-80	56 693	36 061	175	83 544	26 851	47	302 841	219 298	262
<b>TURTAS iš viso</b>	<b>33 703 726</b>	<b>43 231 841</b>	<b>9 528 115</b>	<b>28</b>	<b>43 714 120</b>	<b>482 279</b>	<b>1</b>	<b>47 681 183</b>	<b>3 967 063</b>	<b>9</b>	<b>53 666 236</b>	<b>5 985 053</b>	<b>13</b>	<b>66 461 633</b>	<b>12 795 396</b>	<b>24</b>

## 2 PRIEDAS tęsinys

## AB „Grigiškės“ 2009 – 2014 m. balanso analizė

	2009 m.		2010 m.		2011 m.		2012 m.		2013 m.		2014 m.					
	Eur	Eur	Pokytis		Eur	Pokytis		Eur	Pokytis		Eur	Pokytis				
			Eur	%		Eur	%		Eur	%		Eur	%			
<b>Nuosavas kapitalas:</b>	<b>19 896 350</b>	<b>23 200 942</b>	<b>3 304 592</b>	<b>17</b>	<b>26 773 411</b>	<b>3 572 469</b>	<b>15</b>	<b>28 882 385</b>	<b>2 108 975</b>	<b>8</b>	<b>33 234 996</b>	<b>4 352 611</b>	<b>15</b>	<b>35 680 571</b>	<b>2 445 575</b>	<b>7</b>
Istatinis kapitalas	17 377 201	17 377 201	0	0	17 377 201	0	0	17 377 201	0	0	19 028 035	1 650 834	10	19 028 035	0	0
Akcijų priedai	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1 118 906	-	-	1 118 906	0	0
Privalomas rezervas	1 157 225	1 200 745	43 521	4	1 222 752	22 007	2	1 418 753	196 001	16	1 541 579	122 826	9	1 638 100	96 521	6
Nepaskirstytas pelnas	1 361 924	4 622 995	3 261 071	239	8 173 457	3 550 462	77	10 086 431	1 912 974	23	11 546 476	1 460 045	14	13 895 531	2 349 055	20
<b>Įsipareigojimai:</b>	<b>13 807 376</b>	<b>20 030 899</b>	<b>6 223 523</b>	<b>45</b>	<b>16 940 710</b>	<b>-3 090 190</b>	<b>-15</b>	<b>18 798 798</b>	<b>1 858 089</b>	<b>11</b>	<b>20 431 240</b>	<b>1 632 442</b>	<b>9</b>	<b>30 781 061</b>	<b>10 349 821</b>	<b>51</b>
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai:</b>	<b>6 829 816</b>	<b>8 339 350</b>	<b>1 509 535</b>	<b>22</b>	<b>8 455 758</b>	<b>116 408</b>	<b>1</b>	<b>6 527 392</b>	<b>-1 928 366</b>	<b>-23</b>	<b>10 128 462</b>	<b>3 601 070</b>	<b>55</b>	<b>12 672 804</b>	2 544 342	25
Dotacijos ir subsidijos	133 786	2 435 855	2 302 068	1 721	2 529 046	93 191	4	2 345 801	-183 246	-7	2 563 704	217 903	9	3 457 467	893 763	35
Ilgalaikės paskolos	3 465 141	3 228 562	-236 579	-7	4 706 323	1 477 761	46	3 248 776	-1 457 547	-31	5 724 754	2 475 978	76	7 465 142	1 740 388	30
Lizingo įsipareigojimai	3 066 790	1 973 200	-1 093 590	-36	1 050 177	-923 023	-47	829 769	-220 408	-21	534 455	-295 314	36	314 817	-219 638	-41
Paskolos iš dukterinių įmonių	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1 158 480	-	-	1 303 290	144 810	13
Atidėtojo PM įsipareigojimai	56 923	594 558	537 636	944	120 949	-473 609	-80	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ilg. įsipareigojimai darbuotojams	107 175	107 175	0	0	49 263	-57 912	-54	49 047	-216	0	87 988	38 941	79	98 925	10 937	12
Ilgalaikės prekybos skolos	-	-	-	-	-	-	-	54 000	-	-	59 081	5 081	9	33 163	-25 918	-44
<b>Trumpalaikiai įsipareigojimai:</b>	<b>6 977 561</b>	<b>11 691 549</b>	<b>4 713 988</b>	<b>68</b>	<b>8 484 951</b>	<b>-3 206 598</b>	<b>-27</b>	<b>12 271 406</b>	<b>3 786 455</b>	<b>45</b>	<b>10 302 778</b>	<b>-1 968 628</b>	<b>16</b>	<b>18 108 257</b>	7 805 479	76
Ilg. ask. einamųjų metų dalis	-	-	-	-	1 013 856	-	-	2 104 263	1 090 407	108	1 432 114	-672 149	32	5 020 502	3 588 388	251
Trumpalaikės paskolos	1 500 095	3 414 371	1 914 277	128	1 777 442	-1 636 929	-48	4 157 864	2 380 422	134	2 358 763	-1 799 101	43	1 487 853	-870 909	-37
Ilgal.lizingo įsipareig. einamųjų metų dalis	1 455 871	1 097 012	-358 860	-25	850 445	-246 567	-22	800 121	-50 324	-6	318 280	-481 841	60	331 117	12 837	4
Paskolos iš dukterinių įmonių	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1 158 480	-	-
Mokėtinas pelno mokeskis	-	1 035	-	-	23 948	22 914	2	143 039	119 091	497	-	-	-	58 122	-	-
Prekybos sk. ir kiti trump. įsipareig.	4 021 594	7 179 131	3 157 537	79	4 819 260	-2 359 871	-33	5 066 119	246 859	5	6 193 622	1 127 503	22	10 052 183	3 858 561	62
<b>NK ir įsip. iš viso</b>	<b>33 703 726</b>	<b>43 231 841</b>	<b>9 528 115</b>	<b>28</b>	<b>43 714 120</b>	<b>482 279</b>	<b>1</b>	<b>47 681 183</b>	<b>3 967 063</b>	<b>9</b>	<b>53 666 236</b>	<b>5 985 053</b>	<b>13</b>	<b>66 461 633</b>	<b>12 795 396</b>	<b>24</b>



