



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Įmonių jungimų vertinimas

Baigiamasis magistro projektas

Lina Žvirblytė

Projekto autorė

Doc. dr. Šviesa Leitonienė

Vadovė

Kaunas, 2020



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Įmonių jungimų vertinimas

Baigiamasis magistro projektas

Apskaita ir auditas (6211LX037)

Lina Žvirblytė

Projekto autorė

Doc. dr. Šviesa Leitonienė

Vadovė

Doc. dr. Kristina Kundelienė

Recenzentė

Kaunas, 2020



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Lina Žvirblytė

Įmonių jungimų vertinimas

Akademinio sąžiningumo deklaracija

Patvirtinu, kad mano, Linos Žvirblytės, baigiamasis projektas tema „Įmonių jungimų vertinimas“ yra parašytas visiškai savarankiškai ir 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)

Žvirblytė, Lina. Įmonių jungimų vertinimas. Magistro studijų baigiamasis projektas / vadovė doc. dr. Šviesa Leitonienė; Kauno technologijos universitetas, Ekonomikos ir verslo fakultetas.

Studijų kryptis ir sritis (studijų krypties grupė): Verslas ir viešoji vadyba (Apskaita).

Reikšminiai žodžiai: sujungimai ir įsigijimai, jungimas, finansinis vertinimas, nefinansinis vertinimas, nacionalinis jungimas, tarptautinis jungimas.

Kaunas, 2020. 77 p.

Santrauka

Ši magistro baigiamojo projekto tema pasirinkta todėl, kad įmonių jungimas yra vienas iš dažniausiai pasitaikančių verslo reorganizavimo būdų. Būtent įmonių jungimas yra šio projekto objektas. Sujungiant ar prijungiant įmones siekiama iš šio sandorio sukurtos finansinės ir veiklos sinergijos teikiamos naudos. Tai didina konkurencingumą, užimamą rinkos dalį, o diversifikuojant teikiamas paslaugas ir / ar produktus pritraukiamas naujas vartotojų segmentas. Besijungiančios įmonės tokiu būdu siekia neatsilikti nuo verslo pasaulyje vykstančių pokyčių ir kaip galima greičiau prie jų prisitaikyti, užtikrinant savo veiklos tęstinumą. Tačiau, kad ir kaip patrauklus atrodo įmonių jungimas, pabrėžiama, kad jis imlus tiek finansinėms, tiek laiko sąnaudoms, todėl labai svarbu tinkamai įvertinti sprendimą jungtis dar prieš jį priimant. Teisingai atliktas įmonių jungimo vertinimas padeda objektyviai įvertinti, kokius pokyčius įmonės veiklai lems toks sandoris, ir ar išvis verta jį priimti. Tuo tarpu vertinimo atlikimas po įmonių jungimo padeda atskleisti, ar šiuo sandoriu buvo pasiekti jungimosi tikslai. Dauguma šios srities mokslininkų įmonių jungimus analizavo arba tik iš finansinės, arba tik iš veiklos vertinimo perspektyvos, tačiau šio baigiamojo magistro projekto tikslas yra sukurti kompleksinį įmonių jungimo vertinimo modelį, ne tik sujungiantį šiuos abu aspektus, bet taip pat apimantį laiko aspektą. Siekiant patikrinti sudarytą modelį, atliktas pasirinktų jungimo atvejų tyrimas. Kadangi pastaraisiais dešimtmečiais globalizacija vis labiau stiprėja, didėja ir tarptautinių jungimų, todėl šiame darbe dėl modelio universalumo patikrinimo tyrimui pasirinkta ne tik nacionalinio, bet ir tarptautinio jungimo Lietuvoje atvejai.

Atlikus AB „AUGA group“ nacionalinio jungimosi su AB „Baltic Champs“ atvejo finansinį vertinimą paaiškėjo, kad po jungimosi išaugo pardavimų pajamos, pagerėjo pelningumo, apyvartumo rodikliai, padidėjo įmonės vertė, tačiau išaugo sąnaudos ir suprastėjo likvidumo rodikliai. Apžvelgus AB „Linas Agro Group“ tarptautinio jungimosi su trimis Latvijos pauštininkystės įmonėmis (SIA „Lielzeltini“, SIA „Cerova“ ir SIA „Broileks“) atvejo finansinio vertinimo rezultatus paaiškėjo, kad šis sandoris teigiamai paveikė tik įmonės vertę, kadangi pajamos, sąnaudos, pelningumo, apyvartumo ir likvidumo rodikliai po jungimo pablogėjo. Apžvelgus veiklos vertinimo rezultatus pastebėta, kad po sandorio nacionalinio jungimo atveju padidėjo investicijos į žmogiškuosius išteklius ir tai sąlygojo HCROI ir HCVA rodiklių reikšmių padidėjimą. Tačiau tarptautinio jungimo atveju priešingai – stipriai išaugo darbuotojų su viduriniu išsilavinimu, o darbuotojų, įgijusių aukštąjį ir aukštesnįjį išsilavinimą, padaugėjo nežymiai, vadinasi, sumažėjo investicijos į žmogiškuosius išteklius, dėl ko sumažėjo HCROI ir HCVA rodiklių reikšmės. Jungimo sandoriai abejais atvejais sąlygojo produkcijos diversifikaciją ir rinkos dalies augimą. Apibendrinant galima teigti, kad po įmonių jungimo tik tarptautinio jungimo atveju nepasiekta finansinė sinergija, o veiklos sinergija pasiekta abejais atvejais. Nepaisant to, kad po tarptautinio jungimo suprastėjo didžioji dalis analizuotų rodiklių, abiejų atvejų jungimosi tikslai buvo pasiekti. Tai atskleidžia, kad jungimosi sėkmė daugiausiai priklauso nuo jungimosi tikslų.

Žvirblytė, Lina. Valuation of Corporate Combinations. Master's Final Degree Project / supervisor assoc. prof. dr. Šviesa Leitonienė; School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Study field and area (study field group): Business and Public Management (Accounting).

Keywords: Mergers and Acquisitions, Combination, Financial Valuation, Non-financial Valuation, Domestic Combination, Cross-border Combination.

Kaunas, 2020. 77 p.

Summary

This topic of the master's final degree project is chosen because corporate combination is one of the most common ways to reorganize a business. Corporate combination is the object of this project. Mergers or acquisitions are intended to benefit from the financial and operational synergies created by this transaction. It increases competitiveness, market share and diversification of services and / or products attracts a new consumer segment. In this way, the combination corporates aim to keep pace with the changes in the business world and to adapt to them as quickly as possible, ensuring their business continuity. However, no matter how attractive corporate combination looks, it is emphasized that it is both financially and time-consuming, so it is very important to properly assess the decision to combine corporates even before it is taken. A properly conducted valuation of pre-combination helps to objectively assess what changes in operations of company will result from such a transaction and whether it is worth accepting it at all. Meanwhile, the valuation of post-combination helps to reveal whether the goals of corporate combination have been achieved by this transaction. Most researchers in this field have analyzed corporate combinations from only financial or performance appraisal perspective, but the aim of this master's final degree project is to develop a combined model of valuation of corporate combinations that not only combines these both aspects but also takes into account the time aspect. It was conducted a study of selected cases of combinations to test the model. As globalization has become stronger in recent decades, increase the number of transactions of cross-border combinations, so in this project as cases were selected not only domestic but also cross-border corporate combinations in Lithuania.

The financial valuation of the case of domestic corporate combination of AB AUGA group with AB Baltic Champs revealed that after the combination increased revenue, improved profitability and turnover indicators, increased the value of the company, but also increased costs and decreased liquidity indicators. A review of the financial valuation of the case of the cross-border combination of AB Linas Agro Group with three Latvian poultry companies (SIA Lielzeltini, SIA Cerova and SIA Broileks) revealed that this transaction had a positive impact only on the value of the company. The results of the performance valuation showed that in the case of a domestic combination increased in investment in human resources, leading to an increase in HCROI and HCVA. Meanwhile, in the case of cross-border combination, there has been a decreased in investment in human resources, leading to a decrease in HCROI and HCVA. In both cases, the corporate combinations led to diversification of production and growth in market share. In summary, financial synergy was not achieved only in the case of cross-border combination, and operational synergy was achieved in both cases. Despite the fact that most of the analyzed indicators decreased after the cross-border combination, the goals of combinations were achieved in both cases. It reveals that the success of a corporate combination depends on the goals of the combination.

Turinys

Lentelių sąrašas	7
Paveikslų sąrašas	8
Įvadas.....	10
1. Įmonių jungimų sampratos ir jų vertinimo problemos analizė.....	12
1.1. Įmonių jungimas kaip vienas iš įmonių reorganizavimo būdų.....	12
1.2. Įmonių jungimų vertinimo problematika	14
2. Įmonių jungimų tikslai, reglamentavimas ir vertinimas.....	20
2.1. Įmonių jungimų tikslai	20
2.2. Įmonių jungimų reglamentavimas apskaitoje ir Lietuvos Respublikos teisės aktuose	22
2.3. Įmonių jungimų atvaizdavimas apskaitoje	26
2.4. Įmonių jungimų finansiniai ir nefinansiniai vertinimo aspektai.....	29
2.5. Įmonių jungimų vertinimo būdai ir metodai	33
2.6. Kompleksinis įmonių jungimų vertinimo modelis.....	43
3. Įmonių jungimų vertinimo metodologija.....	45
4. Įmonių jungimų tyrimo rezultatai.....	49
4.1. AB „AUGA group“ jungimo atvejo tyrimo rezultatai	49
4.1.1. AB „AUGA group“ veiklos srities ir jungimo aprašymas	49
4.1.2. AB „AUGA group“ jungimo finansinis vertinimas.....	50
4.1.3. AB „AUGA group“ jungimo veiklos vertinimas.....	57
4.2. AB „Linas Agro Group“ jungimo atvejo tyrimo rezultatai	60
4.2.1. AB „Linas Agro Group“ veiklos srities ir jungimo aprašymas.....	60
4.2.2. AB „Linas Agro Group“ jungimo finansinis vertinimas.....	61
4.2.3. AB „Linas Agro Group“ jungimo veiklos vertinimas	67
Išvados	72
Literatūros sąrašas	74
Priedai.....	78
1 priedas. Jungimo sandorių pasiskirstymas pagal sektorius 2014-2020 m.....	78
2 priedas. AB „AUGA group“ pelno (nuostolių) ataskaita, 2011-2016 m.....	79
3 priedas. AB „AUGA group“ pelno (nuostolių) ataskaitos horizontalioji analizė, 2011-2016 m. ..	80
4 priedas. AB „AUGA group“ pelno (nuostolių) ataskaitos vertikalioji analizė, 2011-2016 m.	81
5 priedas. AB „AUGA group“ balansas, 2011-2016 m.....	82
6 priedas. AB „AUGA group“ balanso horizontalioji analizė, 2011-2016 m.	84
7 priedas. AB „AUGA group“ balanso vertikalioji analizė, 2011-2016 m.	86
8 priedas. AB „AUGA group“ WACC dinamika 2011-2016 m.	88
9 priedas. AB „AUGA group“ vertė, nustatyta EVA metodu, 2011-2013 m. ir 2014-2016 m.....	89
10 priedas. AB „AUGA group“ vertė, nustatyta DCF metodu, 2011-2013 m. ir 2014-2016 m.	90
11 priedas. AB „AUGA group“ finansinio vertinimo rezultatų po jungimo apibendrinimas	91
12 priedas. AB „AUGA group“ veiklos vertinimo rezultatų po jungimo apibendrinimas.....	92
13 priedas. AB „Linas Agro Group“ pelno (nuostolių) ataskaita, 2011-2016 m.	93
14 priedas. AB „Linas Agro Group“ pelno (nuostolių) ataskaitos horizontalioji analizė, 2011-2016 m.	94
15 priedas. AB „Linas Agro Group“ pelno (nuostolių) ataskaitos vertikalioji analizė, 2011-2016 m.	95
16 priedas. AB „Linas Agro Group“ balansas, 2011-2016 m.	96
17 priedas. AB „Linas Agro Group“ balanso horizontalioji analizė, 2011-2016 m.....	98
18 priedas. AB „Linas Agro Group“ balanso vertikalioji analizė, 2011-2016 m.....	100

19 priedas. AB „Linas Agro Group“ WACC dinamika 2011-2016 m.....	102
20 priedas. AB „Linas Agro Group“ vertė, nustatyta EVA metodu, 2011-2013 m. ir 2014-2016..	103
21 priedas. AB „Linas Agro Group“ vertė, nustatyta DCF metodu, 2011-2013 m. ir 2014-2016...	104
22 priedas. AB „Linas Agro Group“ finansinio vertinimo rezultatų po jungimo apibendrinimas..	105
23 priedas. AB „Linas Agro Group“ veiklos vertinimo rezultatų po jungimo apibendrinimas	106

Lentelių sąrašas

1 lentelė. Pagrindiniai įmonių jungimų tikslai	20
2 lentelė. Įmonių jungimus reglamentuojančių standartų pagrindiniai skirtumai	23
3 lentelė. Pagrindinės įmonių jungimų finansinio ir veiklos vertinimo priemonės.....	34
4 lentelė. KPI rodiklių, suskirstytų pagal vertinamą sinergiją, pavyzdžiai	42
5 lentelė. Įmonių jungimų finansinio vertinimo įrankiai.....	46
6 lentelė. Įmonių jungimų veiklos vertinimo įrankiai	47
7 lentelė. AB „AUGA group“ produktų asortimentas prieš ir po bendrovių jungimo	59
8 lentelė. AB „Linas Agro Group“ produkcijos asortimentas prieš ir po bendrovių jungimo	70
9 lentelė. Nacionalinio ir tarptautinio jungimų Lietuvoje atvejų efektyvumo įvertinimas	70

Paveikslų sąrašas

1 pav. Įmonių reorganizavimo klasifikavimas pagal LR teisės aktus	12
2 pav. Įmonių jungimo tipai	14
3 pav. Prognozuojami įmonių jungimo sandoriai pagal sektorius 2020 metais	15
4 pav. Pagrindinės vidinės priežastys, dėl kurių jungimo sandoriais nesukurta numatyta vertė.....	16
5 pav. Pagrindinės išorinės priežastys, dėl kurių jungimo sandoriais nesukurta numatyta vertė.....	16
6 pav. Pagrindiniai sėkmingo įmonių jungimo veiksniai	18
7 pav. Įmonių jungimus reglamentuojantys standartai	23
9 pav. Pagrindiniai įsigijusiosios įmonės nustatymo požymiai.....	27
8 pav. Įmonių jungimo sandoriams apskaityti skirto pirkimo metodo taikymo tvarka.....	27
10 pav. Po įmonių jungimo susidariusios sinergijos tipai ir poveikis įmonei	30
11 pav. Pagrindiniai įmonių jungimų finansiniai vertinimo aspektai.....	31
12 pav. Pagrindiniai įmonių jungimų veiklos vertinimo aspektai.....	32
13 pav. Įmonių jungimų vertinimo poreikis laike	33
14 pav. Pagrindiniai įmonės vertės nustatymo metodai, tinkantys įmonių jungimų atvejais.....	39
15 pav. Kompleksinis įmonių jungimo vertinimo modelis	43
16 pav. Įmonių jungimų vertinimo eiga	45
17 pav. AB „AUGA group“ pajamų, sąnaudų ir grynojo pelno (nuostolių) dinamika 2011-2016... 50	
18 pav. AB „AUGA group“ ROCE, ROE, ROA rodiklių ir vidutinės paskolų palūkanų normos dinamika 2011-2016 m.	51
19 pav. AB „AUGA group“ veiklos pelno, nusidėvėjimo ir amortizacijos bei EBITDA maržos dinamika 2011-2016 m.	51
20 pav. AB „AUGA group“ grynojo pelno (nuostolių) ir EPS dinamika 2011-2016 m.	52
21 pav. AB „AUGA group“ turto dinamika 2011-2016 m.	52
22 pav. AB „AUGA group“ turto apyvartumo rodiklių dinamika 2011-2016 m.	53
23 pav. AB „AUGA group“ nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų dinamika 2011-2016 m.	53
24 pav. AB „AUGA group“ likvidumo rodiklių dinamika 2011-2016 m.	54
25 pav. AB „AUGA group“ finansinio sverto ir jo dedamųjų struktūros dinamika 2011-2016 m... 54	
26 pav. AB „AUGA group“ vertė, nustatyta EVA metodu, prieš jungimą ir po jo	55
27 pav. AB „AUGA group“ vertė, nustatyta DCF metodu, prieš jungimą ir po jo.....	56
28 pav. AB „AUGA group“ darbuotojų skaičiaus ir pasiskirstymo pagal pozicijų lygmenis dinamika 2011-2016 m.	57
29 pav. AB „AUGA group“ darbuotojų pasiskirstymo pagal išsilavinimą dinamika 2011-2016 m. 57	
30 pav. AB „AUGA group“ HCROI ir HCVA rodiklių dinamika 2011-2016 m.	58
31 pav. AB „AUGA group“ užimamos rinkos dalies, bendrovės ir rinkos pajamų kitimo tempų dinamika 2011-2016 m.	59
32 pav. AB „Linas Agro Group“ pajamų, sąnaudų ir grynojo pelno dinamika 2011-2016 m.	61
33 pav. AB „Linas Agro Group“ ROCE, ROE, ROA rodiklių ir vidutinės paskolų palūkanų normos dinamika 2011-2016 m.	62
34 pav. AB „Linas Agro Group“ veiklos pelno, nusidėvėjimo ir amortizacijos bei EBITDA maržos dinamika 2011-2016 m.	62
35 pav. AB „Linas Agro Group“ grynojo pelno ir EPS dinamika 2011-2016 m.	63
36 pav. AB „Linas Agro Group“ turto dinamika 2011-2016 m.	63
37 pav. AB „Linas Agro Group“ turto apyvartumo rodiklių dinamika 2011-2016 m.	64
38 pav. AB „Linas Agro Group“ nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų dinamika 2011-2016 m.	64

39 pav. AB „Linas Agro Group“ likvidumo rodiklių dinamika 2011-2016 m.....	65
40 pav. AB „Linas Agro Group“ finansinio svėro ir jo dedamųjų struktūros dinamika 2011-2016.	65
41 pav. AB „Linas Agro Group“ vertė, nustatyta EVA metodu, prieš ir po jungimo.....	66
42 pav. AB „Linas Agro Group“ vertė, nustatyta DCF metodu, prieš ir po jungimo	67
43 pav. AB „Linas Agro Group“ darbuotojų skaičiaus ir pasiskirstymo pagal pozicijų lygmenis dinamika 2011-2016 m.....	67
44 pav. AB „Linas Agro Group“ darbuotojų pasiskirstymo pagal išsilavinimą dinamika 2011-20..	68
45 pav. AB „Linas Agro Group“ HCROI ir HCVA rodiklių dinamika 2011-2016 m.....	68
46 pav. AB „Linas Agro Group“ užimamos rinkos dalies, bendrovės ir rinkos pajamų kitimo tempų dinamika 2011-2016 m.....	69

Įvadas

Temos aktualumas. Pastaraisiais dešimtmečiais vis stiprėjant globalizacijai pastebima nenumaldomai didėjanti verslo subjektų tarpusavio konkurencija, siekis kaip galima labiau įsitvirtinti ne tik nacionalinėje, tačiau ir užsienio rinkose, plėsti vykdomos veiklos spektrą, tapti savo srities lyderiais ne tik nacionaliniu, bet ir tarptautiniu mastu. Tačiau tai pasiekti pasiseka ne visiems – laiku neįvertinus situacijos dinamiškumo, dalį įmonių ištinca veiklos efektyvumo krizės ar net bankrotas.

Konkurencingumas verslo aplinkoje, veiklos išsaugojimo poreikis verčia bendroves koreguoti, keisti savo vykdomos veiklos strategijas, pasižyminčias tvirtu integraciniu pobūdžiu, įsiskverbti į atitinkamą rinką ir mažinti konkurencijos padėtį pasaulinėje rinkoje, kovoti su konkurentų veikla kitoje rinkoje arba sujungti jas, kad būtų gauta veiklos ir finansinės sinergijos nauda. Konkurencinės aplinkos dinamika skatina įmonių tarpusavio integraciją, kurios tikslas – padėti bendrovei prisitaikyti painiame, neapibrėžtame politiniame bei ekonominiame kontekste (Blajut, 2015).

Taigi, dažnu atveju yra pasitelkiamas įmonių jungimas – reiškinys, kai prie vieno verslo subjekto yra prijungiamas vienas arba daugiau atskirai veikiančių juridinių asmenų arba keli verslo subjektai sujungiami ir jų pagrindu sukuriamas naujas verslo subjektas. Šiais laikais įmonių jungimas yra bene dažniausiai pasitaikanti verslo reorganizavimo forma. Šis sudėtingas procesas reikalauja didelių ne tik finansinių, tačiau ir laiko sąnaudų, kadangi, dažnu atveju, šis sandoris tęsiasi daugiau nei kelis mėnesius (įmonių prijungimas tęsiasi ne daugiau nei 12 mėn., o sujungimas gali tęstis daugiau nei vienerius metus) ir paprastai reikalauja papildomų piniginių išteklių. Dėl tos priežasties itin svarbu objektyviai įvertinti jungimosi poveikį įmonės finansiniams ir nefinansiniams veiklos rezultatams dar prieš priimant sprendimą jungtis bei dar kartą iš naujo persvarstyti šią pasirinkimo alternatyvą. Todėl labai svarbu įvertinti įmonių jungimosi poveikį pačioms įmonėms, t. y. jų finansiniams bei nefinansiniams veiklos rezultatams – žmogiškiesiems ištekliams, rinkos pokyčiams, konkurencingumui ir kt.

Intensyvėjant globalizacijai didėja ne vien nacionalinių, tačiau taip pat ir tarptautinių jungimų vertinimo aktualumas. Apskritai, įmonių jungimų vertinimo aktualumą patvirtina daugybės mokslininkų atliktos analizės. Carlton'as, Israel'is, MacSwain'as ir Orlov'as (2019) analizavo jungimo poveikį teikiamų prekių / paslaugų kainų pokyčiams, siekiant išsiaiškinti, ar jungimas prisidėjo prie konkurencingumo didinimo. Bianconi's ir Tan'as (2019) nagrinėjo jungimų poveikį įsigyjančios įmonės vertei. Jurich'as ir Walker'is (2018) savo atliktame tyrime kaip įmonių jungimosi vertinimo matą naudojo pelną. Na, o Cheng'as (2018) nagrinėjo įmonių jungimosi laiko aspektą. Wang'as ir Moinis'as (2012) savo publikuotoje analizėje mini, kad per pastaruosius dešimtmečius padaugėjo tarptautinių jungimų, kas taip pat patvirtina šių jungimų vertinimo aktualumą. Daugumos mokslininkų atliktų tyrimų rezultatai rodo, kad jungimų nesėkmių lygmuo yra intervale tarp 40 ir 80 procentų. Šis nesėkmės paradoksas skatina susimąstyti apie įmonių jungimų efektyvumo vertinimo problemą.