## AB „Grigiškės“ pelno (nuostolių) rodiklių prognozė

	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
Pardavimo pajamos	48 400 499	55 660 574	64 009 660	75 531 398	89 882 364	112 352 955
Pardavimo savikaina	39 991 957	46 754 882	53 768 114	61 935 747	73 703 538	91 005 894
<b>Bendrasis pelnas</b>	<b>8 408 542</b>	<b>8 905 692</b>	<b>10 241 546</b>	<b>13 595 652</b>	<b>16 178 826</b>	<b>21 347 061</b>
Kitos veiklos pajamos	953 386	1 113 211	1 280 193	1 510 628	1 797 647	2 247 059
Pardavimo ir paskirstymo sąnaudos	3 461 980	3 877 417	4 342 708	4 863 832	5 447 492	6 101 191
Bendrosios ir administracinės sąnaudos	1 942 875	2 176 020	2 437 143	2 729 600	3 057 152	3 424 010
Kitos veiklos sąnaudos	251 805	282 022	315 864	353 768	396 220	443 767
<b>Veiklos pelnas</b>	<b>3 705 267</b>	<b>3 683 444</b>	<b>4 426 024</b>	<b>7 159 079</b>	<b>9 075 608</b>	<b>13 625 152</b>
Finansinės veiklos pajamos	52 729	545 474	627 295	740 208	880 847	1 101 059
Finansinės veiklos sąnaudos	201 803	203 821	205 859	207 918	209 997	212 097
<b>Pelnas prieš apmokestinimą</b>	<b>3 556 193</b>	<b>4 025 096</b>	<b>4 847 459</b>	<b>7 691 369</b>	<b>9 746 458</b>	<b>14 514 114</b>
Pelno mokestis	159 216	603 764	727 119	1 153 705	1 461 969	2 177 117
<b>Grynasis pelnas</b>	<b>3 396 977</b>	<b>3 421 332</b>	<b>4 120 340</b>	<b>6 537 663</b>	<b>8 284 489</b>	<b>12 336 997</b>

## AB „Grigiškės“ balanso rodiklių prognozė

Rodiklis	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
<b>Ilgalaikis turtas:</b>	<b>56 593 691</b>	<b>51 743 261</b>	<b>53 229 133</b>	<b>60 713 028</b>	<b>65 559 644</b>	<b>73 361 146</b>
Ilgalaikis materialus turtas	41 842 072	37 239 444	38 729 022	45 893 891	50 483 280	58 207 221
Investicinis turtas	865 565	822 287	781 172	742 114	705 008	669 758
Nematerialus turtas	352 680	405 582	466 419	536 382	616 840	709 366
Ilgalaikis finansinis turtas	11 803 731	11 921 768	12 040 986	12 161 396	12 283 010	12 405 840
Investicijos į kitas įmones	28 962	28 962	28 962	28 962	28 962	28 962
Ilgalaikės gautinos sumos	1 537 966	1 138 095	967 381	1 102 814	1 157 955	984 261
Atidėtojo pelno mokesčio turtas	162 715	187 122	215 191	247 469	284 590	355 737
<b>Trumpalaikis turtas:</b>	<b>9 867 941</b>	<b>10 779 235</b>	<b>11 908 853</b>	<b>13 232 117</b>	<b>14 723 029</b>	<b>16 624 935</b>
Atsargos	2 985 956	3 583 147	4 299 776	5 159 732	6 191 678	7 430 013
Gautinos sumos	5 951 084	6 293 272	6 655 135	7 037 805	7 442 479	7 870 421
Avansu sumokėtas pelno mokestis	-	-	-	-	-	-
Kitas trumpalaikis turtas	628 060	609 846	646 437	685 223	726 336	769 917
Pinigai ir pinigų ekvivalentas	302 841	292 970	307 505	349 358	362 536	554 584
<b>TURTAS iš viso</b>	<b>66 461 633</b>	<b>62 522 495</b>	<b>65 137 986</b>	<b>73 945 146</b>	<b>80 282 673</b>	<b>89 986 081</b>
<b>Nuosavas kapitalas:</b>	<b>35 680 571</b>	<b>39 101 903</b>	<b>43 222 243</b>	<b>49 759 907</b>	<b>58 044 396</b>	<b>70 381 393</b>
Įstatinis kapitalas	19 028 035	19 028 035	19 028 035	19 028 035	19 028 035	19 028 035
Akcijų priedai	1 118 906	1 118 906	1 118 906	1 118 906	1 118 906	1 118 906
Privalomas rezervas	1 638 100	1 638 100	1 638 100	1 638 100	1 638 100	1 638 100
Nepaskirstytas pelnas	13 895 531	17 316 863	21 437 203	27 974 867	36 259 356	48 596 353
<b>Įsipareigojimai:</b>	<b>30 781 061</b>	<b>23 420 593</b>	<b>21 915 742</b>	<b>24 185 239</b>	<b>22 238 277</b>	<b>19 604 688</b>
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai:</b>	<b>12 672 804</b>	<b>9 782 843</b>	<b>7 322 729</b>	<b>8 120 537</b>	<b>7 401 755</b>	<b>5 651 634</b>
Dotacijos ir subsidijos	3 457 467	2 973 422	2 527 409	2 148 297	2 685 372	2 416 834
Ilgalaikės paskolos	7 465 142	4 852 342	3 154 023	4 731 034	3 311 724	2 318 207
Lizingo įsipareigojimai	314 817	201 483	128 949	103 159	165 055	0
Paskolos iš dukterinių įmonių	1 303 290	1 629 113	1 384 746	1 010 864	1 111 951	811 724
Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimai	-	-	-	-	-	-
Ilgalaikiai įsipareigojimai darbuotojams	98 925	92 989	87 410	82 165	77 236	72 601
Ilgalaikės prekybos skolos	33 163	33 494	40 193	45 016	50 418	32 268
<b>Trumpalaikiai įsipareigojimai:</b>	<b>18 108 257</b>	<b>13 637 749</b>	<b>14 593 013</b>	<b>16 064 703</b>	<b>14 836 523</b>	<b>13 953 053</b>
Ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis	5 020 502	2 711 071	2 168 857	3 643 679	2 732 759	2 049 570
Trumpalaikės paskolos	1 487 853	1 041 497	3 093 247	2 938 585	3 114 900	3 519 837
Ilgal.lizingo įsiparei.einamųjų metų dalis	331 117	299 333	223 226	195 336	165 055	0
Paskolos iš dukterinių įmonių	1 158 480	-	-	-	-	-
Mokėtinas pelno mokestis	58 122	56 379	54 687	53 047	51 455	49 912
Prekybos skolos ir kiti trump.įsipareig.	10 052 183	9 529 469	9 052 996	9 234 056	8 772 353	8 333 735
<b>Nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų iš viso</b>	<b>66 461 633</b>	<b>62 522 496</b>	<b>65 137 985</b>	<b>73 945 146</b>	<b>80 282 673</b>	<b>89 986 081</b>