Daugelis mokslininkų įmonių jungimus tyrė atsižvelgiant arba vien į finansinį, arba vien į nefinansinį poveikį. Šiame darbe bus sujungiami šie **du požūriai** ir sukurtas **kompleksinis** jungimų vertinimo modelis, tinkantis tiek **nacionalinių**, tiek **tarptautinių** jungimų vertinimui. Visa tai sudaro šio darbo naujumą.

Tyrimo problema – kaip tinkamai vertinti įmonių jungimo poveikį įmonės finansiniams ir nefinansiniams veiklos rezultatams?

Tyrimo objektas – įmonių jungimas.

Tyrimo tikslas – sudaryti kompleksinį įmonių jungimo vertinimo modelį ir pritaikant jį atlikti nacionalinio bei tarptautinio įmonių jungimų Lietuvoje atvejų tyrimą.

Tyrimo uždaviniai:

1. atskleisti įmonių jungimų vertinimo problemas;
2. išanalizuoti įmonių jungimų tikslus, reglamentavimą ir vertinimo būdus;
3. sudaryti kompleksinį įmonių jungimų vertinimo modelį;
4. atlikti nacionalinio ir tarptautinio įmonių jungimų Lietuvoje finansinį ir nefinansinį veiklos vertinimą, naudojant sudarytą įmonių jungimo vertinimo modelį, bei aptarti gautus rezultatus.

Tyrimo metodai: mokslinės literatūros analizė, apskaitos standartų ir teisės aktų turinio analizė, finansinių dokumentų analizė.

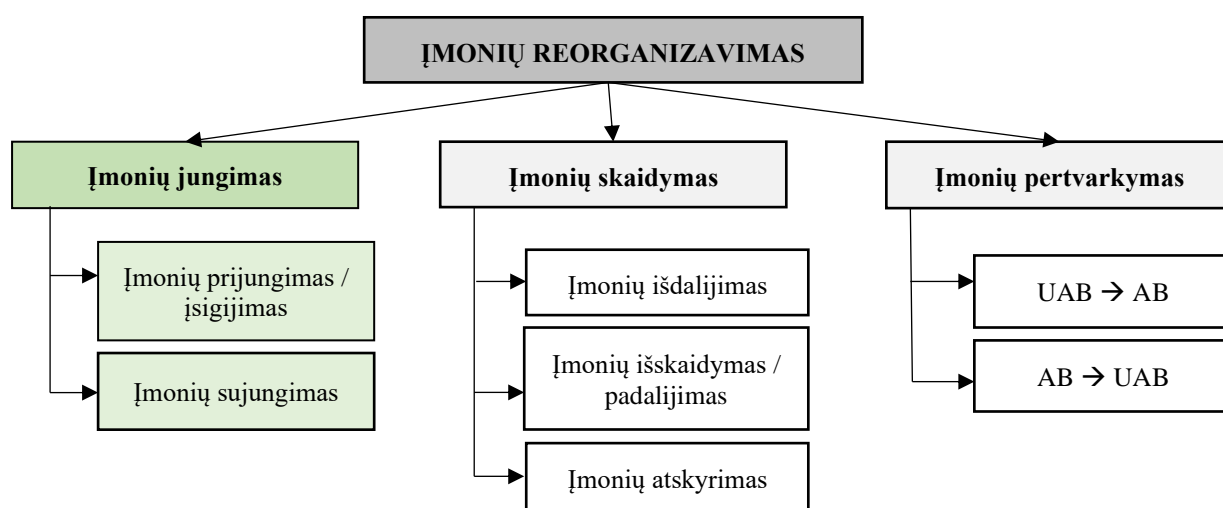
1. Įmonių jungimų sampratos ir jų vertinimo problemos analizė

1.1. Įmonių jungimas kaip vienas iš įmonių reorganizavimo būdų

Verslo vertinimo tematika mokslinėje literatūroje yra nagrinėjama gana plačiai ir įvairiais pjūviais, tačiau nepriklausomai nuo to, per kokią prizmę yra žvelgiama į šią sritį, pirmiausiai yra nagrinėjama įmonių reorganizavimo samprata. Dauguma mokslininkų savo studijose teigia, kad bene aktualiausia ir daugiausia klausimų kelianti kryptis šiuo atveju yra būtent įmonių jungimas. Dėl šios priežasties ne mažiau svarbu išnagrinėti ir vieną iš verslo reorganizavimo būdų – įmonių jungimo – sampratą, kuri apima tiek įmonių jungimo klasifikavimą, tiek sprendimo jungtis tikslus (didesnio konkurencingumo potencialas, įmonės augimo poreikis, intelektualinio kapitalo vertės didinimas ir kt.).

Analizuojant verslo jungimo sampratą susiduriama su įvairove naudojamų sąvokų, tokių kaip: reorganizacija, restruktūrizacija, įmonės atskyrimas, sujungimas, įsigijimas ir kt. Tam, kad verslo jungimo samprata būtų išnagrinėta, būtina ne tik išsiaiškinti konkrečias ir tikslias šių sąvokų reikšmes, tačiau ir jų tarpusavio sąsajas, ryšį.

Lietuvos Respublikos (toliau – LR) teisės aktuose verslo reorganizavimas yra griežtai reglamentuotas ir pateikiama plati šios sąvokos samprata. LR civiliniame kodekse (toliau – LR CK) (2000) bei LR Akcinių bendrovių įstatyme (2001) įmonių reorganizavimas yra klasifikuojamas ir išskaidytas detaliau (žr. 1 pav.).



1 pav. Įmonių reorganizavimo klasifikavimas pagal LR teisės aktus

(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis LR CK 8 sk., 2000; LR Akcinių bendrovių įstatymu, 2001)

Kaip matoma iš pirmo paveikslo, pagal LR teisės aktus yra išskiriami trys bendrovių reorganizavimo būdai: *jungimas*, *skaidymas* bei *pertvarkymas*. Tačiau derėtų paminėti, kad pastaroji reorganizavimo alternatyva yra minima tik LR Akcinių bendrovių įstatyme (2001).

Įmonių *jungimas* smulkiau yra skaidomas į:

- įmonių *prijungimą* / *įsigijimą*, kas yra „vieno ar daugiau juridinių asmenų prijungimas prie kito juridinio asmens, kuriam pereina visos reorganizuojamo juridinio asmens teisės ir pareigos“ (LR CK 8 sk. 2.97 str. 3 d., 2000);

- įmonių *sujungimą*, kas yra „dviejų ar daugiau juridinių asmenų susivienijimas į naują juridinį asmenį, kuriam pereina visos reorganizuotų juridinių asmenų teisės ir pareigos“ (LR CK 8 sk. 2.97 str. 4 d., 2000).

Įmonių *skaidymas* detaliau skirstomas į:

- įmonių *išdalijimą*, kai „bendrovė, kuri po reorganizavimo pasibaigia, išdalijama kitoms bendrovėms, kurios tęsia veiklą“ (LR Akcinių bendrovių įstatymas, 7 sk. 63 str. 3 d. 1 pt, 2001);
- įmonių *išskaidymą / padalijimą*, kuris yra „vieno reorganizuojamo juridinio asmens pagrindu įsteigimas dviejų ar daugiau juridinių asmenų, kuriems tam tikromis dalimis pereina reorganizuoto juridinio asmens teisės ir pareigos“ (LR CK 8 sk. 2.97 str. 7 d., 2000);
- įmonių *atskyrimą*, kuris yra tada, kai „iš bendrovės, kuri tęsia veiklą, atskiriama dalis, iš kurios sukuriama nauja bendrovė“ (LR Akcinių bendrovių įstatymas, 7 sk. 63 str. 3 d. 3 pt, 2001).

Kaip minėta anksčiau, LR Akcinių bendrovių įstatyme (2001) yra išskiriamas dar ir trečias būdas – įmonių *pertvarkymas*, kuris pasireiškia tada, kai uždarnosios akcinės bendrovės yra pertvarkomos į akcines bendroves ir atvirkščiai. Tokiu atveju ne tik daromi pokyčiai bendrovės įstatuose, tačiau ir Vertybinių popierių komisijoje yra registruojamos akcijos, jeigu tai yra pastarasis minėtas atvejis (iš UAB pertvarkoma į AB), ir toks įregistravimas yra panaikinamas Vertybinių popierių komisijoje, jeigu tai yra akcinės bendrovės pertvarkymas į uždarąją akcinę bendrovę. Taigi, konkretus įmonės reorganizavimo būdas labai priklauso nuo tikslo, kurį reorganizavimu norima pasiekti.

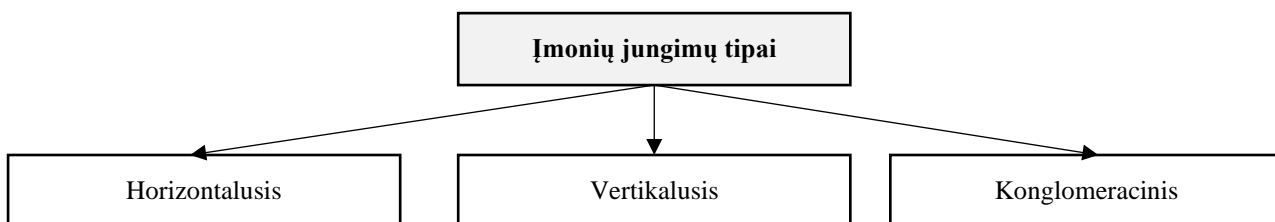
Įmonė gali nuspręsti pertvarkyti ar reorganizuoti savo įmonę dėl daugelio priežasčių, pavyzdžiui, dėl dvigubo apmokestinimo išvengimo, kas yra visiškai įprasta tam tikrose verslo struktūrose. Kitomis priežastimis gali būti pelno ar įmonės efektyvumo didinimas. Įprastai, kai įmonė priima sprendimą reorganizuotis, ji tai pasirenka kaip vieną iš būdų, siekiant spręsti su efektyvumu ir pelno gerinimu susijusias problemas. Kiti įmonių reorganizavimo veiksniai gali būti (Upcounsel, 2019):

- naujas įsigijimas (angl. *a new acquisition*);
- įmonių išpirkimas (angl. *a corporate buyout*);
- įmonių perėmimas (angl. *corporate takeovers*);
- nauja valdymo sistema (angl. *new management*);
- bankrotas (angl. *bankruptcy*).

Įmonės verslo struktūros pakeitimai yra būdas pagerinti bendrą įmonės našumą. Tačiau, vis dėlto, verta paminėti, kad įmonių reorganizavimas gali būti didelė rizika laiko, energijos ir finansinių išteklių atžvilgiu.

Įmonių sujungimai ir įsigijimai (užsienio literatūroje šiam reorganizavimo būdai taikomas *Mergers and Acquisitions [M&A]* terminas) yra dažniausiai pasitaikantis įmonių reorganizavimo būdas, todėl toliau darbe bus analizuojamas būtent šis būdas, tačiau sujungimams ir įsigijimams įvardyti bus naudojamas bendras terminas – **įmonių jungimai**. Kaip jau minėta, sujungimas yra dviejų ar daugiau įmonių derinys, kuriuo suformuojamas naujas verslo subjektas, o įsigijimas yra tada, kai viena bendrovė įsigyja kitą bendrovę. Bet kuri iš šių struktūrų gali sukelti ekonominį ir finansinį kelių subjektų konsolidavimą. Jungimo veikla taip pat gali būti suprantama kaip įmonės reorganizavimo būdas, siekiant užtikrinti jos vykdomos veiklos bei įmonės vertės augimą (Bianconi, Tan, 2019; Kibilko, 2019).

Mokslininkų Naeem'o ir Rashid'o (2017) teigimu, jungimų sandoriai gali būti vykdomi tiek tarp panašiuose, tiek tarp skirtinguose sektoriuose veikiančių įmonių. Šie mokslininkai išskiria tris pagrindinius organizacijų jungimų tipus (žr. 2 pav.).



2 pav. Įmonių jungimo tipai (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis Naeem, Rashid, 2017)

Pirmasis sandorio tipas – *horizontalusis* – yra tada, kai jungiasi dvi arba daugiau įmonių tame pačiame sektoriuje, t. y. jungiamasi su esamu arba potencialiu konkurentu (Naeem, Rashid, 2017). Dėl po šio jungimosi susidariusios sinergijos efekto pašalinama konkurencija, sureguliuojama produkto ir / ar paslaugos rinka bei kaina. Horizontalusis jungimas taip pat lemia padidėjusį veiklos efektyvumą bei masto ekonomiją (Ashfaq, Usman, Hanif ir Yousaf, 2014). Jis sukuria sinerginį efektą, dėl kurio prasiplečia rinkos dalis, sumažinamos išlaidos. Antrasis ir bene dažniausiai pasitaikantis tipas – *vertikalusis* jungimas. Jis pasižymi tuo, kad įmonė susijungia su vienu iš savo tiekėjų. Tokio jungimo nauda – žaliavų tiekimas mažinant atsargų sąnaudas, nes vertikalus jungimas lemia išlaidų tiekėjams eliminavimą, kadangi abi šalys po šio sandorio tampa to paties subjekto dalimis (Ashfaq ir kt., 2014). Trečiasis mokslininkų išskirtas jungimų tipas – *konglomeracinis*, kai jungiasi dvi visiškai skirtingų sektorių bendrovės. Pagrindinis tokio sandorio tikslas yra konkurencijos mažinimas, pasitelkiant prekių / paslaugų diversifikaciją (Naeem, Rashid, 2017).

Įmonių jungimai taip pat gali būti klasifikuojami pagal besijungiančių bendrovių lokaciją, t. y. į *nacionalinius* ir *tarptautinius*. Nacionalinis jungimas reiškia situaciją, kai abi besijungiančios įmonės savo veiklas vykdo toje pačioje valstybėje, o tarptautinis – skirtingose šalyse (Ashfaq ir kt., 2014).

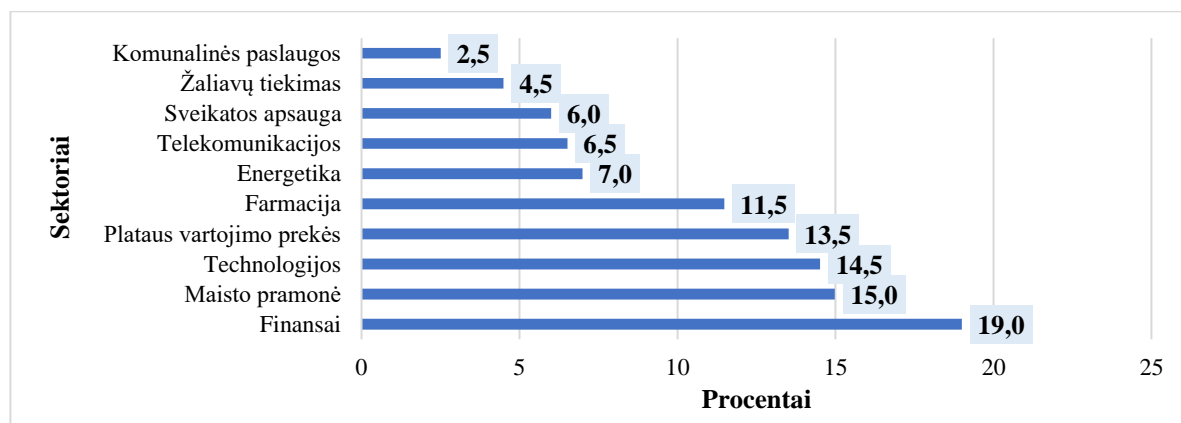
Nors įmonių reorganizavimo klasifikavimas apima daug įvairių reorganizavimo būdų ir tipų, tačiau dažniausiai praktikoje pasitaikantis ir bene labiausiai šios tematikos mokslininkus skatinantis atlikti išsamias bei detalias analizes yra įmonių jungimo, t. y. sujungimo ir prijungimo / įsigijimo, būdas. Pabrėžiama, kad toliau darbe bus naudojamas įmonių jungimo terminas, apimantis tiek įmonių sujungimo, tiek prijungimo atvejus. Šio įmonių reorganizavimo būdo analizavimo aktualumą atskleidžia daugybės mokslininkų atlikti tyrimai, kurių vertinimo kryptys, būdai ir metodai pateikiami kitame poskyryje.

1.2. Įmonių jungimų vertinimo problematika

Išnagrinėjus įmonių jungimo sampratą, kita ne mažiau svarbi šios tematikos mokslinės literatūros apžvalgos dalis yra įmonių vertinimas prieš ir po jungimo, kuris pagrinde yra skaidoma į dvi esmines kategorijas: į jungimo trukmę ir jungimo kainą. Pastarasis veiksnys (jungimo kaina) mokslininkų minimas kur kas dažniau, kadangi tai itin prisideda prie finansinės naujo verslo subjekto būklės. Na, ir dažnai šios temos užsienio mokslininkų atliktų analizių paskutiniąją dalį sudaro įmonių jungimosi poveikio tyrimai, kadangi atsiranda poreikis įvertinti, kokia atitinkamu atveju yra jungimo įtaka įmonės rezultatams, kurie priklauso nuo to, kurios suinteresuotos šalies atžvilgiu šis vertinimas yra atliekamas – investuotojams aktualiausi įmonės akcijų rinkos kainos pokyčiai, o pačių įmonių

vadovams svarbiausia apskaitos duomenimis grindžiami rodikliai, kurie atkleidžia įmonės finansinius rezultatus, bei su nefinansine veikla susiję aspektai. Derėtų paminėti ir tai, kad dalis mokslininkų į jungimo vertinimą žvelgė kiek siauriau, tai yra tyrė konkrečiai tik pelną, papildomai sugeneruotą po jungimo sandorių. Na ir tam, kad būtų galima atlikti šiuos poveikio tyrimus, būtina atidžiai išnagrinėti jungimo poveikio vertinimo būdus ir metodus, kuriais vertinama, kaip po jungimosi pakito įmonės finansiniai ir nefinansiniai rezultatai. Polemis'as (2017), Liu'as, He'as, Netter'is (2018); Damodaran'as (2020) ir kiti mokslininkai išskiria tokius pagrindinius metodus: diskontuotų pinigų srautų, ekonominės pridėtinės vertės, lyginamosios vertės (tarpusavyje lyginami analizuojamos įmonės ir kitų tame pačiame sektoriuje veikiančių įmonių rodikliai), CAPM modelis, regresija ir kiti. Netinkamai pritaikytas vertinimo būdas gali tiesiogiai prisidėti prie tyrimo rezultatų iškraipymo.

Įmonių jungimo tematika yra itin aktuali iki pat šių dienų. Tai įvairiuose moksliniuose tyrimuose įrodo jų autoriai. Tarptautinių sujungimų ir įsigijimų partnerių (angl. *International M&A Partners [IMAP]*) (2019) duomenimis, šis reiškinys įgauna vis didesnę pagreitį. Trečiame paveiksle pateikiamos įmonių jungimo sandorių pasiskirstymo pagal sektorius prognozės 2020 metams.

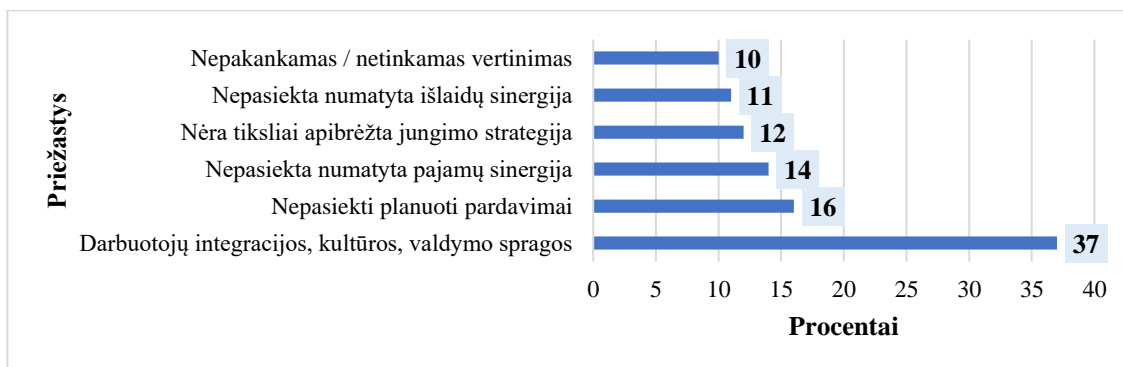


3 pav. Prognozuojami įmonių jungimo sandoriai pagal sektorius 2020 metais
(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis IMAP, 2019)

IMAP (2019) duomenimis, 2014-2017 m. daugiausiai jungimo sandorių fiksuota finansų, maisto pramonės ir plataus vartojimo prekių sektoriuose (žr. 1 priedą). Vidutiniškai per minėtą ketverių metų laikotarpį šių sektorių jungimo sandoriai sudarė atitinkamai po 19,1 proc., 17,3 proc. ir 13,1 proc. visų jungimo sandorių. Tačiau 2018-aisiais plataus vartojimo prekių sektorių aplenkė technologijų sektorius, kurio jungimo sandoriai tais metais sudarė 14 proc. visų įvykusių jungimo sandorių. Prognozuojama, kad 2020-aisiais situacija nuo 2018-ųjų nesikeis ir daugiausiai įmonių jungimo sandorių bus finansų, maisto pramonės ir technologijų sektoriuose (žr. 3 pav.).

Pasak Ghosh'o ir Dutta'o (2014), įmonių jungimas pasitelkiamas kaip veiksmingas strateginis įmonių restruktūrizavimo įrankis visame pasaulyje nuo pat 1897 metų. Akademinis susidomėjimas įmonių jungimu pirmą kartą buvo pripažintas 1960-aisiais ir yra daugybė tyrimų, kuriuose pagrindinis dėmesys skiriamas tokio reiškinio poveikio skirtingiems finansiniams parametrams matavimui. Bendrovių jungimas yra veiksmingas valdymo įrankis, kai siekiama didesnio efektyvumo, pasinaudojant gauta sinergija ir tikintis palankesnių augimo galimybių. Kaip teigia mokslininkai (Ghosh, Dutta, 2014), didžiausią įtaką darantis veiksnys, skatinantis priimti sprendimą dėl jungimosi, yra pelningumo didinimas.