## AB „Grigiškės“ pelno (nuostolių) prognozė po inovacijos

	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
Pardavimo pajamos	48 400 499	54 208 559	63 424 014	75 474 576	91 324 237	115 981 781
Pardavimo savikaina	39 991 957	44 993 104	52 641 931	61 134 407	73 972 632	92 785 425
<b>Bendrasis pelnas</b>	<b>8 408 542</b>	<b>9 215 455</b>	<b>10 782 082</b>	<b>14 340 169</b>	<b>17 351 605</b>	<b>23 196 356</b>
Kitos veiklos pajamos	953 386	1 084 171	1 268 480	1 509 492	1 826 485	2 319 636
Pardavimo ir paskirstymo sąnaudos	3 461 980	3 877 417	4 342 708	4 863 832	5 447 492	6 101 191
Bendrosios ir administracinės sąnaudos	1 942 875	2 234 307	2 502 423	2 802 714	3 139 040	3 515 725
Kitos veiklos sąnaudos	251 805	282 022	315 864	353 768	396 220	443 767
<b>Veiklos pelnas</b>	<b>3 705 267</b>	<b>3 905 880</b>	<b>4 889 567</b>	<b>7 829 346</b>	<b>10 195 337</b>	<b>15 455 309</b>
Finansinės veiklos pajamos	52 729	531 244	621 555	739 651	894 978	1 136 621
Finansinės veiklos sąnaudos	201 803	203 821	205 859	207 918	209 997	212 097
<b>Pelnas prieš apmokestinimą</b>	<b>3 556 193</b>	<b>4 233 303</b>	<b>5 305 263</b>	<b>8 361 079</b>	<b>10 880 317</b>	<b>16 379 833</b>
Pelno mokestis	159 216	634 995	795 789	1 254 162	1 632 048	2 456 975
<b>Grynasis pelnas</b>	<b>3 396 977</b>	<b>3 598 307</b>	<b>4 509 474</b>	<b>7 106 917</b>	<b>9 248 270</b>	<b>13 922 858</b>