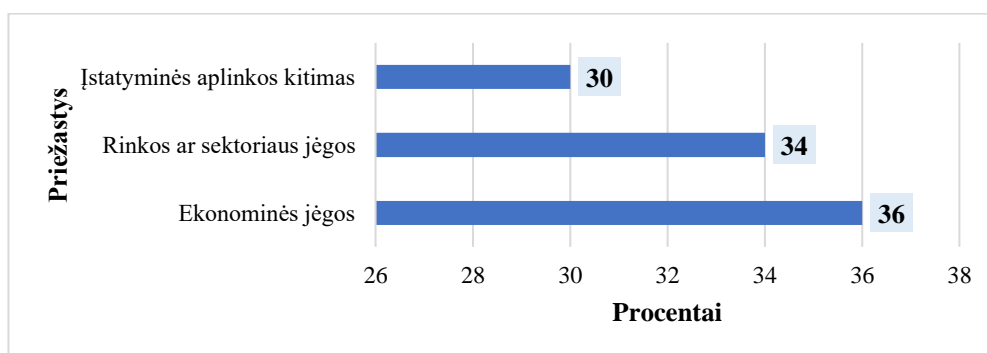
Tačiau ne visi įmonių jungimo atvejai yra pasiteisinę, nes ne visais iš jų pasiekta numatyta pridėtinė vertė. Po šio sandorio atsiranda didelė rizika dėl veiklos sutrikimų, kurie, dažnu atveju, yra susiję su įmonės **vidiniais veiksniais**, tokiais kaip: kultūra, valdymas, prasta darbuotojų motyvacija bei talentingų darbuotojų praradimas. Ištirta, kad apie 37 proc. jungimų nesėkmių yra susiję būtent su darbuotojų integracijos ir įmonės kultūros problemomis (Deloitte, 2020) (žr. 4 pav.). Neigiamą jungimo poveikį taip pat gali sąlygoti prastas žmogiškųjų išteklių valdymas, dėl ko padidėja darbuotojų kaita.



4 pav. Pagrindinės **vidinės** priežastys, dėl kurių jungimo sandoriais nesukurta numatyta vertė
(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis Deloitte, 2020)

Žvelgiant į 4 paveikslą, matoma, kad apie 16 proc. visų jungimo sandorių nesėkmes sąlygojo per daug optimistiški lūkesčiai dėl kur kas didesnio pardavimų išaugimo nei realiai pasiekta. Taip pat apie 11-14 proc. besijungiančių įmonių lūkesčiai dėl pajamų, sąnaudų sinergijos nepasitvirtina.

Tačiau po jungimo pablogėjusiems finansiniams ir nefinansiniams veiklos rodikliams įtakos gali turėti ne vien įmonės taikomos kontrolės priemonės ar kiti vidiniai procesai, bet taip pat ir **išoriniai**, t. y. nuo įmonės nepriklausantys, **veiksniai**, tokie, kaip: ekonominės, įstatyminės aplinkos bei rinkos ar sektoriaus kitimas (Ashfaq ir kt., 2014; Deloitte, 2020) (žr. 5 pav.).



5 pav. Pagrindinės **išorinės** priežastys, dėl kurių jungimo sandoriais nesukurta numatyta vertė
(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis Deloitte, 2020)

Iš visų išorinių jungimo nesėkmes lėmusių priežasčių net 36 proc. yra ekonominės jėgos. Suprastėjusios ekonominės padėties ar ekonominės recesijos efektas šiems sandoriams yra jau kaip antrinis papildomas veiksnys, dėl kurio besijungiančios įmonės patiria papildomą neigiamą poveikį. Taip pat neigiamas jungimo pasekmes gali sąlygoti rinkos kainų, įstatymų ir sektoriaus, kuriame tikslinė įmonė (t. y. įmonė, su kuria ketinama jungtis) veikia, įvairūs pokyčiai (Deloitte, 2020).

Kaip jau minėta, mokslinės literatūros autoriai savo tyrimuose apie įmonių jungimą pasitelkia nevienodus jungimo rezultatus išmatuojančius aspektus. Cheng'as (2018) savo tyrime pasirinko nagrinėti jungimo laiko aspektą. Kaip jis teigia, integracijai po jungimo reikia laiko. Vadinasi, sinergijos, susidariusios dėl bendrovių jungimo, pranašumai negali būti iš karto užfiksuoti jungimo dieną. Jie pasireiškia tik po to, kai įmonės išgyvena integracijos laikotarpį. Šis laikotarpis dažnai siejamas su laikinai didesnėmis sąnaudomis ir padidėjusiu neapibrėžtumu dėl jungimo sėkmės. Įmonė gali visiškai pasinaudoti jungimo nauda tik po išgyvento integracijos laikotarpio. Tačiau tiek empirinėse analizėse, tiek teorinėje literatūroje, kurioje nagrinėjami įmonių jungimai, jungimo integracijos laikotarpis dažnai yra ignoruojamas. Prisijungiančių arba po susijungimo naujai susikūrusių įmonių metinėse ataskaitose dažnai aptariami iššūkiai ir sunkumai, su kuriais bendrovės gali susidurti integracijos laikotarpiu, pavyzdžiui, galimos problemos, išlaikant pagrindinius darbuotojus, panaikinant perteklinius procesus ir pan. Taip pat užfiksuota daugybė pranešimų dėl po jungimo sandorio atsiradusių kultūrinių konfliktų, painiavos ir vidinių sutrikimų, dėl kurių sumažėja darbuotojų ir klientų pasitenkinimas bei pelningumas. Dėl šių priežasčių įmonės, kurios tikisi ilgesnio integracijos po jungimo laikotarpio, gali laikinai patirti didesnes išlaidas ir susidurti su didesne veiklos rizika.

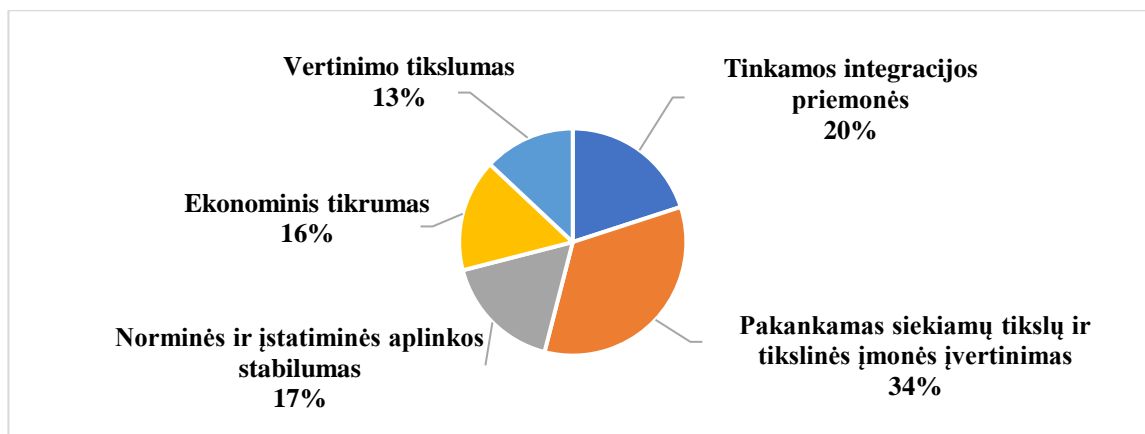
Zhang'as, Wang'as, Li'as, Chen'as ir Xinmeng'as (2018) savo tyrime tikrino, kas įmonių jungimo atveju daro didžiausią įtaką įmonės veiklos efektyvumui. Buvo tikrinami šie aštuoni kintamieji: įmonės gebėjimas augti, verslo valdymas, įmonės dydis (t.y. bendrieji pardavimai, bendras turtas, darbuotojų skaičius), intelektinis kapitalas, mokumas (visų įsipareigojimų ir viso turto santykis), įmonės nuosavybės teisė (valstybinė / privati įmonė), įmonės amžius (autorių teigimu, ilgiau veikiančios įmonės turi stipresnius vystymosi gebėjimus, nes tokios įmonės prikaupusios daugiau išteklių) ir laikas. Taigi, kaip matoma, šie mokslininkai prie Cheng'o (2018) išsikėlto laiko veiksnio prijungė dar septynis kitus įmonių jungimo poveikiui nustatyti skirtus veiksnius. Atliktas tyrimas parodė, kad įmonės gebėjimas augti, intelektinis kapitalas, įmonės dydis bei amžius teigiamai veikia įmonių veiklą po jungimo. Šiame tyrime taip pat nustatyta, kad įmonių valdymas, įmonės nuosavybės teisės ir mokumas įmonės veiklai po jungimo neturi visiškai jokios įtakos. Kai įmonės rengia jungimo strategiją, jos turėtų visapusiškai atsižvelgti į turimus išteklius. Prieš vykdydamos jungimą, įmonės turėtų įvertinti tikslingą įmonę, o po jungimo jos turėtų integruoti ir pertvarkyti savo išteklius.

Atliktuose tyrimuose buvo nustatytas tiek teigiamas (Bhagat, Malhotra ir Zhuc, 2011; Bhaumik, Selarka, 2012; Chi, Sun ir Young, 2011; Gubbi, Aulakh, Ray, Sarkar ir Chittoor, 2010; Nicholson, Salaber, 2013), tiek neigiamas (Aybar, Ficici, 2009; Bertrand, Betschinger, 2012) jungimosi poveikis. Kai kurie mokslininkai tiria jungimus naudojant įvairius metodus ir skirtingas veiklos rodiklių rūšis. Dalis jų nagrinėja įmonės veiklą, įskaitant rinkos konkurencingumą ir naujų produktų efektyvumą. Taip pat dalis mokslininkų teigia, kad jungimai gali skatinti veiklos efektyvumą būtent tada, kai įmonė yra augimo stadijoje. Skirtingų rūšių jungimų poveikis įmonių veiklai skiriasi. Jungimo įtaka įmonės veiklos efektyvumui taip pat ne maža dalimi priklauso ir nuo šalies ekonomikos išsivystymo lygio. Mokslininkai daro prielaidą, kad įmonių jungimai sparčiai augančios ekonomikos šalyse turės teigiamos įtakos jų veiklai.

Nemažiau svarbu ir tai, kuriame sektoriuje vyksta įmonių jungimas, kadangi ir nuo to gali priklausyti jungimo sėkmė. Pagal M. Ahmed'o ir Z. Ahmed'o (2014) atliktą tyrimą, chemijos sektoriui jungimo poveikis teigiamas, kadangi po jungimo ženkliai pagerėjo pelningumo ir likvidumo rodikliai, tačiau smarkiai sumažėjo efektyvumas; cemento pramonėje ženkliai pagerėjo pelningumas, o likvidumo ir efektyvumo rodikliai pagerėjo nežymiai; elektronikos pramonėje pelningumas ir efektyvumas

pagerėjo nežymiai, o likvidumo rodiklis šiek tiek pablogėjo; tekstilės pramonei jungimas daro neigiamą poveikį, kadangi pelningumas, likvidumas ir efektyvumas smarkiai sumažėjo. Taigi, jungimas skirtingų sektorių įmonėms daro skirtingą poveikį (Ashfaq ir kt., 2014).

Deloitte (2020) sujungimų ir įsigijimų tendencijų ataskaitoje išskiria 5 pagrindinius veiksnius, nuo kurių daugiausiai priklauso jungimo sandorių sėkmė (žr. 6 pav.).



6 pav. Pagrindiniai sėkmingo įmonių jungimo veiksniai
(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis Deloitte, 2020)

Vienas iš svarbiausių sėkmingo jungimo veiksnių yra siekiamų tikslų identifikavimas ir pakankamas tikslinės įmonės įvertinimas (žr. 6 pav.), kadangi nuo jungimosi tikslų priklauso ir jungimosi tipas (vertikalus, horizontalus, konglomeracinis), sąlygojantis po jungimo atsiradusios sinergijos rūšį (pajamų, išlaidų ir kt.). Kitas jungimo sėkmės veiksnys – tinkamų integracijos priemonių parinkimas, nes tik naudojant efektyvias priemones galima sušvelninti po jungimo įmonėje atsiradusias vidines problemas. O tam, kad šios priemonės būtų tinkamai parinktos, būtina atlikti tikslų įmonių jungimo vertinimą, padedantį atskleisti silpnąsias įmonės vietas ir priimti tinkamus sprendimus. Na ir minėti išoriniai veiksniai – ekonominis tikrumas bei norminės ir įstatyminės aplinkos stabilumas – taip pat nemaža dalimi gali nulemti jungimosi sėkmę.

Naeem'as ir Rashid'as (2017) ištyrė, kad jaunesnės įmonės, lyginant su ilgiau veikiančiomis, gali sukurti kur kas sėkmingesnę jungimą. Taip pat pastebėta, kad vertikalūs jungimai pasižymi palankesniu poveikiu nei horizontalieji bei, kad įmonės dydis, eksporto ir importo intensyvumas teigiamai veikia įmonių pelningumą po jungimo (Naeem, Rashid, 2017).

Apibendrinant galima teigti, kad įmonių jungimo vertinimo problematiką plačiai nagrinėjo nemaža dalis mokslininkų. Didžiausią dėmesį jie telkė į įmonės vertės po jungimo pokyčių analizę. Tačiau nepaisant plataus temos išnagrinėjimo, dauguma autorių analizei pasirinkę realiai įvykusius atvejus nagrinėjo tik pavienius aspektus, t. y. situaciją vertino žvelgiant tik per vieną prizmę. Taip pat pabrėžtina, kad į įmonių jungimosi poveikio klausimą vieningos nuomonės nėra, ir taip yra todėl, kad rezultatai gali būti tiek teigiami, tiek neigiami. Jungimo sėkmė priklauso ne tik nuo vidinių veiksnių, tokių, kaip: vertinimo tikslumas pasirinkus tinkamus vertinimo būdus, tinkamos integracijos priemonės bei aspektai, kuriais šis poveikis yra tiriamas, tačiau taip pat ir nuo išorinių veiksnių, kaip, pavyzdžiui, šalies ekonominės padėties jungimosi momentu ar tiriamo sektoriaus. Taip pat derėtų paminėti, kad nėra pakankamai išnagrinėtas metodinis aspektas, kuris yra itin svarbus, kadangi dažnai nuo jo gali priklausyti gauto rezultato adekvatumas ir objektyvumas esamai situacijai. Tad pasirinkti atvejui tinkamiausią tyrimo metodiką yra be galo svarbus tyrimo planavimo žingsnis. Todėl

tokie aspektai, kaip: įmonių jungimo kompleksinio (finansinio ir nefinansinio veiklos) vertinimo modelio, kuris gali būti naudojamas tiek prieš priimant sprendimą jungtis, tiek ir po jungimo sandorio poveikio vertinimui, sudarymas bei nacionalinių ir tarptautinių jungimų vertinimas, atsižvelgiant į laiko aspektą, sudaro šio darbo aktualumą ir naujumą.

2. Įmonių jungimų tikslai, reglamentavimas ir vertinimas

2.1. Įmonių jungimų tikslai

Vienas iš pagrindinių įmonės tikslų yra pasiekti aukštą, veiksmingą ir tvarų augimo lygį. Tačiau dauguma įmonių turi ribotus išteklius, neturi galimybių kurti naujus produktus taip didinant savo produktyvumą ir žengiant į naujas rinkas, plečiant klientų bazę, todėl dalis tokių bendrovių pasirenka neorganinį augimo būdą, t. y. didina turimą turtą bei pardavimus verslo reorganizacijos – sujungimo, prijungimo, perėmimo ir kt. – būdais. Tačiau neorganinio augimo strategija nors ir greitas būdas įmonėms išplėsti savo verslą, tačiau ji taip pat kelia ir tam tikrą pavojų besijungiančioms įmonėms – gresia esamų klientų praradimas, besijungiančių organizacijų kultūrų konfliktas ir kt. (Naeem, Rashid, 2017).

Šiuolaikiniame verslo pasaulyje įmonės, siekdamos išlaikyti savo pozicijas rinkoje, norėdamos augti ir neprarasti savo patrauklumo ne tik klientų, bet ir investuotojų atžvilgiu, privalo konkuruoti su kitomis tokia pačia ar labai panašia veikla užsiimančiomis įmonėmis. Tačiau visuomet yra verslo subjektų, kurių vykdoma veikla, visgi, yra sėkmingesnė nei kitų tame pačiame sektoriuje veikiančių bendrovių. Įmonės, norėdamos pasiekti aukštesnių rezultatų, pasitelkia įvairias priemones, padedančias jų pasiekti. Viena iš jų yra būtent įmonių jungimas, vaidinantis itin svarbų vaidmenį verslo pasaulyje.

Bendrovės jungiasi su kitomis įmonėmis dėl daugelio strateginių tikslų. Pagrindiniai mokslinės literatūros autorių publikacijose minimi jungimosi tikslai pateikti 1 lentelėje.

1 lentelė. Pagrindiniai įmonių jungimų tikslai (šaltinis: sudaryta darbo autorės)

Įmonių jungimų tikslai	Autoriai
Finansinė sinergija, finansinio pajėgumo didinimas	Cheng, 2018; Grieco, Pinkse ir Slade, 2018; Ghosh, Dutta, 2014; Xu, 2017; Alhenawi, Krishnaswami, 2015; Kumar, 2013
Poreikis augti	Liu, Chen ir Su, 2017; Cheng, 2018; Wang, 2018; Zhang ir kt., 2018; Grieco ir kt., 2018; Ghosh, Dutta, 2014; Xu, 2017
Tiekimo grandinės optimizavimas, sąnaudų mažinimas	Grieco ir kt., 2018
Rinkos pozicijų stiprinimas, konkurencingumo didinimas	Liu ir kt., 2017; Xu, 2017; Alhenawi, Krishnaswami, 2015; Liu ir kt., 2018
Kapitalo struktūros gerinimas	Liu ir kt., 2018
Valdymo efektyvumo, produktyvumo didinimas	Liu ir kt., 2017; Wang, 2018; Grieco ir kt., 2018; Ghosh, Dutta, 2014; Alhenawi, Krishnaswami, 2015

Įmonių jungimų tikslai	Autoriai
Pelningumo didinimas	Wang, 2018; Liu ir kt., 2018
Veiklos diversifikacija	Goddard, Molyneux ir Zhou, 2012; Liu ir kt., 2018
Intelektinio kapitalo didinimas	Campos, N., Bruhn, Lelis, Calegário, Carvalho, Campos, R.S. ir Santos, 2017

Kaip matoma iš 1 lentelės, dažniausiai mokslininkų įvardijami įmonių tikslai, kurių pasiekimo tikimasi įvykdžius jungimo sandorį, yra finansinės sinergijos siekis, poreikis augti, rinkos pozicijų stiprinimas bei valdymo efektyvumo didinimas. Tačiau dalis autorių yra identifikuavę ir daugiau šio dažnai verslo pasaulyje vykstančio reiškinio tikslus.

Bene pagrindinis ir dažniausiai pasitaikantis įmonių jungimo tikslas – **finansinė sinergija**. Kai yra derinamos įmonių veiklos, bendras veiklos efektyvumas dažniausiai pasižymi didėjimu, kai tuo tarpu bendrosios išlaidos mažėja. Ir taip yra būtent todėl, kad yra pasinaudojama kiekvienos iš jungime dalyvavusių įmonių stipriosiomis pusėmis (jų turimais privalumais). Sinergija būna dviejų rūšių (Cheng, 2018):

- pajamų sinergija sukuria palankias aplinkybes padidinti iš pagrindinės įmonės veiklos generuojamas pajamas;
- išlaidų sinergija pasižymi bendrovės išlaidų struktūros gerinimu. Sėkmingo jungimo atveju ši sinergija gali sąlygoti masto ekonomiją, dėl jos gali atsirasti galimybė panaikinti kai kurias išlaidų rūšis.

Įmonė gali atlikti jungimosi su kita įmone sandorį ir tada, kai bendrovė neturi savo veiklai palaikyti reikiamų finansinių galimybių. Paprastai konsoliduotas subjektas pasižymi didesniais **finansiniais pajėgumais**, kuriuos galima panaudoti tolimesniems verslo plėtros etapams (Kumar, 2013).

Įmonėms ne mažiau svarbu **poreikis augti**. Jungimo atveju organizacija gali padidinti savo rinkos dalį net nedėdama jokių papildomų pastangų šiam tikslui pasiekti, kadangi jungiant dvi bendroves taip pat sujungiamos ir abiejų jų turimos rinkos dalys (Xu, 2017). Dėl to jungimui dažniausiai pasirenkami tiesioginiai konkurentai, kurie veikia toje pačioje rinkoje ir vartotojams siūlo tokius pačius arba panašius produktus / paslaugas, dėl ko padidėja lojalių klientų kiekis (Liu ir kt., 2017). Toks jungimas yra vadinamas *horizontaliuoju jungimu* (žr. 1.1. poskyrį).

Siekiant **sumažinti sąnaudas**, įmonė gali jungtis su vienu ar keliais savo tiekėjais ir tokiu būdu yra pašalinama **tiekimo grandinės išlaidų tiekėjams grandis** (Grieco ir kt., 2018). Įmonė priėmusi tokį sprendimą ne tik sutaupo finansinių resursų, tačiau ir įgyja galimybę vartotojams teikti prekes mažesnėmis kainomis. Įmonių jungimas, kai jungiamasi su savo tiekėjais, yra vadinamas *vertikaliuoju jungimu* (žr. 1.1. poskyrį).

Kai įmonės akiratyje pasitaiko panašia ar analogiška veikla užsiimanti bendrovė, kuri yra nors ir neilgai veikianti, tačiau pasižymi dideliu potencialu, **rinkos pozicijų stiprinimas, konkurencingumo didinimas** tampa itin svarbiu jungimo veiksmu. Jungimasis su tokiomis įmonėmis ne tik pašalina būsimą konkurenciją, tačiau taip pat padeda užimti vis didesnę rinkos dalį. Pabrėžtina tai, kad šis jungimosi veiksnys pasižymi ne tik aukšta rizika, bet ir reikalauja didelės finansinės priemokos dėl ateities lūkesčių (Liu ir kt., 2018).

Dalis įmonių jungimų vykdomi dėl siekio pajavairinti savo teikiamas prekes / paslaugas – tai **veiklos diversifikacija**. Tokiu būdu įmonė gali plėsti savo užimamą rinkos dalį, taip pat pradėti kurti bei vartotojams siūlyti visiškai naujas paslaugas ir / ar produktus, kas palengvintų žengti ir į užsienio rinkas. Taip pat diversifikuojama ir su verslu susijusi rizika, tačiau tai nėra kaip vienas iš įmonės jungtis skatinančių tikslų, kadangi jungimasis dažnai yra ne tik ilgas, bet ir gana rizikingas sandoris. Rizikos diversifikavimo tikslais yra naudojamosi investiciniais portfeliais (Liu ir kt., 2018).

Įmonių finansų institutas (angl. *Corporate Finance Institute [CFI]*) (2020) akcentuoja, kad pasitaiko atveju, kai įmonių jungimasis įvyksta dėl įmonės aukščiausios **vadovybės asmeninių tikslų ir interesų**. Įvykus jungimui bendrovė gali tapti didžiausia organizacija atitinkamame sektoriuje, kas sustiprina vadovo ego, taip pat tokia įmonė pasižymi didesne galia. Kai jungimasis yra paremtas asmeniniais vadovų interesais, pirmenybė teikiama ne įmonės veiklos rezultatams, o jos dydžiui, aukštesniems vadovų atlyginimams, premijoms.

Taip pat pabrėžtina, kad įmonės gali jungtis, siekdamos padidinti savo akcininkų turta (**įmonės vertės kūrimas**). Dviejų arba daugiau bendrovių jungimasis sukuria anksčiau minėtą sinergiją, dėl kurios išauga bendrovės vertė (CFI, 2020).

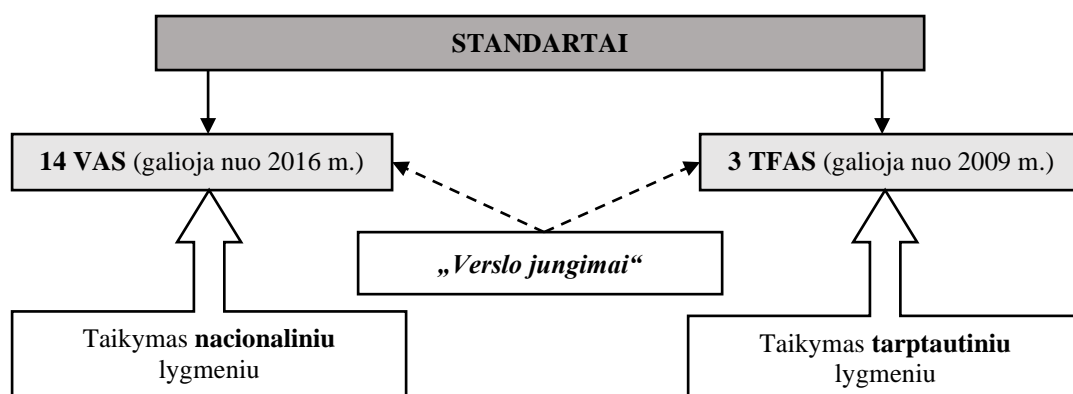
Pasitaiko ir tokių jungimosi sandorių, kurie paremti vien tik noru **įsigyti tam tikrą unikalų turta**, kurio įsigijimas nėra galimas įprastais būdais, arba turta, kurio plėtra užtrunka ilgai (pavyzdžiui, prieiga prie naujų technologijų) (CFI, 2020).

Kai kurie įmonių jungimo sandoriai vyksta **mokesčių tikslais**. Bendrovė, generuojanti aukštas apmokestinamąsias pajamas, gali nuspręsti jungtis su įmone, kuriai būdingi dideli mokestiniai nuostoliai, ir po konsolidavimosi bendra bendrovės mokestinė prievolė bus kur kas mažesnė nei veikiant iki jungimo sandorio. Yra ir tokių atveju, kai įmonė, savo veiklą vykdanči didesnę pelno mokesčio tarifą taikančioje valstybėje, jungiasi su kita įmone, esančia mažesnio tarifo šalyje. Pastarieji jungimai yra vadinami tarptautiniais. Toks mokesčių naštos mažinimo būdas yra kritikuojamas, tačiau visgi pasitaikantis dėl efektyvaus įmonės mokesčių mažinimo (CFI, 2020).

Įmonių jungimosi tikslai kiekvienu konkrečiu atveju gali būti labai skirtingi ir kompleksiniai. Kai kurios įmonės priima sprendimą jungtis, siekdamos tokiu būdu eliminuoti vieną konkrečią problemą, kitos įmonės nusprendžia jungtis, siekdamos kelių skirtingų tikslų – kiekvienas bendrovių jungimo sandoris pasižymi tam tikru savitumu, unikalumu. Dažniausi jungimosi tikslai yra susiję su finansinės ir nefinansinės veiklos sinergija, t. y. pajamų didinimas, sąnaudų struktūros optimizavimas, konkurencingumo didinimas, siekis plėsti vykdomą veiklą, įsiveržiant į užsienio rinkas, ir pan. Tačiau kiekvienas iš įmonių jungimo sandoryje esančių dalyvių privalo suprasti ne tik galimą jo naudą, tačiau ir prisiimamą riziką bei teisinius padarinius, vykdamt teisiškai nekorektiškus veiksmus. Todėl prieš vykdamt jungimą labai svarbu išnagrinėti įmonių reglamentavimą apskaitos standartuose bei šalies, kurioje vykdomas jungimas, teisės aktuose.

2.2. Įmonių jungimų reglamentavimas apskaitoje ir Lietuvos Respublikos teisės aktuose

Įmonių jungimo teisinis reglamentavimas ypatingai svarbus ir jis yra pateikiamas standartuose (14-ame verslo apskaitos standarte (toliau – 14 VAS) ir 3-iaame tarptautiniame finansinės atskaitomybės standarte (toliau – 3 TFAS)) (žr. 7 pav.) bei LR teisės aktuose.



7 pav. Įmonių jungimus reglamentuojantys standartai (šaltinis: sudaryta darbo autorės)

14-uoju VAS apibrėžiama verslo jungimo sandorių identifikavimas, apskaitymo politika bei atvaizdavimas finansinėse ataskaitose nacionaliniu lygmeniu. Šio standarto taikymas pagrįstas tada, kai (14 VAS, 2016):

- viena bendrovė įgyja galimybę teisėtai priimti lemiamus sprendimus kitos bendrovės atžvilgiu;
- viena bendrovė įsigyja kitos bendrovės, kurios vykdytą veiklą planuoja toliau tęsti, turtą arba tik dalį jo bei prisiima visus arba tik dalį įsipareigojimų;
- bendrovės yra reorganizuojamos sujungimo arba prijungimo metodu.

3-uoju TFAS siekiama panaikinti dėl 14-ojo VAS taikymo tarptautiniame kontekste atsiradusius conceptualius, apskaitos ir kitus neatitikimus. Dėl tos priežasties įmonės yra raginamos vadovautis būtent tarptautiniais apskaitos standartais ir tokiu būdu pagerinti užsienio valstybių po jungimo sandorių rengtų finansinių ataskaitų patikimumą, palyginamumą bei vertinimą.

TFAS privalo taikyti bendrovės, kurios yra listinguojamos vertybinių popierių biržose ir sudaro konsoliduotąsias ataskaitas. 3-iasis TFAS yra taikomas tik *verslo jungimo* sąvoką atitinkantiems sandoriams, todėl šis standartas nėra taikomas, kai (3 TFAS, 2009):

- yra kuriama bendra įmonė;
- yra įgyjama turto grupė, kuri neatitinka *verslo*¹ apibrėžimo;
- yra jungiami bendrai valdomi verslo vienetai ar ūkio subjektai.

Toliau pateikiami pagrindiniai minėtų standartų reglamentavimo skirtumai (žr. 2 lent.).

2 lentelė. Įmonių jungimus reglamentuojančių standartų pagrindiniai skirtumai (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis 14 VAS, 2016; 3 TFAS, 2009 – „Verslo jungimai“)

Kriterijai	14 VAS reglamentavimas	3 TFAS reglamentavimas
<i>Verslo jungimo sąvoka</i>	„Teisės daryti tiesioginį ar netiesioginį lemiamą poveikį kitai įmonei įgijimas, verslo įsigijimas, įmonių reorganizavimas prijungimo ar sujungimo būdu“ (14 VAS, 2016, p. 2)	„Sandoris arba kitas įvykis, kurio metu įsigyjantis ūkio subjektas įgyja vieno arba daugiau verslų kontrolę“ (3 TFAS, 2009, p. 34)

¹ Verslas – „integruotas veiklos ir turto junginys, kurį galima valdyti, siekiant tiekti prekes ar teikti paslaugas klientams, gauti investicinių pajamų (tokių, kaip dividendai ar palūkanos) ar gauti kitų pajamų iš įprastinės veiklos“ (3 TFAS pataisos, 2020, p. 3).

Kriterijai	14 VAS reglamentavimas	3 TFAS reglamentavimas
Verslo jungimo būdai	<p>Nepriklausomų bendrovių reorganizavimo būdai:</p> <ul style="list-style-type: none"> • prijungimas – reorganizavimo būdas, kai prie vienos įmonės yra prijungiama kita įmonė, kuri net ir po reorganizavimo toliau vykdo savo veiklą bei perima savo veiklą nustojusios vykdyti įmonės turtą, įsipareigojimus bei jos pareigas ir teises. Taip pat egzistuoja ir atvirkštinis prijungimas, t. y. atvirkštinis įsigijimas. • sujungimas – reorganizavimo būdas, kai yra sujungiamos dvi ar daugiau įmonių ir <u>sukuriamas visiškai naujas verslo subjektas</u>, perimantis reorganizuotų bendrovių turtą, įsipareigojimus bei pareigas ir teises, o prieš reorganizavimą įmonių vykdytos veiklos nustoja veikti. <p>Standarte be minėtų jungimo būdų įmonių jungimas taip pat apima ir kitos bendrovės reikiamo akcijų kiekio įsigijimą.</p>	<p>Verslo jungimo grupavimas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • prijungimo sandoris yra tada, kai <u>viena įmonė</u> savo grynąjį turtą arba jos savininkai savo nuosavybės teises perleidžia <u>kitam</u> jungime dalyvaujančiam ūkio subjektui. Atvirkštinis prijungimas yra vadinamas atvirkštiniu įsigijimu. • sujungimo sandoris yra tada, kai <u>visos</u> jungime dalyvaujančios <u>įmonės</u> savo grynąjį turtą arba jų savininkai savo nuosavybės teises perleidžia <u>naujai</u> šių įmonių pagrindu <u>sukurtam</u> verslo subjektui. • patronuojančios ir dukterinės įmonių santykių atsiradimas yra tada, kai ūkio subjektas įsigyja bent vieną verslo vienetą, kuris tampa pirmosios (patronuojančios įmonės) dukterine įmone.
Verslo jungimo apskaita	Konsoliduojant finansines ataskaitas yra taikomas pirkimo metodas .	Verslo jungimo sandoriams apskaityti naudojamas pirkimo (įsigijimo) metodas .

Kalbant apie esminius skirtumus tarp minėtų standartų, derėtų atkreipti dėmesį į tai, kad pati *verslo jungimo* sąvoka tiek viename, tiek kitame standarte visgi išreiškia tą pačią mintį ir jokių ryškių skirtumų ties šiuo aspektu nėra. Beje, analizuojant 3-įjį TFAS ir nagrinėjant ūkio subjektų įgyjamas kontroles, pastebėta, kad ta įmonė, kuri įsigyja kitą įmonę, jos kontrolę gali įgyti įvairiais būdais, tokiais, kaip (3 TFAS, 2009):

- pinigų, pinigų ekvivalentų ar kitokio turto perleidimas;
- įsipareigojimų prisiėmimas;
- nuosavybės dalių išleidimas;
- daugiau nei vieno tipo atlygio pateikimas;
- neperleidžiant jokio atlygio, įskaitant rėmimąsi vien tik sutartimi.

Nagrinėjant verslo jungimo būdus matoma, kad nacionaliniame apskaitos standarte jungimo būdų klasifikavimas skiriasi nuo pateikto tarptautiniame. Nors LR teisės aktuose prie įmonių reorganizavimo būdų priskiriama sujungimas, prijungimas, išdalijimas bei padalijimas (žr. 1 paveikslą), 14-ajame VAS reglamentuojamas tik dviejų verslo reorganizavimo būdų taikymas, t. y. prijungimas ir sujungimas, kadangi kiti du minėti būdai neatitinka verslo jungimo sąvokos. Tačiau, jeigu vienas verslo subjektas įsigyja kito verslo subjekto reikiamą kiekį akcijų, tai irgi priskiriama prie jungimo sandorių. Bet tam, kad toks sandoris būtų priskirtas jungimui, turi būti įsigyjama tiek akcijų, kad būtų įgyjama teisė tai įmonei daryti lemiamą poveikį. Paprastai jis įgyjamas tada, kai įsigyjama kitos bendrovės akcijų, suteikiančių virš 50 proc. balsų. Derėtų paminėti ir tai, kad įmonės gali jungtis nepriklausomai nuo prieš reorganizavimą juos siejusio tarpusavio ryšio – jungtis gali tiek viena nuo kitos nepriklausiusios, tiek ir tai pačiai įmonių grupei priklausiusios bendrovės. Tuo tarpu pagal 3-įjį TFAS (2009), verslo jungimo grupavime be prijungimo ir sujungimo būdų išskiriama ir patronuojančios bei dukterinės įmonių santykiai, kai įsigyjančioji įmonė tampa patronuojančia, o įsigyjamoji – dukterine, kurių gali būti daugiau nei viena.

Grįžtant prie prijungimo sandorių, analizuotuose apskaitos standartuose yra minima *atvirkštinio įsigijimo* sąvoka. Pasitaiko atveju, kai teisinis įsigijimo registravimas šiek tiek skiriasi nuo šio jungimo būdo registravimo apskaitoje. Įvykdžius verslo jungimą atvirkštinio įsigijimo būdu, didesnė įmonė išleidus naują akcijų emisiją gali ją perleisti už mažesnės įmonės akcijų paketą ir tokiu būdu mažesnioji įgyja teisę į didesniosios valdymą. Tačiau, jeigu pasibaigus tokiam sandoriui didesnės įmonės akcininkai vis dar turi teisę į po verslo jungimo toliau savo veiklą tęsiančią įmonę, neatsižvelgiant į teisinį šio sandorio įforminimą, vis tik didesnė įmonė įsigijo mažesniąją (14 VAS, 2016). Taip pat pastebėta, kad atvirkštinio įsigijimo sandoriai vyksta ir tada, kai privati įmonė siekia tapti viešąja. Tokiu atveju apskaitos tikslais privati įmonė atitiktų įsigyjantį, o viešoji – įsigyjamą ūkio subjektą (3 TFAS, 2009). Taigi pagal 3-iąją TFAS (2009), esminis skirtumas tarp įprasto ir atvirkštinio įsigijimo yra tas, kad įprastai ūkio subjektas, kuris išleidžia savo nuosavybės dalis, yra įsigyjantis ūkio subjektas, tačiau atvirkštiniame įsigijime priešingai – jis tampa įsigyjamuoju ūkio subjektu.

Nagrinėjant verslo jungimo apskaitymą pastebėta, kad tiek pagal 14-ąją VAS (2016), tiek pagal 3-iąją TFAS (2009), kai po reorganizacijos iš dviejų verslo subjektų sukuriama viena įmonė ir viena iš jų (prijungimo atveju) arba abi (sujungimo atveju) nustoja vykdyti savo veiklą, jungimo sandorio data yra rengiamos konsoliduotosios finansinės ataskaitos, taikant pirkimo metodą ir į jas įtraukiant duomenis tik tų įmonių, kurios dalyvavo jungimo sandoryje. Tačiau pabrėžtinės išimtys – jungime dalyvavusių įmonių turtas ir įsipareigojimai gali būti nevertinami tikrosiomis vertėmis. Taigi, verslo jungimas apskaitoje atvaizduojamas prie vienos įmonės turto bei įsipareigojimų balansinių verčių pridėjus kitos įmonės, kuri įsigijo prieš tai minėtąją, turto ir įsipareigojimų balansines vertes. Taip pat dėl verslo jungimo atsiradę finansinių ataskaitų duomenų pakitimai privalo būti atskleisti prie ataskaitų pateiktame aiškinamajame rašte. Įmonė, kuri yra įgijusi teisę kitai įmonei daryti tiesioginį arba netiesioginį poveikį, t. y. patronuojanti įmonė, privalo įvertinti įsigijimo datą dėl jungimosi atsiradusį prestižą², pelną ar nuostolius bei juos tinkamai atvaizduoti konsoliduotose finansinėse ataskaitose (14 VAS, 2016).

Tarptautiniame standarte taip pat pabrėžiama, kad, jeigu įsigytas turtas nepasižymi verslui būdingomis ypatybėmis, toks sandoris turėtų būti apskaitytas ne kaip verslo jungimas, o kaip turto įsigijimas (3 TFAS, 2009).

Kaip jau minėta anksčiau, įmonių jungimo teisinis reglamentavimas pateiktas taip pat ir LR teisės aktuose – LR CK 8-ojo skyriaus 2.95-2.105 straipsniuose (2000) bei LR Akcinių bendrovių įstatymo 7-ajame skirsnyje (2001). Pastarojo 70-ame straipsnyje atskleidžiama, kaip yra priimamas nutarimas bendrovę reorganizuoti: visuotinis akcininkų susirinkimas turi reorganizavimo projektą patvirtinti ir ne mažiau nei 2/3 balsų dauguma priimti nutarimą įmonę reorganizuoti (LR Akcinių bendrovių įstatymo 7 sk. 70 str., 2001). LR CK 8-ojo skirsnio 2.96 straipsnis papildo pastarąjį, kad sprendimas reorganizuoti juridinį asmenį gali būti priimamas ne anksčiau nei po 30 dienų nuo reorganizavimo sąlygų sudarymo viešo paskelbimo (LR CK 8 sk. 2.96 str., 2000).

To paties įstatymo 64-ajame straipsnyje nurodoma, kad bendrovių, kurios po jungimo ar skaidymo nustos veikti, akcijos privalo būti pakeičiamos į po pertvarkymo veiklą vykdančios (-ių) įmonės (-ių) akcijas, jeigu to nereikalauja išimtys (LR CK 8 sk. 64 str., 2000). Tačiau, jeigu įmonė yra

² Prestižas – „neidentifikuojamas turtas, kuris pirminio pripažinimo metu įvertinamas kaip teigiamas skirtumas tarp įsigijimo savikainos ir įsigyto grynojo turto vertės ir kurio vertė parodo iš verslo jungimo tikėtiną gauti ekonominę naudą“ (14 VAS, 2016, p. 2).

reorganizuojama atskyrimo būdu, tada tik dalis skaidomos įmonės akcijų keičiama į naujos bendrovės akcijas. Po pertvarkymo toliau savo veiklą vykdysiančių įmonių akcijos akcininkams dažniausiai skirstomos proporcingai reorganizuotų įmonių įstatiniam kapitalui (LR CK 8 sk. 64 str., 2000). O, jeigu akcijos yra keičiamos į naujas po pertvarkymo veiklą vykdančių įmonių akcijas, akcininkams šių akcijų skirtumas taip pat gali būti kompensuojamas pinigais, tačiau ne daugiau nei 10 proc. akcininkų gaunamų naujų akcijų nominalios vertės (LR Akcinių bendrovių įstatymas, 7 sk. 64 str., 2001).

Svarstant su turtu, teisėmis ir prievolėmis susijusius padalijimus po reorganizavimo, pagal šį įstatymą visą tai perima po reorganizavimo sukurta nauja bendrovė arba po pertvarkymo toliau veiklą tęsiančios įmonės. Tačiau, jeigu dėl kokių nors priežasčių to padaryti nepavyko, tada lėšas, kurios buvo gautos pardavus tą turtą, proporcingai nuosavam kapitalui pasiskirsto visos ir toliau po reorganizavimo išliksiančios įmonės (LR Akcinių bendrovių įstatymas, 7 sk. 65 str., 2001).

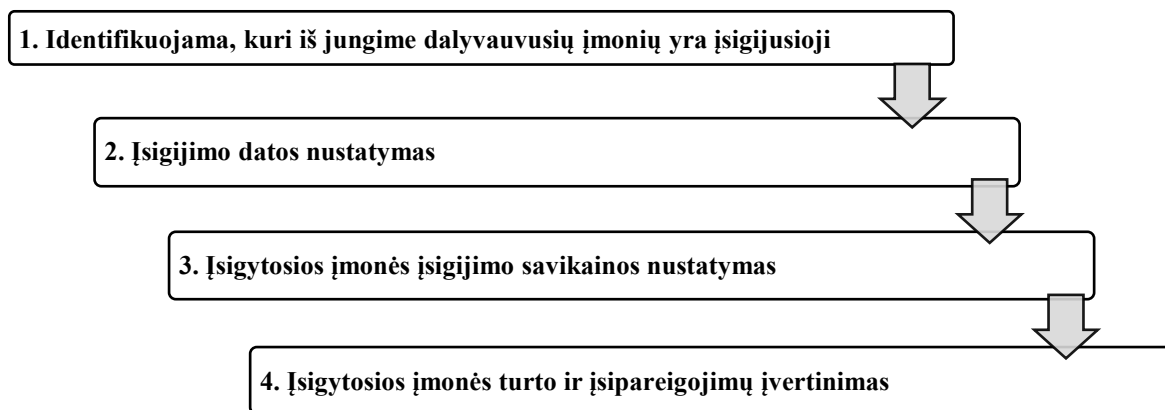
Be minėtų LR Akcinių bendrovių įstatyme (2001) pateiktų vykdant įmonių reorganizavimą būtinų įstatų, LR CK 8-ajame skyriuje (2000) pateikti papildomi reikalavimai, tokie, kaip 2.98 straipsnyje, kuriame teigiama, kad „reorganizavime gali dalyvauti tik tos pačios teisinės formos juridiniai asmenys“ (LR CK 8 sk. 2.98 str. 1 pt, 2000), išskyrus išimtis. Kiekvienas reorganizavime dalyvaujantis verslo subjektas turi rengti rašytines ataskaitas, kuriose privalo būti pateikti reorganizavimo tikslai, atskleistos visos sandorio sąlygos, verslo subjekto veiklos tęstinumas bei terminai ir ekonominiai pagrindai (LR CK 8 sk. 2.99 str. 3 pt, 2000).

Taigi, galima teigti, kad visi įmonių jungimą reglamentuojantys dokumentai pasižymi tomis pačiomis nuostatomis, vieni kitus papildo ir įmonių vadovams, ketinantiems jungti bendroves, jungimosi procesą palengvina pateikta privaloma aiškia bei koncentruota informacija. Labai svarbu, kad jungime dalyvaujančių įmonių apskaita atitiktų tas pačias apskaitymo normas, t. y. apskaita būtų rengiama pagal to paties apskaitos standarto reglamentavimą, kadangi priešingu atveju įvairūs finansinių ataskaitų straipsniai gali būti įvertinti remiantis skirtingomis metodikomis, dėl ko tarp jungime dalyvaujančių įmonių atsiras daug apskaitinių neatitikimų ir tokiomis konsoliduotomis ataskaitomis paremtas jungimo vertinimas dėl duomenų nekorektiškumo nebeteks prasmės. Siekiant įvertinti jungimosi efektyvumą, ne mažiau svarbu suprasti įmonių jungimosi atvaizdavimą apskaitoje, kadangi su įmonių jungimu atsiradę tam tikri apskaitiniai niuansai, tokie, kaip: prestižas, įsigijusios įmonės identifikavimas, įsigytos įmonės turto ir įsipareigojimų įvertinimas ir kt., gali iš esmės sąlygoti jungimo vertinimo rezultatų adekvatumą realiai situacijai.