## AB „Grigiškės“ balanso rodiklių prognozė po inovacijos

Rodiklis	2014 m.	2015 m.*	2016 m.*	2017 m.*	2018 m.*	2019 m.*
<b>Ilgalaikis turtas:</b>	<b>56 593 691</b>	<b>61 366 937</b>	<b>62 300 494</b>	<b>71 101 027</b>	<b>76 274 713</b>	<b>85 322 405</b>
Ilgalaikis materialus turtas	41 842 072	46 863 120	47 800 383	56 404 452	62 044 897	71 341 788
Investicinis turtas	865 565	822 287	781 172	742 114	705 008	669 758
Nematerialus turtas	352 680	405 582	466 419	536 382	616 840	709 366
Ilgalaikis finansinis turtas	11 803 731	11 921 768	12 040 986	12 040 986	11 438 937	11 553 326
Investicijos į kitas įmones	28 962	28 962	28 962	28 962	28 962	28 962
Ilgalaikės gautinos sumos	1 537 966	1 138 095	967 381	1 102 814	1 157 955	694 773
Atidėtojo pelno mokesčio turtas	162 715	187 122	215 191	245 318	282 115	324 432
<b>Trumpalaikis turtas:</b>	<b>9 867 941</b>	<b>11 441 084</b>	<b>12 886 809</b>	<b>14 896 255</b>	<b>16 093 750</b>	<b>18 469 692</b>
Atsargos	2 985 956	4 807 389	5 768 867	6 823 495	7 451 372	8 941 647
Gautinos sumos	5 951 084	6 010 595	6 356 204	6 721 686	7 108 183	7 516 904
Avansu sumokėtas pelno mokestis	-	-	-	-	-	-
Kitas trumpalaikis turtas	628 060	609 846	615 945	622 104	659 430	698 996
Pinigai ir pinigų ekvivalentas	302 841	13 254	145 794	728 970	874 764	1 312 146
<b>TURTAS iš viso</b>	<b>66 461 633</b>	<b>72 808 021</b>	<b>75 187 304</b>	<b>85 997 282</b>	<b>92 368 463</b>	<b>103 792 098</b>
<b>Nuosavas kapitalas:</b>	<b>35 680 571</b>	<b>39 278 879</b>	<b>43 788 353</b>	<b>50 895 270</b>	<b>60 143 539</b>	<b>74 066 398</b>
Įstatinis kapitalas	19 028 035	19 028 035	19 028 035	19 028 035	19 028 035	19 028 035
Akcijų priedai	1 118 906	1 118 906	1 118 906	1 118 906	1 118 906	1 118 906
Privalomas rezervas	1 638 100	1 638 100	1 638 100	1 638 100	1 638 100	1 638 100
Nepaskirstytas pelnas	13 895 531	17 493 839	22 003 312	29 110 229	38 358 499	52 281 357
<b>Įsipareigojimai:</b>	<b>30 781 061</b>	<b>33 529 142</b>	<b>31 398 951</b>	<b>35 102 013</b>	<b>32 224 924</b>	<b>29 725 700</b>
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai:</b>	<b>12 672 804</b>	<b>18 837 019</b>	<b>13 650 495</b>	<b>16 362 986</b>	<b>14 507 518</b>	<b>10 818 178</b>
Dotacijos ir subsidijos	3 457 467	2 973 422	2 527 409	2 148 297	2 685 372	2 416 834
Ilgalaikės paskolos	7 465 142	11 985 660	7 790 679	11 686 019	8 998 234	6 298 764
Lizingo įsipareigojimai	314 817	201 483	128 949	103 159	165 055	0
Paskolos iš dukterinių įmonių	1 303 290	3 458 909	2 940 073	2 146 253	2 360 878	1 888 703
Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimai	-	-	-	-	-	-
Ilgalaikiai įsipareigojimai darbuotojams	98 925	92 989	87 410	82 165	77 236	72 601
Ilgalaikės prekybos skolos	33 163	124 556	175 975	197 092	220 743	141 276
<b>Trumpalaikiai įsipareigojimai:</b>	<b>18 108 257</b>	<b>14 692 123</b>	<b>17 748 457</b>	<b>18 739 027</b>	<b>17 717 406</b>	<b>18 907 522</b>
Ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis	5 020 502	3 562 225	2 849 780	4 034 529	3 025 897	2 390 458
Trumpalaikės paskolos	1 487 853	2 251 545	6 529 481	6 203 006	6 575 187	7 890 224
Ilgal.lizingo įsiparei.einamųjų metų dalis	331 117	299 333	223 226	195 336	165 055	0
Paskolos iš dukterinių įmonių	1 158 480	-	-	-	-	-
Mokėtinas pelno mokestis	58 122	56 379	54 687	53 047	51 455	49 912
Prekybos skolos ir kiti trump.įsipareig.	10 052 183	8 522 641	8 091 283	8 253 109	7 899 812	8 576 928
<b>Nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų iš viso</b>	<b>66 461 633</b>	<b>72 808 021</b>	<b>75 187 304</b>	<b>85 997 282</b>	<b>92 368 463</b>	<b>103 792 098</b>