2.3. Įmonių jungimų atvaizdavimas apskaitoje

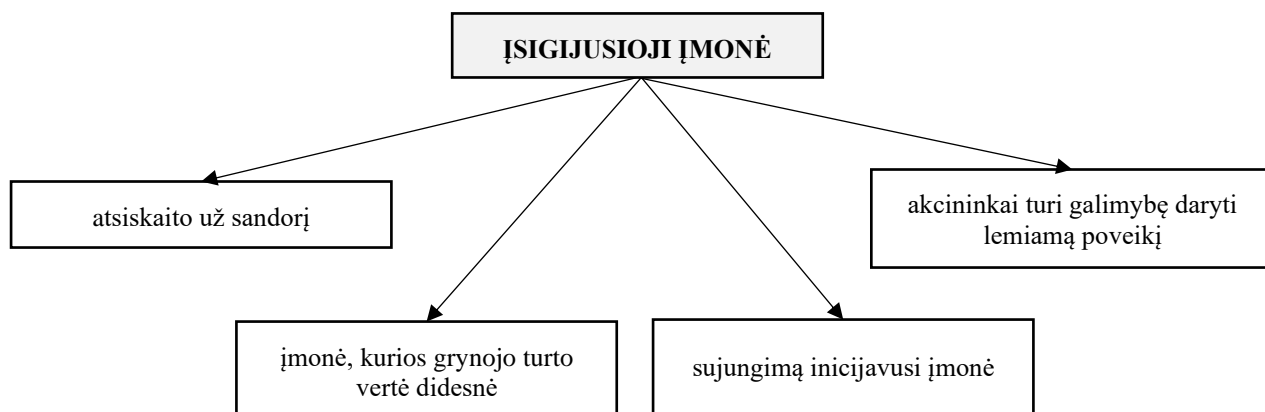
Iki įmonių jungimo sandorio jungimo dalyviai savo veiklą vykdė atskirai ir jų finansinė atskaitomybė taip pat buvo rengiama atskirai. Tačiau vos tik užbaigiamas šis sandoris, nebelieka anksčiau savarankiškai veikusių įmonių ir atsiranda arba visiškai naujas verslo subjektas (įmonių sujungimo atveju), arba patronuojančios ir dukterinės (-ių) įmonių santykiai, todėl atsiranda prievolė konsoliduoti finansines ataskaitas. Sujungiant finansines ataskaitas, jose atsiranda tam tikrų pokyčių.

Taikant anksčiau minėtuose apskaitos standartuose aptartą pirkimo metodą, yra numatytas tam tikras veiksmų eiliškumas, kurio, konsoliduojant finansines ataskaitas, laikytis yra būtina. Minėtas eiliškumas pateiktas žemiau esančiame 8 paveiksle.



8 pav. Įmonių jungimo sandoriams apskaityti skirto pirkimo metodo taikymo tvarka
(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis 14 VAS, 2016; 3 TFAS, 2009)

Visų pirma, turi būti **identifikuojama, kuri iš susijungimo sandoryje dalyvavusių šalių yra įsigijusioji**. Įmonių prijungimo atveju tai padaryti nėra sudėtinga, tačiau kalbant apie sujungimą, iškyla sunkumų. Jungiant įmones įsigijusiaja yra laikoma būtent ta įmonė, kuri yra atsakinga už nuosavybės popierių išleidimą, o kai yra įsteigiama visiškai nauja bendrovė (sujungimo atveju), ji negali būti laikoma įsigijusiaja, kadangi tokiu atveju būtų pažeidžiamas turinio svarbos principas, nes būtų atsižvelgta tik į jungimo formą, o ekonominė prasmė būtų ignoruojama. Dėl tos priežasties įsigijusiaja įmone turėtų būti įvardijama viena iš sujungime dalyvavusių įmonių, o ne ta, kuri naujai įsteigta (14 VAS, 2016). Tokiu atveju turi būti atsižvelgiama į papildomus įsigijusiosios įmonės nustatymo požymius, kurie pateikti 9 paveiksle.



9 pav. Pagrindiniai įsigijusiosios įmonės nustatymo požymiai
(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis 14 VAS, 2016)

Kaip yra pateikiama 14 VAS (2016), įsigijusioji įmonė sujungimo atveju gali būti nustatoma atsižvelgiant į tai, kuri iš sandorio šalių už šį sandorį moka (arba turi mokėti) pinigus. Taip pat galima identifikuoti atsižvelgiant į įmonės dydį, nes paprastai ta, kurios turimo grynojo turto vertė yra didesnė, ir laikoma įsigijusiaja. Inicijavimo jungtis pareiškimas irgi padeda išspręsti šią įsigijusiosios įmonės identifikavimo problemą, lygiai taip pat, kaip ir galimybė kitai įmonei daryti lemiamą poveikį. Įsigijusiają įmonę galima nustatyti ir pagal kitus kriterijus, tačiau šie paminėti yra pagrindiniai ir dažniausiai jų visiškai pakanka, siekiant atskleisti tokio tipo neapibrėžtumą (14 VAS, 2016).

Antras pirkimo metodo taikymo žingsnis – **įsigijimo datos nustatymas**. Kontrolės įsigijimo data (dar vadinama *uždarymo data*) paprastai yra data, kai už sandorį yra perduodamas atlygis, įsigyjamas įsigyjamojo verslo subjekto turtas bei prisiimami įsipareigojimai (3 TFAS, 2009).

Trečiame etape yra atliekamas pirmajame identifikuotos **įsigytosios įmonės įsigijimo savikainos nustatymas**. Jungiant įmones dažniausiai yra atsiskaitoma pinigais, o įsigijimo savikaina atitinka pinigų sumą, kuri sumokėta. Tačiau pasitaiko atvejų, kai nėra sumokama iškart – mokėjimas atidedamas daugiau nei 12 mėnesių, skaičiuojant nuo jungimo datos. Tokiu atveju įsigijimo savikaina apskaitoje yra registruojama atsiskaitymo dieną tokia suma, kuri turi būti sumokėta, tačiau prieš tai ta suma dar rinkos palūkanų normos dydžiu diskontuojama iki dabartinės vertės. Suma, kuri atsiranda kaip skirtumas, susidaręs tarp mokėtinos ir diskontuotos sumų, yra pripažįstama palūkanomis (finansinės veiklos sąnaudomis), kurios turi būti periodiškai registruojamos pagal įmonėje taikomą apskaitos politiką visą mokėjimo laikotarpį ir pateikiamos pelno (nuostolių) ataskaitoje.

Tokiais atvejais, kai įsigytosios įmonės įsigijimo savikaina viršija jos grynojo turto dalies vertę, susidaręs skirtumas apskaitoje fiksuojamas kaip prestižas. Tačiau pasitaiko atvejų, kai grynojo turto dalies vertė yra didesnė už įsigijimo savikainą, tada gautas skirtumas yra pripažįstamas pelnu, atsiradusiu dėl investicijos įsigijimo. Prestižas yra pripažįstamas jungimo datą ir finansinėse ataskaitose pateikiamas įsigijimo savikaina. Pabrėžtina tai, kad jis turi būti amortizuojamas, tačiau amortizacijos laikui turi būti nubrėžtos tam tikros ribos – rekomenduojama, kad šis laikotarpis neviršytų 5 metų, nes kuo prestižo amortizacijos laikas bus ilgesnis, tuo toks vertinimas tarps nepatikimesnis (14 VAS, 2016). Kalbant apie patį amortizacijos apskaičiavimą, jis nustatomas taikant tiesiogiai proporcingą metodą ir naudojama tokia formulė (14 VAS, 2016):

$$N = \frac{V}{T}$$

čia N – vienerių finansinių metų amortizacijos suma;

V – įsigijimo savikaina;

T – prestižo amortizacijos laikotarpis (metais).

Gauta prestižo amortizacijos suma kiekvieną laikotarpį yra priskiriama veiklos sąnaudoms pelno (nuostolių) ataskaitoje, o balanse atvaizduojamas likutine verte, kuri gaunama „iš įsigijimo savikainos atimant amortizacijos sumą ir vertės sumažėjimą“ (14 VAS, 2016, p. 34). Prestižas pateikiamas balanse nematerialiajame turte.

Ketvirtame įmonių jungimų apskaitymo tvarkos žingsnyje yra atliekamas **įsigytosios įmonės turto ir įsipareigojimų įvertinimas**, kuris yra pateikiamas tikraja verte. Tačiau tai padaryti ne visada pavyksta, todėl tokiais atvejais, kai nepavyksta įvertinti tikraja verte:

- *nematerialusis turtas* vertinamas balansine verte;
- *žemė ir pastatai* vertinami suma išlaidų, „kurios tiesiogiai susijusios su jų įsigijimu ir paruošimu naudoti“ (14 VAS, 2016, p. 27);
- *įrenginiai ir įranga* – jų atkuriamąja verte;
- *gautinos sumos* – „nustatoma iš gautinų sumų balansinės vertės atėmus sumas, kurių nesitikima atgauti, ir, jei reikia, išieškojimo išlaidas“ (14 VAS, 2016, p. 28);
- *mokėtinos sumos, ilgalaikės skolos, įsipareigojimai* apskaitoje pateikiami balansine verte;
- *atsargos* – „grynąja galimo realizavimo verte“ (14 VAS, 2016, p. 28).

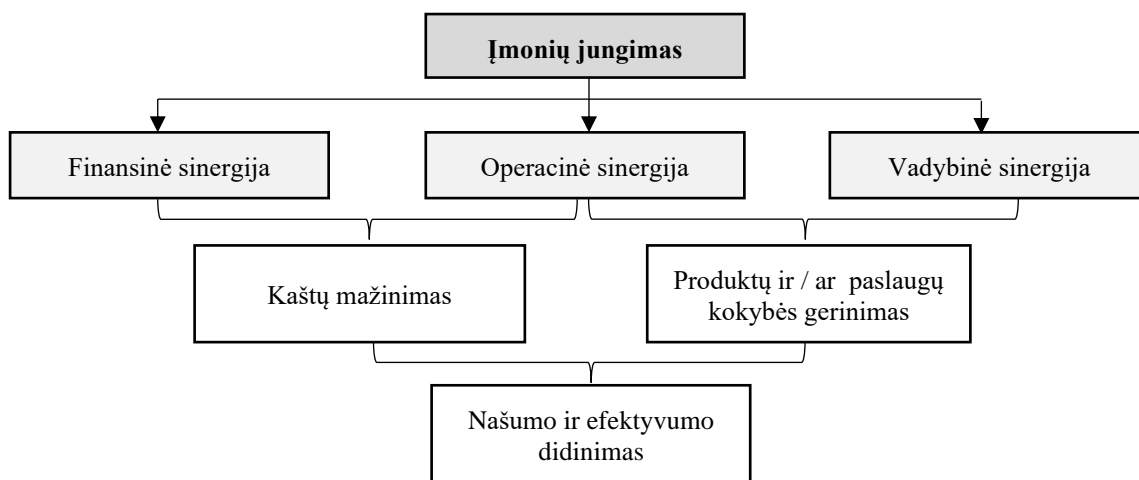
Pabrėžtina ir tai, kad „akcijos registruojamos įsigijimo savikaina“ (14 VAS, 2016, p. 9), t. y. „prie sumokėtos (mokėtinės) pinigų sumos, kito perduoto turto ar išleistų nuosavybės vertybinių popierių vertės pridėdant tiesiogines kitos įmonės akcijų įsigijimo išlaidas“ (14 VAS, 2016, p. 9). Registruojant atvirkštinį įsigijimą paprastai už sandorį nėra mokamas joks piniginis atlygis, kadangi vietoje jo apskaitos tikslais įsigijamas ūkio subjektas išleidžia naujų akcijų emisiją, skirtą įsigijančiajam ūkio subjektui (3 TFAS, 2009).

Tęsiant apie atvirkštinį įsigijimą, po šio neįprasto sandorio konsoliduotos finansinės ataskaitos rengiamos patronuojančios įmonės, t. y. įsigijamo ūkio subjekto, pavadinimu, tačiau aiškinamajame rašte privalo būti pateikta dukterinės įmonės, t. y. įsigijančio ūkio subjekto, finansinės ataskaitos (3 TFAS, 2009). Dalis apskaitos tikslais įsigijančio ūkio subjekto savininkų savo nuosavybės dalies keisti į patronuojančios įmonės nuosavybės dalis negali, todėl tokie savininkai bendrovės konsoliduotose finansinėse ataskaitose yra atvaizduoti kaip *nekontroliuojama* (arba kitaip – *mažumos*) dalis. Jie turi teisę tik į apskaitinio įsigijančio ūkio subjekto, o ne į sujungtos bendrovės veiklos rezultatus bei turtą (3 TFAS, 2009). Taigi, nekontroliuojama (mažumos) dalis – „patronuojamosios įmonės akcininkų, negalinčių daryti lemiamo poveikio įmonės veiklai, nuosavo kapitalo dalis, nurodyta konsoliduotajame balanse, ir pelno (nuostolių) dalis, nurodyta konsoliduotojoje pelno (nuostolių) ataskaitoje“ (14 VAS, 2016, p. 2).

Apibendrinus galima teigti, kad pirkimo metodą taiko ir konsoliduotąsias ataskaitas sudaro įsigijusioji įmonė, kuri, esant neapibrėžtumui, yra identifikuojama pagal anksčiau įvardintus požymius, o perduotas turtas bei prisiimti įsipareigojimai jungimo datą apskaitoje pateikiami tikrosiomis vertėmis. Teisingai neidentifikavus įsigijusiosios įmonės, bus pažeisti jungimo apskaitymo principai. Taigi, atliekant įmonių jungimų vertinimą, būtina atkreipti dėmesį į tokius jungimo atvaizdavimo apskaitoje momentus, kaip: įsigijusiosios įmonės identifikavimas, kadangi nuo to priklauso, kuriai iš jungime dalyvavusių šalių atsiranda prievolė konsoliduoti finansines ataskaitas; jungimo datos nustatymas, kadangi tai atskaitos taškas, nuo kada turi būti atliekami minėti pakeitimai sandoryje dalyvavusių bendrovių apskaitoje; įsigytosios įmonės įsigijimo savikainos nustatymas, nes nuo to tiesiogiai priklauso, ar įmonės apskaitoje dėl jungimo sandorio bus fiksuojamas prestižas, pelnas ar nuostolis; įsigytosios įmonės turto ir įsipareigojimų įvertinimas, kuris po įmonių jungimo turi būti atliekamas tikrosiomis vertėmis. Įmonių jungimų vertinimas tiesiogiai priklauso nuo visų šių jungimo apskaitos aspektų. Jeigu jie apskaitoje bus atvaizduoti netinkamai, jungimo vertinimas neatspindės esamos situacijos ir bus netinkamas. Išnagrinėjus įmonių jungimų atvaizdavimą apskaitoje, toliau, siekiant atlikti įmonių jungimų vertinimą, būtina apsibrėžti vertinimo aspektus.

2.4. Įmonių jungimų finansiniai ir nefinansiniai vertinimo aspektai

Analizuojant su įmonių jungimais susijusią mokslinę literatūrą galima pastebėti, kad dauguma mokslininkų, siekdami išanalizuoti įmonių jungimo poveikį pačių bendrovių vykdomai veiklai, ši reiškinį tiria žvelgdami per skirtingas prizmes. Pagal Bai'į, Zeng'ą ir Chiu'ą (2019) bei Osarenkhoe'į ir Hyder'į (2015), pagrindinis įmonių jungimo motyvas yra siekis sinergijos, kuri būna trijų tipų: finansinė (angl. *financial synergy*), operacinė (angl. *operational synergy*) bei vadybinė (angl. *managerial synergy*) (žr. 10 pav.).



10 pav. Po įmonių jungimo susidariusios sinergijos tipai ir poveikis įmonei
(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis Bai, Zeng, Chiu, 2019; Osarenkhoe, Hyder, 2015)

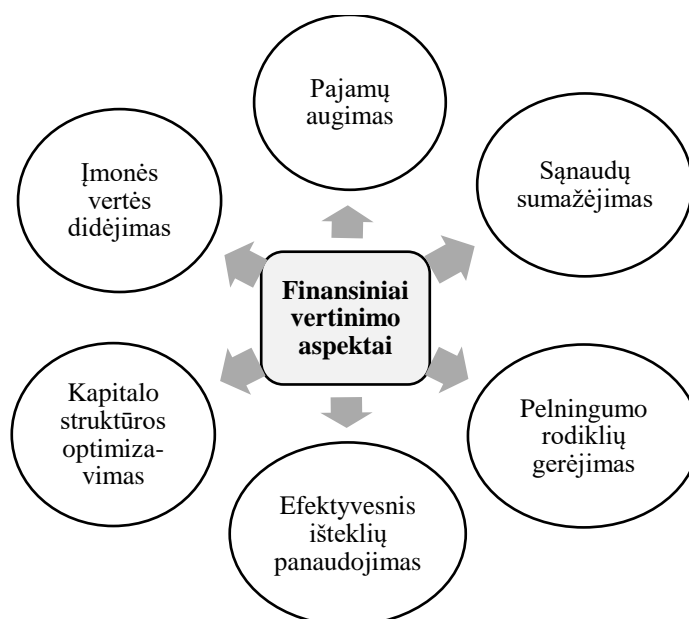
Kaip yra matoma iš 10 paveikslo, visi trys po įmonių jungimo susidariusios sinergijos tipai veiklos efektyvumą didina daugiausia dviem būdais: mažinant kaštus bei gerinant produktų ir / ar paslaugų kokybę (Bai ir kt., 2019). Po įmonių jungimo atsiradusi **finansinė sinergija** dažnai sąlygoja finansinių rezultatų pagerėjimą, lyginant su rezultatais laikotarpio, kai įmonės nebuvo susijungusios. Esminiai efektai, kurių atsiradimą sąlygoja ši sinergija, yra pajamų augimas, kapitalo sąnaudų ir mokesčių taupymas (Duan, Li, 2015). Dėl šios rūšies sinergijos padidėja pinigų srautai ir investavimo galimybės. Finansinė sinergija yra pasiekama tik tada, kai dviejų ar daugiau jungime dalyvavusių įmonių pridėtinė vertė po jungimo yra didesnė nei buvo veikiant kaip atskiriems verslo subjektams. Tačiau dalis mokslininkų teigia, kad finansinė sinergija egzistuoja tik trumpuoju laikotarpiu (Osarenkhoe, Hyder, 2015). **Operacinė sinergija** apima masto ekonomiją, rinkos galią, išteklių papildymą. Pagrindinis *masto ekonomijos* principas – kuo didesnės įmonės gaminamos produkcijos apimtys, tuo mažesni gaminamo vieneto kaštai (Bai ir kt., 2019). Po jungimo bendrovės įgyja išlaidų mažinimo pranašumą dėl padidėjusio atliekamų operacijų kiekio, kadangi išlaidos, tenkančios vienam produkcijos vienetui, sumažinamos paskirstant fiksuotas išlaidas didesniai produkcijos kiekiui. Išlaidų mažinimas yra susijęs su pardavimo, bendrosiomis ir administracinėmis išlaidų rūšimis. Masto ekonomija taip pat turi įtakos ir operacijų efektyvumui, todėl mažinamos ir veiklos sąnaudos. *Rinkos galia* apibūdina bendrovės, kaip rinkos dalyvės, galimybes kontroliuoti rinkoje parduodamų prekių / paslaugų kainas, kiekį ar pobūdį. Įmonė, turinti rinkos galią kitų rinkos dalyvių atžvilgiu, siekdama gauti papildomo pelno, ją pasinaudos. Toks papildomai gautas pelnas yra vertė, kuri po jungimo yra perduodama iš vieno rinkos dalyvio kitam, turinčiam didesnę rinkos galią. *Papildomi išteklių* plačiąja prasme yra visas turtas, galimybės, organizaciniai procesai, bendrovės atributai, informacija, žinios, technologijos, *know-how*, klientų bazė. Po įmonių jungimo, kuriuo siekiama sinergijos iš papildomų išteklių, susijungusios įmonės derina skirtingus išteklius, kurie vieni kitus papildo. Yra manoma, kad papildomų išteklių derinys įmonei naudingas tuo, kad dėl jo atsiranda galimybė mažinti įvairias grėsmes (Bai ir kt., 2019). Papildomų išteklių sinergija, priešingai nei operacinės sinergijos atveju, yra siekiama ne mažinti sąnaudas, o didinti pajamas. **Vadybinė sinergija** grindžiama tuo, kad skirtingos įmonės pasižymi skirtingu efektyvumu lygiu, kadangi daugelio įmonių vadovų kompetencijos skiriasi ir po įmonių jungimo prasčiau veikusių vadovybę papildo kitos – efektyvesnės – įmonės aukštesnę kompetenciją, galbūt didesnę valdymo patirtį turintys vadovai. Kaip jau yra žinoma, esminis jungimų tikslas – sinergijos siekis, tačiau visgi

negalima ignoruoti pramoninio nevienalytiškumo, kadangi tų pačių jungimo strategijų taikymas skirtinguose sektoriuose gali sąlygoti visiškai skirtingą poveikį (Bai ir kt., 2019).

Nagrinėjant įvairių mokslininkų atliktus tyrimus pastebėta, kad reorganizavus įmones jungimo būdu pastebimi pokyčiai tiek įmonės *finansiniams* rezultatams, tiek ir *nefinansiniams* su organizacijos vidaus politika susijusiems aspektams. Dėl tos priežasties anksčiau išskirtas tris sinergijos rūšis (žr. 10 pav.) tikslinga sujungti į dvi apibendrinančias grupes, t. y. į finansinę sinergiją ir nefinansinę veiklos sinergiją. Taigi, toliau bus nagrinėjami įmonės **finansiniai** ir **nefinansiniai** jungimo vertinimo aspektai.

Kalbant apie **finansinius jungimo vertinimo aspektus**, dalis empirinių tyrimų atskleidžia, kad įmonių jungimai daro teigiamą poveikį jų pelningumui (Pervan, Višic ir Barnjak, 2015). Šis teigiamas efektas paprastai aiškinamas, atsižvelgiant į naudą, atsirandančią iš veiklos sinergijos, t. y. dėl rinkos dalies praplėtimo, produktų ir / ar paslaugų diferenciacijos, geresnio valdymo ir pan. Norint patvirtinti arba paneigti teigiamą įmonių jungimų poveikį įmonių finansiniams rezultatams, gali būti taikomos skirtingos įmonių pelningumo vertinimo priemonės. Kaip jau minėta anksčiau, įmonių jungimas vykdomas, siekiant daugelio tikslų, įskaitant veiklos efektyvumą ir finansinės situacijos pagerėjimą dėl susidarancios sinergijos. Vertinimo priemonės, kuriomis galima išmatuoti tikslo pasiekimą, gali apimti įvykių tyrimą ar finansinių rodiklių naudojimą (Ashfaq ir kt., 2014). Tačiau, renkantis vertinimo priemones, reikėtų nepamiršti, kad skirtingoms suinteresuotoms šalims imponuoja skirtingi vertinimo aspektai. Investuotojai nori kuo didesnės investicijų gražos, kreditoriai nori didesnių palūkanų ir užstato, darbuotojai nori didesnio atlyginimo ir t. t. Kiekviena iš suinteresuotų šalių turi specifinių interesų, susijusių su įmonės rezultatais, todėl derėtų pagalvoti apie tai, kieno atžvilgiu yra atliekamas jungimo finansinis vertinimas.

Remiantis moksline literatūra, išskirti šeši pagrindiniai finansiniam vertinimui aktualūs aspektai (žr. 11 pav.).



11 pav. Pagrindiniai įmonių jungimų **finansiniai** vertinimo aspektai

(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis Ghosh, Dutta, 2014; Patel, 2017; Bianconi, Tan, 2019; Pervan ir kt., 2015; Ashfaq ir kt., 2014; Ahmed, M., Ahmed, Z., 2014; Joash, Njangiru, 2015; Otchere, Abukari, 2019)

Kaip galima pastebėti, mokslininkai prie svarbiausių finansinių vertinimo kriterijų priskiria po įmonių jungimo dėl veiklos sinergijos atsiradusį pajamų augimą, sąnaudų mažėjimą, pelningumo rodiklių gerėjimą, efektyvesnį jau turimų sujungtų įmonių jungtinių išteklių panaudojimą, kapitalo (nuosavo ir skolinto) struktūros optimizavimą. Visa tai sąlygoja bendros įmonės vertės padidėjimą, kas yra ypač svarbu ir laukiama įvykdžius įmonių jungimą.

Ne mažiau svarbūs įmonių integracijos po jungimo vertinime yra ir **nefinansiniai**, t. y. **veiklos vertinimo aspektai** (toliau – **veiklos vertinimo aspektai**), kadangi, kaip jau minėta, nuo įvairių veiklos aspektų tiesiogiai priklauso ir finansiniai įmonės rezultatai. Užsienio mokslinėje literatūroje išskiriamos tokios pagrindinės veiklos vertinimui būdingos savybės, kaip: įmonės kultūra, žmogiškieji išteklių, valdymo filosofija, technologijos, klientų bazė, užimamos rinkos dalies didėjimas, produktų asortimentas ir kt. (žr. 12 pav.).



12 pav. Pagrindiniai įmonių jungimų veiklos vertinimo aspektai

(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis Ghosh, Dutta, 2014; Jurich, Walker, 2018; Alhenawi, Krishnaswami, 2015; Joash, Njangiru, 2015; Otchere, Abukari, 2019)

Įmonės veiklos rezultatus ir jos žmogiškuosius išteklius sieja itin glaudus ryšys, o tyrimai, orientuoti į pokyčius, susijusius su įmonių jungimu, pradėti tik devinto dešimtmečio pabaigoje (Ghosh, Dutta, 2014). Didžioji dalis vadybos tyrinėtojų ir praktikų pabrėžia, kad kultūriniai skirtumai ir integravimosi pastangos integracijos laikotarpiu po jungimo yra labai svarbūs, o pastangų įgyvendinamo sėkmė priklauso daugiausiai nuo kultūrinių skirtumų, atsirandančių tarp susijungusių įmonių (Weber, Tarba, 2011). Kultūriniai skirtumai itin aktualūs tarptautiniuose jungimuose. Mokslininkams Ghosh'ui ir Dutta'ui (2014) atlikus lyginamąją analizę tarp susijungusių ir nesusijungusių įmonių, pastebėti teigiami darbo užmokesčio bei užimtumo pokyčiai būtent įmonių jungimo atveju. Tiesa, šie pokyčiai nevisais atvejais buvo itin ryškūs, tačiau visgi pasižymėjo didėjimo tendencija. Minėtų autorių atliktas tyrimas atskleidė, kad investicijos į žmogiškąjį kapitalą po jungimo pasižymėjo reikšmingu teigiamu pokyčiu. Taip pat yra mokslškai įrodyta, kad paskelbus apie įmonių ketinimą jungtis, šių bendrovių personalas linkęs iš pradžių nerimauti dėl to, kas jo laukia įvykus šiam sandoriui, tačiau teisingas organizacijos vadovybės ir darbuotojų tarpusavio

komunikavimas padeda su ta mintimi apsiprasti ir, dažnu atveju, personalas savo požiūrį pakeičia teigiama linkme (OtcHERE, Abukari, 2019). Kai vadovai įtraukia savo darbuotojus į vykstančių pokyčių procesą, šie pajaučia pasitikėjimą savo darbdaviu ir pasijaučia svarbia įmonės dalimi, dėl ko padidėja motyvacija kartu siekti jungimosi tikslų (Singh, Das, 2018). Kalbant apie rinkos galią, anksčiau buvo manoma, kad jungimai, dėl kurių padidėja rinkos galia, rinkos koncentracija, kenkia visuomenei (Weinberg, 2005). Tačiau laikui bėgant šis argumentas vis labiau kėlė mokslininkų diskusijas ir dabar dauguma iš jų šią mintį savo argumentais paneigia (OtcHERE, Abukari, 2019). Jurich'as ir Walker'is (2018) teigia, kad po įmonių jungimo visgi rinkos dalis išauga. Rinkos galia sukuria naujas rinkos galimybes ateityje, sustiprina strateginę poziciją, pagerina prekės ženklo pripažinimą bei vartotojų lojalumą (Alhenawi, Krishnaswami, 2015). Paprasčiau tariant, padidėjusi rinkos galia po jungimo pagerina naujai susikūrusios įmonės veiklą ir vertę.

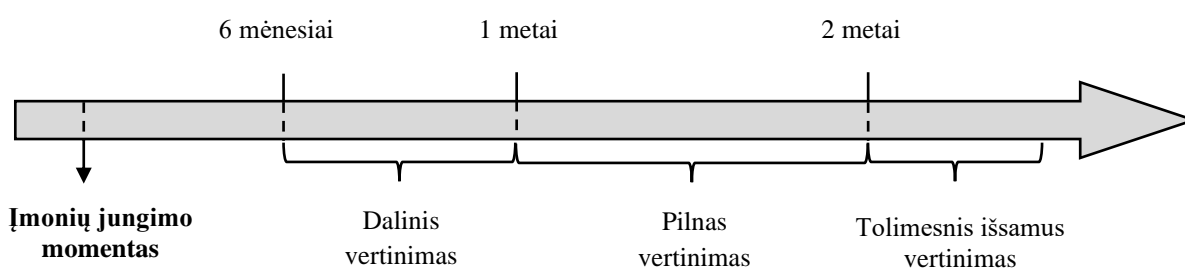
Derėtų paminėti tai, kad jungimo vertinimo tikslais yra lyginami įvairių minėtų vertinimo aspektų vertės prieš ir po jungimo.

Apibendrinant galima teigti, kad įmonėms susijungus susidaro trijų rūšių sinergija, kurią dėl jų daromo poveikio finansiniams ir su įmonės vidaus politika susijusiems aspektams tikslinga sujungti į dvi esmines vertinimo kryptis – finansų ir veiklos. Todėl įmonių jungimo poveikis turėtų būti vertinamas atsižvelgiant į abiejų rūšių – finansinę ir veiklos - sinergiją, kadangi abi jos tarpusavyje yra priklausomos ir paaiškina viena kitos nulemtus pokyčius. Siekiant atlikti įmonių jungimų vertinimą pagal išskirtus vertinimo aspektus, ne mažiau svarbu išnagrinėti galimus vertinimo būdus ir metodus.

2.5. Įmonių jungimų vertinimo būdai ir metodai

Finansinis ir veiklos įmonių jungimo vertinimas yra būtinas, siekiant finansinės organizacijos sėkmės. Privaloma kruopščiai įvertinti kiekvienos jungimo sandoryje dalyvavusios įmonės balansus, pelno (nuostolių) ir kitas ataskaitas. Taip pat itin svarbu kiekybiškai įvertinti esamus sutartinius įsipareigojimus, negražintas skolas (Horowitz, Provizer ir Barry, 2013).

Ne mažiau svarbu išsiaiškinti, kada ir kokiais laiko intervalais derėtų atlikti jungimo efektyvumo vertinimą. Bendrovių jungimų vertinimo poreikis laike pateiktas 13 paveiksle.



13 pav. Įmonių jungimų vertinimo poreikis laike
(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis NHS Improvement, 2018)

Pirmąjį jungimo vertinimą rekomenduojama atlikti praėjus ne mažiau nei šešiems mėnesiams ir ne daugiau nei vieneriems metams po jungimo sandorio. Šiuo laikotarpiu atliekamas *dalinis vertinimas*. Jo metu apžvelgiama, ar planai yra įgyvendinami sėkmingai, ar pagal integracijos po jungimo planą yra daroma pažanga. Po jungimo praėjus vieneriems metams yra atliekamas *pilnas vertinimas*,

kuriame vertinami pasiekti rezultatai, atsižvelgiant į strateginėje verslo ataskaitoje numatytų jungimo teikiamų naudų pasiekimo lygį. Taip pat turėtų būti nustatytas ir išmatuotas bet koks papildomas, nenumatytas poveikis (tiek nauda, tiek patirtos išlaidos). Na ir praėjus dvejiems metams vykdomas *tolimesnis išsamus vertinimas*. Tačiau pastarasis reikalingas tik tada, kai yra tikimasi, kad jungimo nauda atsiras vėliau nei po dvejų metų (pavyzdžiui, nauda, susijusi su statybos darbais ar itin dideliais pertvarkymais, kuriems įgyvendinti reikalingas ilgesnis laikotarpis) (NHS Improvement, 2018).

Įmonių jungimo vertinimas per kelis pastaruosius dešimtmečius šiek tiek pasikeitė ir tai sąlygojo ne tik laikmečio pokyčiai, bet taip pat ir naujų vertinimo metodų, modelių atsiradimas (Malmendier, Moretti, Peters, 2018).

Pagal ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijoje (angl. *Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD]*) vykusias ekspertų diskusijas (2012), Wang'o ir Moini'o (2012), Polemis'o (2017) bei Grieco'o ir kt. (2018) įžvalgas, finansiniam ir veiklos vertinimui gali būti naudojamos tokios vertinimo priemonės, kaip: struktūriniai modeliai (angl. *structural models*), jungimų modeliavimo modeliai, skirtumų metodai (angl. *difference-in-difference approaches*), įvykio tyrimo metodai, apskaita grįstos priemonės (įvairūs finansiniai rodikliai), įmonės vertės nustatymo metodai, integracijos po jungimo matrica, apklausos bei pagrindiniai veiklos rodikliai (angl. *Key Performance Indicator [KPI]*) (toliau KPI rodikliai) (žr. 3 lent.). Kiekviena jungimų vertinimo priemonė turi tiek privalumų, tiek ir trūkumų, tačiau kuri iš jų tinkamiausia konkrečiam atvejui, priklauso nuo daugelio veiksnių, įskaitant duomenų prieinamumą, išteklius, analizę atliekančių asmenų kompetenciją. Todėl galima teigti, kad nėra vieno visiems atvejų vertinimams tobulai tinkančio vertinimo metodo ar modelio. Jeigu analizei turimi duomenys ir už pačią analizę atsakingos komandos narių įgūdžiai bei kompetencija neatitinka poveikio vertinimo peržiūrai pasirinkto metodo / modelio reikalavimų, gauti rezultatai gali būti nepatikimi. Tačiau pabrėžtina, kad naudojant kelių vertinimo priemonių derinį, bus gauti kur kas patikimesni rezultatai, tuo tarpu ekspertai pataria, kad į vertinimo užduotį turėtų būti visada įtraukiamos apklausos (OECD, 2012).

3 lentelė. Pagrindinės įmonių jungimų finansinio ir veiklos vertinimo priemonės (*šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis OECD, 2012; Wang, Moini, 2012; Polemis, 2017; Aydin, 2017; Grieco ir kt., 2018; Damodaran, 2020*)

Vertinimo priemonės	Privalumai	Trūkumai
Struktūriniai modeliai	<ul style="list-style-type: none"> patikimi rezultatai 	<ul style="list-style-type: none"> neatspindi struktūrinių rinkos pokyčių; aukšti duomenų reikalavimai; būtini geri ekonometrijos įgūdžiai
Jungimų modeliavimo modeliai	<ul style="list-style-type: none"> pagrįsta realiais rinkos duomenimis; pasižymi lankstumu 	<ul style="list-style-type: none"> gilios ekonometrijos žinios; aukšti reikalavimai analizei naudojamiems duomenims
Skirtumų metodai	<ul style="list-style-type: none"> mažesnis duomenų kiekis; paprastas naudojimas 	<ul style="list-style-type: none"> būtini geri ekonometrijos įgūdžiai
Įvykio tyrimo metodika	<ul style="list-style-type: none"> objektyvus vertinimas; mažesnis ir lengvai prieinamas duomenų kiekis, todėl galima tirti didelę imtį; nereikia didelių išteklių 	<ul style="list-style-type: none"> taikoma tik kotiruojamoms įmonėms; sunkiai įvykdomos prielaidos; įvertinama tikėtina, o ne realizuota sinergija

Vertinimo priemonės	Privalumai	Trūkumai
Apskaita grįstos priemonės	<ul style="list-style-type: none"> atspindi gautą grąžą; palyginus su įvykio tyrimu, paprasčiau įgyvendinama 	<ul style="list-style-type: none"> atspindi praeities, o ne dabarties veiklos lūkesčius; apskaitos duomenys dėl manipuliacijos gali būti iškraipyti; skirtingų apskaitos standartų taikymas smarkiai apribotų apskaitos duomenų naudojimo pagrįstumą
Įmonės vertės nustatymo metodai	<ul style="list-style-type: none"> akcentuojama kapitalo svarba ir su juo susijusios išlaidos; atskleidžia investicijų grąžą; nerikalauja palyginimo su kitų įmonių rezultatais 	<ul style="list-style-type: none"> neatsižvelgiama į įmonės dydžio skirtumus (didesnės įmonės ar padalinio vertė bus didesnė ir tai gali iškraipyti rezultatus)
Integracijos po jungimo matrica	<ul style="list-style-type: none"> koncentruoti rezultatai, į kuriuos atsižvelgus gali būti priimami su integraciniu laikotarpiu susijusių problemų sprendimai 	<ul style="list-style-type: none"> implūs informacijai; reikalinga vidinė įmonių informacija, kuri nėra viešai prieinama
Apklauso	<ul style="list-style-type: none"> papildo kiekybiniais metodais gautus rezultatus; alternatyvus duomenų rinkimo metodas, kai nėra galimybės jų gauti kitais būdais 	<ul style="list-style-type: none"> sudėtingas pasiruošimas
KPI rodikliai	<ul style="list-style-type: none"> lengvai apskaičiuojami; puikiai tinkami progreso stebėsenai 	<ul style="list-style-type: none"> dauguma rodiklių naudojami tik trumpalaikiams tikslams pasiekti; pagrindiniai rodikliai orientuoti į rezultatus, bet ne į kokybę

Pagal OECD (2012), **struktūriniai modeliai** padeda iširti, kaip įmonės veikla būtų išsivysčiusi nevykdant įmonių jungimo. Nors juos ir galima vadinti „pažangiausio lygio“ vertinimo priemonėmis, kurias naudojant gaunami patikimiausi rezultatai, jie taip pat turi ir trūkumų – neatspindi rinkoje vykstančių pokyčių, pasižymi aukštais vertinimui reikalingų duomenų reikalavimais, o didžiausias apribojimas – sudėtingų ekonometrijos įgūdžių reikalavimas (Polemis, 2017).

Jungimų modeliavimo modeliai yra naudojami, siekiant numatyti svarstomo jungimo poveikį prekių / paslaugų kainoms ir kiekiams, naudojant įvairius ekonometrinius metodus, tokius, kaip beveik ideali paklauso sistema (angl. *almost ideal demand system*), daugiapakopė paklauso analizė ir kt. (Polemis, 2017). Tokiu būdu galima įvertinti, ar įmonių jungimasis gali žymiai sumažinti konkurenciją vienoje ar keliose susijusiose rinkose. Tam, kad būtų galima numatyti prekių / paslaugų kainų pokytį po jungimo, taikant jungimų modeliavimo modelius, naudojami rinkos duomenys (pvz., kainos, gaminių kiekiai, sąnaudų pokyčiai ir kt.) dar prieš šių įmonių jungimą (Grieco ir kt., 2018). Šie modeliai ne tik lankstūs, tačiau suteikia galimybę integruoti tokius veiksnius, kaip: rinkos apibrėžimas, efektyvumas ir potenciali konkurencija. Didžiausias šio metodo trūkumas yra tai, kad yra keliami ganėtinai aukšti reikalavimai tyrimui naudojamiems duomenims, kadangi jų reikia sąlyginai nemažai ir jie pasižymi tam tikra specifika. Duomenys, kuriuos paprastai apima jungimų modeliavimo modeliai, apima prekių / paslaugų kainas ir kiekius, paklausą, vartotojų charakteristikas (t. y. jų disponuojamos pajamos, išsilavinimas, amžius, lytis, užimtumas ir pan.) bei duomenis apie pagrindines stebimos prekės / paslaugos savybes (pvz., prekės ženklo pripažinimas) (Polemis, 2017).

Skirtumų metodas grindžiamas rinkos, kurioje įvyko jungimo sandoris, palyginimu su pokyčiais *kontrolės rinkoje* (angl. *control market*), kuri turi būti kiek įmanoma panašesnė į rinką, kurioje vyksta pats jungimas (Chari, Chen ir Dominguez, 2012). Šis metodas reikalauja mažesnio duomenų kiekio, tačiau reikalingos ganėtinai gilios ekonometrijos žinios. Polemis'as (2017) teigia, kad šis metodas yra naudingas tik tada, jeigu yra tenkinamos šios sąlygos:

- jungimasis neturi paveikti *kontrolės rinkos*,
- ekonominiai veiksniai, išskyrus jungimąsi, turi turėti panašų poveikį tiek *kontrolės rinkai*, tiek tiriamam verslo subjektui,
- bet kokie kiti veiksniai, darantys įtaką prekių / paslaugų kainai, negali būti koreliuojami su jungimu.

Taigi, naudojant skirtumų metodą, gautų rezultatų prasingumas priklauso nuo sugebėjimo tinkamai nustatyti *kontrolės rinką* (OECD, 2012).

Įvykio tyrimo metodika pasirenkama tada, kai yra analizuojama akcijų rinkos reakcija po jungimo besijungiančių bei konkuruojančių rinkos dalyvių atžvilgiu (OECD, 2012). Polemis'o (2017) teigimu, ši metodika padeda įvertinti pranešimų apie jungimąsi konkurencinį poveikį besijungiantiems verslo subjektams ir jų konkurentams atitinkamoje produktų / paslaugų rinkoje, kurioje ir vyksta šis jungimas, analizuojant besijungiančių ir nesijungiančių įmonių akcijų kainas pranešimo apie įvykį dieną. Wang'as ir Moinis'as (2012) įvykio tyrimo metodiką įvardija kaip *akcijų rinka pagrįstas priemonės*. Minėti mokslininkai taip pat teigia, kad šios jungimo vertinimo priemonės plačiai naudojamos įmonių jungimo vertinime nuo pat aštuntojo dešimtmečio. Šis vertinimo būdas skirtas išmatuoti, ar neįprastas akcijų kainos pokytis nėra susijęs su kokiu nors nenumatytu įvykiu (Pereira, Rodrigues, 2019). Yra nustatomas laikotarpis, kuriuo bus matuojamas įvykio poveikis. Jis dar skirstomas į ilgalaikį ir trumpalaikį įvykių tyrimą. *Trumpalaikis įvykių tyrimas* yra labai tikslus ir gali padėti numatyti būsimą pelningumą. Tai itin svarbu, kadangi finansų rinkos yra orientuotos į ateities tendencijas. Tuo tarpu *ilgalaikio įvykių tyrimo* metu siekiama atsižvelgti į tai, kad akcijų kaina negali iš karto užfiksuoti šio įvykio efekto. Pagrindinis įvykio tyrimo metodikos tikslas yra *perteklinės grąžos*³ (angl. *abnormal returns*) skaičiavimas. Ji yra lygi iš faktinės grąžos atėmus laukiamą vidutinę akcijų grąžą – gaunamas akcijų vertės pokytis, atsirandantis dėl paskelbimo apie sandorį. Kaip teigia Cording'as, Christmann'as ir Weigelt'as (2010), priemonės, pagrįstos įvykių tyrimo metodika, labiausiai skiriasi pagal *įvykio langą*⁴ ilgi, naudojamą rinkos portfelio etaloną (angl. *the market portfolio benchmark*) bei perteklinės grąžos apskaičiavimo metodą. Dažniausiai naudojami etalonai yra rinkos modelis, rinkos veiksnių koreguotas modelis (angl. *market-adjusted model*), turto kainos nustatymo (CAPM) modelis ir Fama-French trijų veiksnių modelis (Cording, Christmann ir Weigelt, 2010).

Tęsiant apie įvykio tyrimo metodiką, *įvykio langas* modeliuojamas taip, kad jo centras būtų paskelbimo apie jungimo sandorį data, todėl itin svarbu tiksliai apibrėžti įvykio datą. Įprastai ji traktuojama kaip pranešimo apie jungimąsi arba kaip faktinė jungimosi data. Kiti mokslininkai įvykio datą apibrėžia kaip sandorio užbaigimo mėnesio pabaigą. Ilgesnis langas gali padėti surinkti didesnę informacijos kiekį ir tada galima tiksliau įvertinti jungimų veiklos rezultatus, tačiau į juos bus

³ Perteklinė grąža „parodo, kiek akcijos dienos grąža skiriasi nuo vidutinės ilgalaikės vienos dienos grąžos šioje pozicijoje“ (Lietuvos bankas, 2014, p. 6).