## AB „Grigiškės“ vertės apskaičiavimas

Metai	Wacc, %	Grynieji pinigų srautai, eur	Grynujų pinigų srautų diskontavimas, eur	Tęstinės vertės apskaičiavimas, eur
2014 m.	3,76	219298	$\frac{219298}{(1 + 0.0376)} = 211\,351$	$\frac{269993}{0,0376 * (1 + 0,0376)^5} =$  $= 5\,970\,557$
2015 m.*		-130255	$\frac{-130255}{(1 + 0.0376)^2} = -125\,535$	
2016 m.*		120382	$\frac{120382}{(1 + 0.0376)^3} = 116\,020$	
2017 m.*		134167	$\frac{134167}{(1+0.0376)^4} = 129\,305$	
2018 m.*		115067	$\frac{115067}{(1 + 0.0376)^5} = 110\,987$	
2019 m.*		269993	-	
Viso:			442 038	5 970 557
Įmonės vertė:		442 038 + 5 970 557 = 6 412 595		

## AB „Grigiškės“ vertės apskaičiavimas po inovacijos

Metai	Wacc, %	Grynieji pinigų srautai, eur	Grynųjų pinigų srautų diskontavimas, eur	Tęstinės vertės apskaičiavimas, eur
2014 m.	3,76	219 298	$\frac{219\,298}{(1 + 0.0376)} = 211\,351$	$\frac{437\,382}{0,0376 * (1 + 0,0376)^5} =$  $= 9\,672\,155$
2015 m.*		-289 587	$\frac{-289\,587}{(1 + 0.0376)^2} = -279\,093$	
2016 m.*		132 176	$\frac{132\,176}{(1 + 0.0376)^3} = 127\,737$	
2017 m.*		583 176	$\frac{583\,176}{(1+0.0376)^4} = 562\,043$	
2018 m.*		145 794	$\frac{145\,794}{(1 + 0.0376)^5} = 140\,511$	
2019 m.*		437 382	-	
Viso:			762549	9 672 155
Įmonės vertė:			762 549 + 9 672 155 = 10 434 704	

## AB „Grigiškės“ pelningumo rodikliai

	2009 m.	2010 m.	2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.
Bendrasis pelningumas	17%	11%	14%	18%	16%	17%
Veiklos pelningumas	5%	2%	6%	8%	5%	8%
Grynasis pelningumas	3%	1%	8%	8%	4%	7%

## AB „Grigiškės“ tenkančios 1 pardavimo eurui

	2009 m.	2010 m.	2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.
Pardavimo pajamos, eur	31 774 020	37 576 016	46 129 964	32 162 591	43 041 926	48 400 499
Pardavimo savikaina, eur	26 358 905	33 498 379	39 476 370	26 341 105	36 195 754	39 991 957
Veiklos sąnaudos, eur	4 645 268	4 640 068	5 159 540	4 170 379	4 909 188	5 656 660
Finansinės sąnaudos, eur	505 038	261 311	408 065	289 693	205 971	201 803
Savikaina tenkanti 1 pardavimo eurui	0,83	0,89	0,86	0,82	0,84	0,83
Veiklos sąnaudos 1 eurui	0,15	0,12	0,11	0,13	0,11	0,12
Finansinės sąnaudos 1 eurui	0,016	0,007	0,009	0,009	0,005	0,004