⁴ Rinkos modelio parametrų nustatymui reikalingas laikotarpis (Polemis, 2017).

įtrauktas ir klaidinančių įvykių poveikis. Išskiriamos tokios prielaidos, kuriomis grindžiama ši metodika (Cording, Christmann ir Weigelt, 2010):

- rinka yra efektyvi, vadinasi, su akcijomis susijusi informacija apima visą svarbią informaciją, kuria gali naudotis investuotojai. Tačiau jiems paprastai trūksta reikiamos informacijos, kad būtų galima įvertinti įvykio poveikį. Paaiškėjus apie papildomus įtaką darančius veiksnius, yra koreguojama akcijų kaina;
- tiriamas įvykis yra nenumatytas, tačiau tai galioja ne visada, kadangi jungimai paprastai yra įmonės verslo strategijos dalis, kurios galima tikėtis dar prieš apie tai paskelbiant (pavyzdžiui, gandai ar informacijos nutekimas);
- *įvykio lange* nebuvo jokių klaidinančių įvykių. Tai sunku garantuoti ir labai priklauso nuo *įvykio lango* ilgio.

Jeigu šios prielaidos yra pažeistos, empiriniai rezultatai gali būti iškreipti. Remiantis pateiktomis prielaidomis, perteklinė grąža įvykio tyrimo metu gali būti nustatyta remiantis šiais veiksniais (Cording ir kt., 2010):

- kokio naujumo rinkos informacija yra naudojama;
- kiek informacijos yra atskleidžiama *įvykio lange* ir kiek ji yra aiški bei patikima;
- kiek laiko sugaiš investuotojai, kol gaus informaciją;
- kaip teisingai investuotojai šią informaciją interpretuoja;
- kaip galima atskirti investuotojų reakciją į informaciją apie klaidinantį poveikį.

Kadangi įvykio tyrimo metodika paremta akcijų rinka pagrįstomis priemonėmis, šis metodas itin aktualus investuotojams (Pervan ir kt., 2015).

Kaip teigia Wang'as ir Moinis'as (2012), **apskaitos principais pagrįstos** finansinių rezultatų įvertinimo **priemonės** taip pat atsižvelgia į ilgalaikę jungimo rezultatų perspektyvą bei apima faktinę, t. y. jau realizuotą, grąžą. Paprastai tai yra apskaitos priemonių palyginimas prieš iš po įmonių jungimo. Šių tyrimų pagrindas yra strateginis verslo tikslas – uždirbti pakankamą kapitalo grąžą, o visa nauda, atsirandanti dėl jungimo, galiausiai atsispindi įmonės finansinėse atskaitose. Apskaita grįstas vertinimas apima gana platų priemonių spektrą: pelningumas, efektyvumas, likvidumas, apyvartumas, pardavimo pajamų augimo tempas ir kt.

Kalbant apie **pelningumo** ir **efektyvumo** rodiklius, jie vertinime naudojami, siekiant išsiaiškinti, ar po jungimo sandorio pastebimai pasikeitė įmonių gebėjimas gauti pelną (Singh, Das, 2018). Dažniausiai iš šios rodiklių grupės naudojami pastovaus kapitalo pelningumo (ROCE), nuosavybės pelningumo (ROE), turto pelningumo (ROA), veiklos pelningumo (EBIT, EBITDA) rodikliai. Taip pat skaičiuojamas akcininkams ne mažiau svarbus pelno, tenkančio vienai akcijai, koeficientas (EPS). Pastovaus kapitalo pelningumas (ROCE) naudojamas įmonės kapitalo investicijų efektyvumui ir pelningumui atskleisti. Jis parodo, kokio dydžio pelnas uždirbamas iš akcininkų investicijų įmonei. Dažniausiai jis naudojamas, siekiant įvertinti, ar bendrovė gauna pakankamai pajamų, kad galėtų padengti kapitalo sąnaudas, ir lyginamas su atitinkamo laikotarpio paskolų palūkanų norma. ROCE reikšmė turėtų būti didesnė nei palūkanų norma rinkoje (Singh, Das, 2018). Nuosavo kapitalo grąžos rodiklis (ROE) taip pat aktualus vertinime, kadangi jis parodo, kaip efektyviai įmonės vadovybė valdo akcininkų lėšas pelnui gauti. Aukšta rodiklio reikšmė reiškia, kad vadovybė akcininkų lėšas efektyviai panaudoja pajamų generavimui (Kumar, 2013). Kitas pelningumo rodiklis – turto grąža

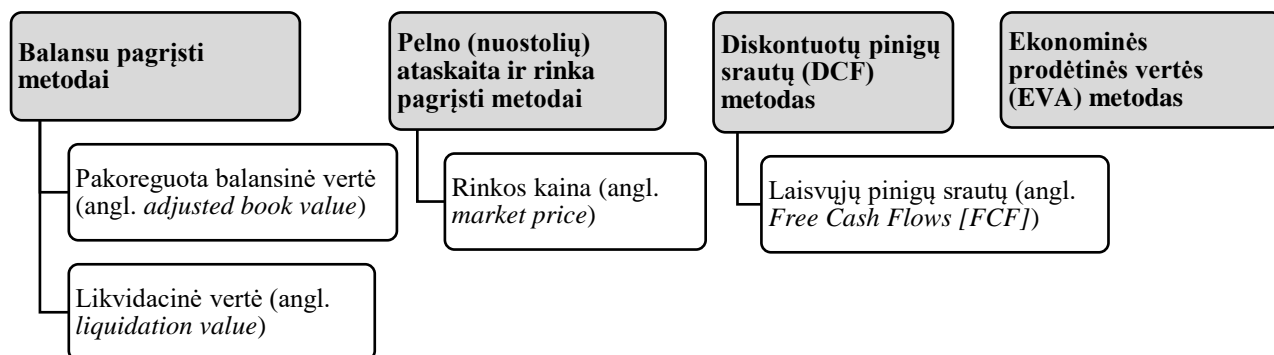
(ROA). Jis yra naudojamas kaip bendrovės turto matas, apibrėžiantis jo panaudojimo efektyvumą, ir parodo, kiek kiekvienam įmonės turto piniginiam vienetui tenka bendrovės grynojo pelno. Kitaip tariant, tai matuoja įmonės vadovybės gebėjimą uždirbti pajamas, panaudojant jų turimą įmonės turtą (Bianconi, Tan, 2019). Na, o veiklos pelningumo rodiklis (EBIT) atvaizduoja įmonės gautą pelną prieš palūkanas ir mokesčius. Tačiau kur kas dažnesnis finansinės veiklos rodiklis yra EBITDA. Tai praktiškai tas pats kaip EBIT, tik papildomai eliminuojamos nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos. Jis dažnai naudojamas analizuojant ir lyginant įmonių pelningumą tarp skirtingų sektorių bendrovių bei suteikia patikimą metriką įmonės veiklos pelningumui įvertinti. EBITDA rodiklio privalumai yra tokie, kad jį skaičiuojant pašalinami galimus rezultatų iškraipymus lemiantys veiksniai, susiję su palūkanų mokėjimu, kurie gali atsirasti dėl skirtingų finansavimo formų (ignoruojamas palūkanų mokėjimas), su politinių jurisdikcijų poveikiu (ignoruojami mokesčiai) bei su turto nusidėvėjimu bei amortizacija susijęs poveikis (Bianconi, Tan, 2019). Be minėtų rodiklių dažnai naudojami dar ir turto apyvartumo koeficientai, kurie parodo, kiek kiekvienam turto piniginiam vienetui tenka pardavimo pajamų, todėl kuo didesnis rodiklio rezultatas, tuo situacija vertinama palankiau (Cheng, 2018).

Taip pat svarbus jungimo poveikis ir **likvidumo** rodikliams, kadangi jie parodo organizacijos gebėjimą padengti savo trumpalaikius įsipareigojimus, kurie po jungimo irgi pakinta. Naudojami bendrojo, kritinio ir absoliutaus likvidumo koeficientai (Rani, Yadav, Jain, 2015). *Bendrojo likvidumo* rodiklis atskleidžia santykį tarp trumpalaikių įsipareigojimų ir trumpalaikio turto. *Kritinis likvidumas* yra tapatus bendrajam, tačiau neįtraukiamos atsargos, dėl ko didžioji turto dalis į grynuosius pinigus greičiau konvertuojama. O *absoliutaus likvidumo* koeficientas gaunamas trumpalaikius įmonės įsipareigojimus palyginus su bendrovės turimais pinigais. Šios grupės rodikliai aktualiausi būsimiems ir esamiems kreditoriams, kurie sprendžia dėl kredito suteikimo (Rani ir kt., 2015).

Apskaitos principais pagrįstas jungimų vertinimo metodas itin aktualus ne tik investuotojams ir kreditoriams, bet ir įmonės vadovams, kadangi apskaita grindžiami rodikliai atskleidžia įmonės finansinius rezultatus, o ne vien įmonės akcijų kainą.

Kaip jau yra žinoma, įmonės jungiamos iš šio sandorio tikintis ekonominės naudos ateityje ir ta nauda yra tiesiogiai siejama su pačios įmonės verte. Tačiau, kaip teigia Aydin'as (2017), iš pradžių būtina atskirti sąvokas *vertė* ir *kaina*. Kaina yra pinigų suma, sumokėta už prekę ar paslaugą, ir ji nebūtinai gali atspindėti tų prekių ar paslaugų tikrąją vertę. Kaina skiriasi priklausomai nuo pasiūlos ir paklausos bei ekonominių ir politinių sąlygų. Kitaip tariant, kaina gali būti mažesnė arba didesnė už prekių ar paslaugų, už kurias mokama, vertę. Lygiai taip pat ir jungimo sandoriuose – įmonės vertė gali reikšmingai skirtis nuo už ją sumokėtos kainos. Todėl realus įmonės įvertinimas yra itin svarbus, kadangi kuo tikslesnis įvertinimas, tuo tikslesnė bus ir kaina, kurią, norint jungtis, teks sumokėti (Aydin, 2017). Tačiau, kaip teigiama 14 VAS (2016), balansas neatspindi tikrosios įmonės vertės, jame pateikiama tik tam tikrą datą turimas turtas ir įsipareigojimai bei įmonės finansinė būklė. Net tada, kai bendrovės turimas turtas ir įsipareigojimai yra apskaičiuoti tikrosiomis vertėmis, balansas vis tiek neatskleidžia įmonės vertės. Tam tikslui derėtų įvertinti bendrovės grynuosius pinigų srautus, kurie, kaip tikimasi, bus gauti ateityje (14 VAS, 2016). Dėl to, siekiant įvertinti jungimosi poveikį, derėtų nustatyti, kaip tai keičia bendrą įmonės vertę. Dar prieš galutinai priimant sprendimą jungtis įprastai yra svarstoma, ar po jungimo bendrovių vykdomos veiklos rezultatai taps geresni, nes jungimo procesas yra reikalaujantis didelių ne tik laiko, bet ir finansinių išteklių.

Taigi, vertinant įmonės vertę, pagal Aydın'ą (2017) ir Damodaran'ą (2020), yra išskiriami keturi pagrindiniai **įmonės vertės nustatymo metodai**: balansu, pelno (nuostolių) ataskaita ir rinka pagrįsti, diskontuotų pinigų srautų bei ekonominės pridėtinės vertės apskaičiavimo metodai (žr. 14 pav.). Visi šie metodai priklauso finansinio vertinimo metodų grupei.



14 pav. Pagrindiniai įmonės vertės nustatymo metodai, tinkantys įmonių jungimų atvejais
(šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis Aydın, 2017; Damodaran, 2020)

Balansu pagrįstais metodais bandoma nustatyti įmonės vertę tiriant jų turto balansines vertes. Tai yra tradicinis požiūris, pagal kurį įmonės vertė yra nustatoma atsižvelgiant į tai bendrovei priklausantį turtą, tačiau neatsižvelgiant į ateities perspektyvas. Taip pat pabrėžtina, kad šie metodai neįtraukia nematerialaus turto (pvz., patentai, *know-how* ir kt.) (Damodaran, 2020). Balansu pagrįstus metodus sudaro balansinė, pakoreguota balansinė, atstatymo bei likvidacinė vertės, tačiau įmonių jungimo atvejais vertei nustatyti tinkami tik pakoreguotos balansinės bei likvidacinės verčių metodai. **Pakoreguota balansinė vertė** apskaičiuojama identifikuojant balanse esančio turto rinkos vertes ir pridėdant į balansą neįtraukto nematerialiojo turto vertes. Tokiu būdu yra pašalinamas balansinės vertės metodo netinkamumas tokio tipo įmonės vertės skaičiavimams. **Likvidacinė vertė** gaunama atimant skolas iš vertės, kuri sukuriama pardavus visą įmonės turtą. Ši vertė nėra reikšminga įmonių jungimo atveju, išskyrus tuos atvejus, kai perkama įmonė, patirianti finansinius nuostolius (Aydın, 2017).

Pelno (nuostolių) ataskaita ir rinka pagrįstais metodais įmonės vertė nustatoma neatsižvelgiant į balanso duomenis. Įmonės **rinkos kaina** dažniausiai apskaičiuojama atsižvelgiant į jos akcijų rinkos kainas. Ši vertė skiriasi priklausomai nuo pasiūlos, paklausos sąlygų rinkoje, taip pat nuo ekonominių bei kitų už įmonės ribų esančių sąlygų. Bendrovės akcijų kaina rinkoje gali būti mažesnė arba didesnė negu jos tikroji vertė. Tačiau naudojant šį metodą gali būti susiduriama su tam tikrais neigiamais aspektais. Pavyzdžiui, susiklosčius prastesnėms ekonominėms ir / ar politinėms sąlygoms, tai gali neigiamai paveikti įmonės akcijų kainą; rinkoje pasklidus pranešimui dėl bendrovių jungimosi, jų rinkos kainos gali taip pat pasikeisti besijungiančių organizacijų vadovams nepalankia kryptimi (Aydın, 2017).

Kalbant apie **diskontuotų pinigų srautų metodą**, tai pagrindinis įmonių jungimo vertinimo metodas, pagrįstas kapitalo biudžeto sudarymo teorija. Šiuo metodu siekiama nustatyti įmonės vertę apskaičiuojant dabartinę pinigų srautų vertę per visą įmonės gyvavimo laiką. Nors dauguma anksčiau minėtais metodais atsižvelgiama į dabartines ar buvusias vertes, DCF nustato bendrovės vertę pagal būsimus įmonės rezultatus ir riziką. Nors jungimai yra investicinis sprendimas, tačiau kur kas

sudėtingesnis nei kitos rūšies investicijos, kadangi tipinės investicijos rizika yra panaši į dabartinės įmonės investicijas, o jungiantis būtina atsižvelgti ne tik į jungiamą turtą, bet ir kitus veiksnius, tokius, kaip: bendrovių skolas, vadovai, personalas, klientai bei vidinė įmonių kultūra. Taigi, naudojant DCF metodą būtina nustatyti **laisvą pinigų srautą (FCF)**, kurio yra tikimasi ateityje, **tęstinę vertę (TV)**, taip pat **diskonto normą**, kuri yra lygi svertiniams kapitalo kaštams (WACC), bei prognozuojamą laikotarpį, kuris dėl gana didelio neapibrėžtumo turėtų būti kiek galima trumpesnis. Siekiant išsiaiškinti, ar apskritai jungimo būdu įmanoma konkrečiu atveju sukurti sinergiją, kiekviena įmonė turėtų būti vertinama atskirai. Sinergija yra gaunama iš įmonės *AB* vertės atėmus įmonės *A* ir įmonės *B* verčių, buvusių prieš jungimą, sumą. Ir tik tada, kai dėl sinergijos generuojamos pajamos yra didesnės nei išlaidos, patirtos dėl jungimo, sukuriama papildoma vertė. Ateities laisvi pinigų srautai nustatomi pasitelkiant kiekvienos iš jungime dalyvavusių įmonių pelno (nuostolių) ataskaitas.

DCF metode NOPAT yra vienas iš svarbiausių rodiklių, kuris atspindi bendrovės pelną, gautą iš bendrovės veiklos, eliminavus mokesčius. Kitaip tariant, tai bendrovės grynosios veiklos pajamos, lygios įmonės sugeneruotoms pajamoms prieš palūkanas ir mokesčius.

Įmonės vertė apskaičiuojama diskontuojant FCF ir pridėdant TV dabartinę vertę. Įprastai įmonėms pakankamai nesudėtinga įvertinti būsimus FCF, tačiau vertinant sujungimo atveju dviejų ar daugiau bendrovių būsimus FCF yra kur kas sudėtingiau ir reikalauja daugiau pastangų nei vertinant paprastai vienos įmonės. Tačiau norint diskontuoti apskaičiuotus FCF ir TV, reikia nusistatyti WACC, kurie sujungimo atveju yra apskaičiuojami būtent tai įmonei, kuri yra naujai sukuriama, o ne atskirai kuriai nors iš besijungiančių įmonių – tai yra ypač svarbu. Ir taip yra būtent todėl, kad po sujungimo bus skirtingos kapitalo išlaidos, susijusios su veiklos ir finansine sinergija.

Skolos ir nuosavo kapitalo išlaidos po sujungimo gali skirtis nuo anksčiau patirtų išlaidų, taip pat gali keistis ir mokesčio tarifas. Diskontuota FCF vertė turėtų būti didesnė už bendrą atskirų įmonių diskontuotų verčių sumą. Jeigu taip nėra, sujungimas neturi jokios ekonominės prasmės. Tačiau tai visiškai nereiškia, kad jis nebus įgyvendintas. Kaip ir minėta anksčiau, sprendimas jungtis gali būti priimtas atsižvelgiant vien į vadovų norą valdyti kur kas didesnę įstaigą ar dėl kokių nors kitokių asmeninių priežasčių jungimas jiems gali atrodyti naudingas (Aydin, 2017).

Damodoran'as (2020) be minėtų metodų papildomai išskyrė dar ir **ekonominės pridėtinės vertės (EVA)** skaičiavimą. Tai analitinis įrankis, skirtas įvertinti bendrovės ekonominį pelną (Liang, Jing, 2016). Šis metodas pasižymi tuo pačiu filosofiniu pagrindu kaip ir DCF metodas. Remiantis EVA skaičiavimais, vertė yra sukurta tada, kai faktinė bendrovės grąža didesnė negu investicijos. Pagrindinės prielaidos (Varaniūtė, 2019):

- jeigu EVA vertė didesnė nei nulis, tokiu atveju galima daryti išvadą, kad įmonė veiklą vykdo sėkmingai;
- jeigu EVA vertė lygi nuliui, bendrovė uždirbo lygiai tiek pat, kiek ir buvo investuota;
- jeigu EVA vertė mažesnė nei nulis, vadinasi, akcininkų turto vertė sumažėjo.

Pabrėžtina ir tai, kad investicijų didinimas mažina EVA trumpuoju laikotarpiu, o ilguoju laikotarpiu priešingai – didina. Dėl tos priežasties tai gali prislopinti vadovų norą stambioms investicijoms, o siekdami dar labiau padidinti EVA rodiklį, vadovai gali nuspręsti kapitalines investicijas dar labiau sumažinti, tačiau toks dirbtinis siekis pagerinti EVA padidina verslo netekimo grėsmę (Varaniūtė, 2019).

EVA metodo taikymo privalumas yra tas, kad jis kur kas paprastesnis nei DCF metodas, tačiau jo neigiama pusė yra ta, kad nėra atsižvelgiama į išorinius veiksnius (pvz., infliacija), priešingai nei taikant DCF. Taip pat derėtų paminėti, kad EVA vertinimas neturi oficialios metrikos, pagal kurią įmonės galėtų prilyginti gautus rezultatus ir palyginti juos kitų įmonių gautų rezultatų kontekste. Tai apsunkina gautų verčių palyginamumą.

Įmonių jungimų poveikio vertinimas neapsiriboja vien finansiniu vertinimu. Taip pat atliekamas ir nefinansinius įmonės rodiklius apimantis integracijos po jungimo vertinimas, į kurį įtraukiamas bendrovės žmogiškasis kapitalas, valdymas, kultūra ir kiti panašūs aspektai. Pastarajam vertinimui yra naudojama **integracijos po jungimo matrica** ir jos svarbiausi trys integracijos lygmenys yra įsisavinimas (angl. *absorption*), išsaugojimas (angl. *preservation*) ir simbiozė (angl. *symbiosis*) (Weber, Tarba, 2011). **Įsisavinimas** reiškia aukštą integracijos lygį ir, kai kultūrinių skirtumų lygis yra žemas, galima pasiekti aukštą sinergijos lygį. **Išsaugojimas** – žemiausias integracijos lygmuo ir, esant dideliems kultūriniais skirtumams, egzistuoja mažas sinergijos potencialas. Na ir **simbiozė**, turinti vidutinį sinergijos ir kultūrinių skirtumų lygį, pasižymi vidutiniu integracijos lygiu. Su kultūrų skirtumais susiję įmonių jungimosi konfliktai, kaip jau minėta, kur kas dažnesni tarptautiniuose jungimuose ir organizacijos kultūriniai skirtumai tarp besijungiančių šalių gali padidinti konflikto intensyvumą integracijos po jungimosi metu. Tačiau atkreipiamas dėmesys į tai, kad konfliktų lygis mažesnis taikant integracijos metodus, kuriuose atsižvelgiama ir į sinergijos lygius, ir į kultūrinius skirtumus. Kitaip tariant, esant dideliems kultūriniais skirtumams, turėtų būti pasirinktas optimalus integracijos metodas su mažesniu faktinės integracijos lygiu (pvz., vidutinio sunkumo, o ne visiškai simbiozė), kad būtų minimizuota galimo konflikto tikimybė. Kaip teigia Weber'is ir Tarb'as (2011), tiek nacionalinė, tiek organizacinė kultūra daro įtaką jungimo sudėtingumui ir jo integracijos po jungimo procesui.

Kitas jungimų vertinimo būdas – **apklausos**. Jų naudojimas padeda rinkti duomenis tada, kai jie nėra publikuojami jokiose prieinamose duomenų bazėse. Nors iš pirmo žvilgsnio gali pasirodyti, kad apklausas atlikti yra itin paprasta, tačiau, siekiant surinkti patikimą ir analizei tinkančią informaciją, reikalingas kruopštus pasiruošimas, įskaitant ir teisingą atrankos dizaino pasirinkimą (OECD, 2012). Šis vertinimo būdas dažnai naudojamas veiklos vertinime.

Kita veiklos vertinimui dažnai pasitelkiama priemonė – **KPI rodikliai** (Star, Russ-Eft, Braverman ir Levine, 2016). Jie paprastai apibrėžiami kaip priemonė, naudojama organizacijos, darbuotojų ar proceso pažangos įvertinimui, įgyvendinant veiklos tikslus (PwC, 2017). Paprasčiau tariant, tai vertinimo priemonė, kuri yra naudojama, siekiant stebėti integracijos sėkmę. Naudojant KPI rodiklius, reikia nusistatyti (Sillaber, Huber, Mussmann ir Breu, 2018):

- pagrindinius tikslus, išreikštus veiklos rezultatais, kurių įmonė tikisi iš įmonių jungimo;
- rezultatų įvertinimo priemones, siekiant nustatyti, ar įmonė pasiekė pagrindinius jungimo tikslus;
- veiklos stebėjimo priemones, kurios padeda išmatuoti pagrindinių jungimo tikslų pasiekimą.

KPI rodikliai yra suskirstyti į grupes pagal tai, kokios sinergijos rezultatyvumą siekiama išmatuoti. Toliau pateikiami dažniausiai naudojamų KPI rodiklių pavyzdžiai (žr. 4 lent.).

4 lentelė. KPI rodiklių, suskirstytų pagal vertinamą sinergiją, pavyzdžiai (*Šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis PwC, 2017; Sillaber ir kt., 2018; Ghosh, Dutta, 2014; Kucharčikova, Mičiak, Hitka, 2018*)

Sinergijos rūšis	KPI rodiklių pavyzdžiai
Strateginė ir vadybinė sinergija	Personalo ištraukimo, planuojant įmonių jungimą, laipsnis
	Su komunikavimu susijusios išlaidos
	Rinkos dalies augimas
Technologijų sinergija	Įrangos priežiūros išlaidos
Procesų sinergija	Vidutinis proceso vykdymo laikas
	Gaminamo vieneto išlaidos
	Pajėgumų panaudojimo lygis
	Gamybos ciklo efektyvumas
Organizacijos kultūros ir darbuotojų išlaikymo sąveika	Darbuotojų pasitenkinimo lygis
	Kultūrinis suvokimas
	Darbuotojų kaitos procentas
	Darbuotojų išlaikymo lygis
	Pareigybių skaičiaus kaita
	Žmogiškojo kapitalo investicijų grąža (HCROI)
	Žmogiškojo kapitalo pridėtinė vertė (HCVA)

Šiais rodikliais yra vertinama strateginė ir vadybinė, technologijų, veiklos procesų, organizacinė bei su žmogiškaisiais ištekliais susijusios sinergijos pasiekimo lygis. Atlikus mokslinės literatūros analizę pastebėta, kad didžiausias dėmesys, atliekant įmonės veiklos vertinimą, yra fokusuojamas į organizacijos kultūros ir personalo išlaikymo sąveiką, kadangi su žmogiškaisiais ištekliais susiję veiklos pokyčiai stipriai paveikia įmonės finansinius rezultatus.

Kalbant apie investicijas į žmogiškąjį kapitalą (darbo užmokesčio didinimas, premijos, įvairūs mokymai, seminarai ir kt.), Ghosh'as ir Dutta'as (2014) rekomenduoja įvertinti, ar šios investicijos įmonei teikia finansinės naudos, ir, jeigu teikia, kokio dydžio. Tam yra siūloma apskaičiuoti žmogiškojo kapitalo investicijų grąžą (HCROI)⁵ bei žmogiškojo kapitalo pridėtinę vertę (HCVA)⁶. Abu rodikliai – tiek HCROI, tiek HCVA – įvertina žmogiškojo kapitalo pridėtinę finansinę vertę, tačiau esminis skirtumas tarp jų yra tas, kad HCROI atskleidžia veiklos pelną, kurį įmonė gauna iš investicijų į žmogiškąjį kapitalą (tai žmogiškojo kapitalo sąnaudų svertas), o HCVA parodo pakoreguotą veiklos pelną, kurį vidutinis darbuotojas suteikia organizacijai (tai vidutinis vieno darbuotojo pelnas) (Kucharčikova ir kt., 2018).

Apibendrinant galima teigti, kad įmonių jungimų efektyvumo vertinimas yra vienas iš svarbiausių besijungiančių įmonių sėkmės palaikymo veiksnių, kadangi tik teisingai atlikus vertinimą galima identifikuoti silpnąsias įmonės vietas ir priimti atitinkamus sprendimus. Dėl tos priežasties itin svarbu pasirinkti konkrečiam atvejui tinkamiausių vertinimo būdą ir metodą, kurių yra gausybė, todėl šioje darbo dalyje išnagrinėti įvairūs vertinimo būdai ir metodai bei atkreiptas dėmesys į kiekvieno iš jų

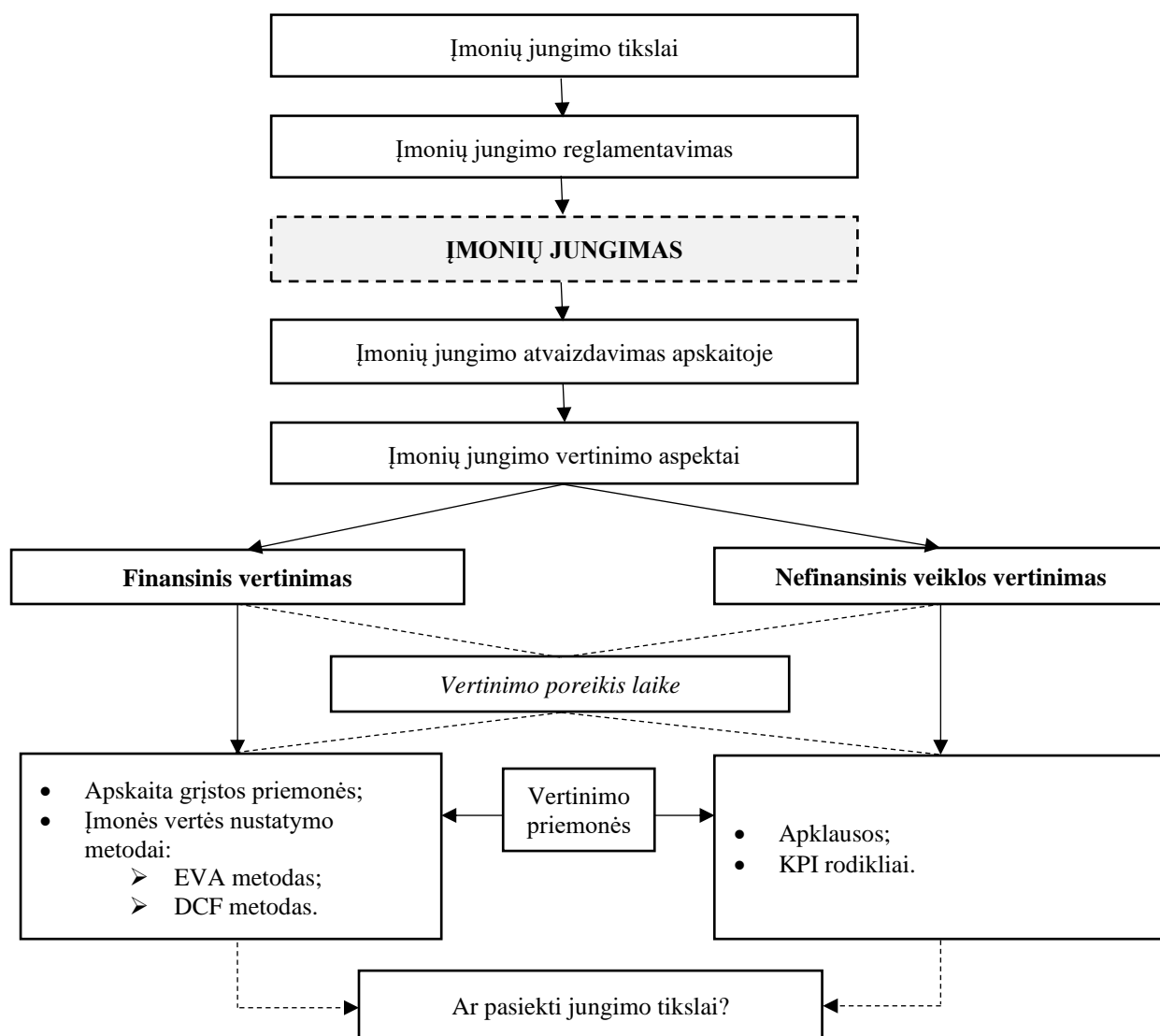
⁵ Rodiklis parodo, kiek už kiekvieną į žmogiškąjį kapitalą investuotą piniginių vienetą gaunama grąžos (Ghosh, Dutta, 2014).

⁶ Rodiklis parodo, kiek pelno bendrovei teikia vienas darbuotojas (Ghosh, Dutta, 2014).

privalumus ir trūkumus. Kaip dažniausiai praktikoje naudojamus ir bene tinkamiausius įmonių jungimo finansinio vertinimo būdus dalis mokslininkų išskiria būtent **apskaita grįstas priemones** bei įmonės vertės nustatymo – **DCF ir EVA** – metodus, o veiklos vertinimui dažniausiai naudojama **apklausos ir KPI rodikliai**. Todėl, atsižvelgiant į visus teorinių sprendimų skyriuje išskirtus aspektus, toliau sudaromas įmonių jungimo vertinimo modelis, tinkantis atlikti vertinimą tiek prieš priimant sprendimą jungtis, tiek po jo įvertinant jungimo tikslų pasiekimą.

2.6. Kompleksinis įmonių jungimų vertinimo modelis

Išanalizavus įmonių jungimų tikslus, reglamentavimą, pokyčius apskaitoje, vertinimo aspektus (finansiniai ir nefinansiniai veiklos aspektai), vertinimo priemones bei apibendrinus visus šiuos įmonių jungimosi teorinius sprendimus sudaromas įmonių jungimo vertinimo modelis (žr. 15 pav.).



15 pav. Kompleksinis įmonių jungimo vertinimo modelis (šaltinis: sudaryta darbo autorės)

Pagal šį modelį pirmiausiai yra identifikuojami *įmonių jungimo tikslai*, kurių, kaip žinia, yra daug ir įvairių – nuo siekio įgyti didesnę konkurencinį pranašumą, pagerinti finansinius rezultatus iki įmonių vadovų asmeninių interesų, kurie gali būti susiję su didesnės galios įgijimu valdant didesnę, galbūt galingesnę įmonę ir pan. Priežasčių gali būti daug, tačiau, siekiant įvertinti tikslų pasiekimo sėkmę, juos būtina identifikuoti. Nustatius jungimosi tikslus, turi būti apžvelgiamas *jungimo*

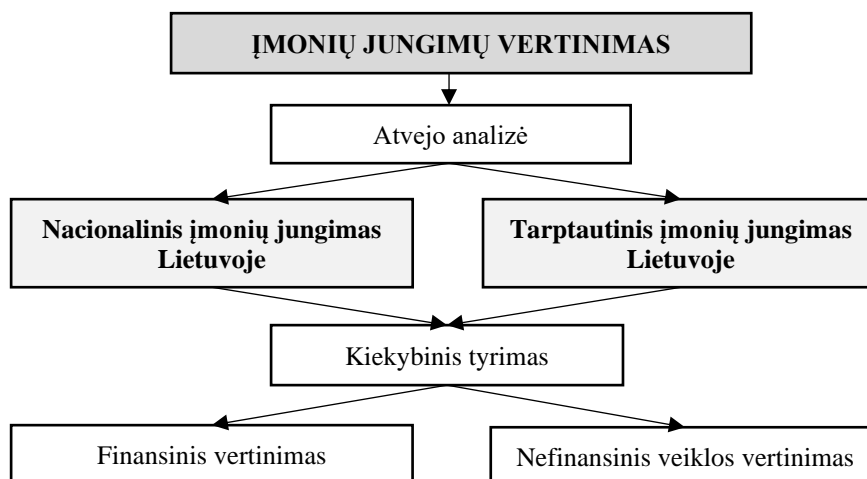
reglamentavimas. Jeigu dar tik ketinama jungtis, nagrinėjamos šio reorganizavimo būdo nuostatos apskaitos standartuose ir šalies teisės aktuose, o jeigu siekiama atlikti vertinimą jau po jungimo, tada patikrinama, ar viskas įforminta teisingai. Toliau, jau po *įvykusio įmonių jungimo* momento, būtina šį sandorį teisingai *atvaizduoti apskaitoje*, kadangi, įvykdžius jungimą, vienai iš sandorio šalių atsiranda prievolė konsoliduoti finansines ataskaitas. Kaip žinia, po konsolidavimo pakinta ne tik įprasti finansinių ataskaitų straipsniai, tačiau atsiranda ir visiškai naujų, tokių, kaip prestižas, nekontroliuojanti (mažumos) dalis, dėl to labai svarbu išnagrinėti visus atsiradusius pokyčius ir juos teisingai atvaizduoti apskaitoje. Nežinant apskaitinių nuostatų, susijusių su jungimais, to padaryti nepavyks, o tolimesnis vertinimas nebeteks prasmės. Šių pakitimų įvertinimą palengvins ir aiškesnį vaizdą padės atskleisti jungime dalyvavusių įmonių *finansinis* ir *nefinansinis veiklos vertinimas*, kuriam atlikti, pagal mokslininkų rekomendacijas, rekomenduojama naudotis: finansiniam vertinimui – apskaita grįstomis priemonėmis bei įmonės vertės nustatymo metodais (EVA ir DCF), o veiklos – apklausomis ir KPI rodikliais. Šis kompleksinis vertinimas dėl palyginamumo turėtų būti atliktas naudojant duomenis tiek prieš jungimą, tiek po jungimo. Ties šia vieta atsiranda *vertinimo laiko aspektas*. Kaip jau minėta anksčiau, po įmonių jungimo vertinimą rekomenduojama atlikti dviem etapais: treji metai prieš jungimą ir treji – po jungimo (įskaitant metus, kai buvo atliktas jungimas). Duomenų palyginimui reikalingas įvertinimas prieš jungimą, todėl, išvengiant dvejų metų laikotarpio duomenų dinamikos nepatikimumo ir dėl aiškesnio tendencijų atskleidimo, duomenys pasirenkami trejų metų iki jungimo įvykdymo. Taigi, iš viso šiam vertinimui atlikti rekomenduojamas šešerių metų laikotarpis. Atlikus finansinę ir nefinansinę veiklos analizes, grįžtama į jungimosi tikslų identifikavimo žingsnį ir, apžvelgiant finansinio ir nefinansinio veiklos vertinimo rezultatus, tikrinama, *ar šie tikslai buvo pasiekti*.

Apibendrinant galima teigti, kad šis įmonių jungimo kompleksinio vertinimo modelis pasižymi unikalumu, kadangi jis yra tinkamas vertinti įmonių jungimus tiek prieš priimant sprendimą jungtis (siekiant įvertinti, ar konkrečiu atveju verta jungtis, ar didelė tikimybė, kad jungimosi tikslai bus pasiekti), tiek ir po įvykusio jungimosi finansiniam ir nefinansiniam veiklos vertinimui. Taip pat jis gali būti naudojamas ir nacionalinių, ir tarptautinių jungimų atvejais. Remiantis sukurtu įmonių jungimo vertinimo modeliu toliau pateikiama metodologija, reikalinga atlikti įmonių jungimų vertinimo tyrimą.

3. Įmonių jungimų vertinimo metodologija

Remiantis sukurtu kompleksiniu įmonių jungimo vertinimo modeliu (žr. 15 pav.), prieš atliekant įmonių jungimų tyrimą būtina pateikti tyrimo metodologiją, kuri – visos analizės algoritmas, padedantis suprasti tolimesnėje darbo dalyje pasirinktų atvejų, naudotų duomenų, atliktų skaičiavimų, laiko aspekto ir kitų tyrimui atlikti reikalingų elementų pasirinkimą.

Derėtų pradėti nuo to, kad pasirinktas tyrimo metodas yra atvejo analizė, kurios metu bus atliekamas pasirinktų nacionalinio ir tarptautinio įmonių jungimų Lietuvoje kiekybinis finansinis bei nefinansinis veiklos vertinimas (žr. 16 pav.).



16 pav. Įmonių jungimų vertinimo eiga (šaltinis: sudaryta darbo autorės)

Nacionalinis įmonių jungimo Lietuvoje atvejis pasirinktas dėl to, kad siekiama iširti valstybės viduje įvykusio jungimo poveikį įmonės finansiniams ir nefinansiniams veiklos rezultatams bei jungimosi tikslų pasiekimą. *Tarptautinis jungimo Lietuvoje atvejis* pasirinktas todėl, kad, kaip jau minėta darbo pradžioje, dėl pastaraisiais dešimtmečiais itin paspartėjusios globalizacijos gerokai išaugo tarptautinių jungimų kiekis, kas rodo šios problemos aktualumą. Jungimo atvejai nacionaliniu ir tarptautiniu lygmenimis pasirinkti dar ir dėl sudaryto kompleksinio jungimų vertinimo modelio universalumo patikrinimo. Dauguma mokslininkų teigia, kad įmonių jungimo sėkmė didžiąja dalimi priklauso nuo besijungiančių įmonių sektoriaus, ir, kaip rodo IMAF (2020) statistika, nuo pat 2014-ųjų jungimo sandoriai dominuoja finansų ir maisto pramonės sektoriuose, tačiau finansų sektorių mokslininkai plačiai išanalizavo, dėl to šiam tyrimui atlikti pasirinktos įmonės iš maisto pramonės sektoriaus. Du tam pačiam sektoriui priklausančių bendrovių jungimo atvejai ne tik padės į susidariusias situacijas pažvelgti palyginamumo principu, bet taip pat ir praplės jungimosi sandorių supratimą skirtingais mastais (nacionaliniu ir tarptautiniu). Analizei bus naudojami atvejai jungimų, kurie įvykę 2014 metais, kadangi, atsižvelgiant į 13 paveiksle pateiktą įmonių jungimų poveikio vertinimo poreikį laike, bus analizuojamas šešerių metų laikotarpis: treji metai, skirti įmonių būklės įvertinimui prieš jungimą, jungimo metai ir dveji metai po jungimo sandorio, todėl tyrimui reikalingi finansiniai ir nefinansiniai duomenys apims 2011-2016 metų laikotarpį. Pasirinktas būtent toks laikotarpis, kadangi siekta tirti to paties sektoriaus atvejus jungimų, įvykusių tais pačiais metais, ir, kad visas integracijos po jungimo laikotarpis būtų veikiamas tų pačių ekonominių, politinių ir kitų nuo įmonių nepriklausančių veiksnių. Tyrimo eigoje, siekiant atskleisti jungimosi poveikį, šis laikotarpis bus skeliamas pusiau: pirmasis laikotarpis apims 2011-2013 m. (prieš jungimo sandorį),

o antrasis – 2014-2016 m. (po jungimo sandorio). Finansiniam ir veiklos vertinimui pasirinkti vertinimo būdai, atsižvelgiant į mokslininkų rekomendacijas.

Finansiniam vertinimui pasirinkta apskaita grįstos priemonės ir poveikio įmonės vertei nustatyti EVA bei DFC metodai. Finansinio vertinimo įrankiai ir skaičiavimams naudotos formulės pateiktos 5 lentelėje.

5 lentelė. Įmonių jungimų finansinio vertinimo įrankiai (šaltinis: sudaryta darbo autorės)

Poveikio rūšis	Vertinimo įrankiai	Apskaičiavimas	Šaltiniai
1. Poveikis įmonės pajamoms	Pardavimo pajamų kitimo tempas	$\text{Pardavimo pajamų kitimo tempas} = \frac{(\text{Pard. pajamos}_t - \text{Pard. pajamos}_{(t-1)})}{\text{Pard. pajamos}_{(t-1)}} \times 100$ <p>Čia ir kitose formulėse t – atskaitinis laikotarpis</p>	Cheng, 2018; Otchere, Abukari, 2019
2. Poveikis įmonės sąnaudoms	Pardavimo savikainos kitimo tempas	$\text{Pardavimo savikainos kitimo tempas} = \frac{(\text{Pard. savikaina}_t - \text{Pard. savikaina}_{(t-1)})}{\text{Pard. savikaina}_{(t-1)}} \times 100$	
	Veiklos sąnaudų kitimo tempas	$\text{Veiklos sąnaudų kitimo tempas} = \frac{(\text{Veiklos sąnaudos}_t - \text{Veiklos sąnaudos}_{(t-1)})}{\text{Veiklos sąnaudos}_{(t-1)}} \times 100$	
3. Poveikis įmonės pelningumui	ROCE	$\text{ROCE} = \frac{\text{EBIT}}{(\text{Visas turtas} - \text{Trumpalaikiai įsipareigojimai})}$ <p>Čia ir kitose formulėse EBIT – veiklos pelnas prieš palūkanas ir mokesčius</p>	Kumar, 2013; Bianconi, Tan, 2019; Jurich, Walker, 2018; Cheng, 2018; Liu ir kt., 2018; Ghosh, Dutta, 2014; Singh, Das, 2018; Otchere, Abukari, 2019
	ROE	$\text{ROE} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$	
	ROA	$\text{ROA} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas}}$	
	EBITDA marža	$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{Finansinės sąnaudos} - \text{Finansinės pajamos} + \text{Nusidėvėjimas} + \text{Amortizacija}$ $\text{EBITDA marža} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Pardavimo pajamos}} \times 100$	
	EPS	$\text{EPS} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Akcijų skaičius}}$	
4. Poveikis įmonės išteklių panaudojimo efektyvumui	Viso turto apyvartumas	$\text{Viso turto apyvartumas (kartais)} = \frac{\text{Pardavimo pajamos}}{\text{Visas turtas}}$	Kumar, 2013; Singh, Das, 2018; Otchere, Abukari, 2019
	Ilgalaikio turto apyvartumas	$\text{Ilg. turto apyvartumas (kartais)} = \frac{\text{Pardavimo pajamos}}{\text{Ilgalaikis turtas}}$	
	Trumpalaikio turto apyvartumas	$\text{Trump. turto apyvartumas (kartais)} = \frac{\text{Pardavimo pajamos}}{\text{Trumpalaikis turtas}}$	
5. Poveikis įmonės kapitalo struktūrai	Bendrasis likvidumas	$\text{Bendrasis likvidumas} = \frac{\text{Trump. turtas}}{\text{Trump. įsipareigojimai}}$	Rani ir kt., 2015 Bianconi, Tan, 2019
	Kritinis likvidumas	$\text{Kritinis likvidumas} = \frac{(\text{Trump. turtas} - \text{Atsargos})}{\text{Trump. įsipareigojimai}}$	
	Absoliutus likvidumas	$\text{Absoliutus likvidumas} = \frac{\text{Pinigai ir jų ekvivalentai}}{\text{Trump. įsipareigojimai}}$	
	Finansinis svertas	$\text{Finansinis svertas} = \frac{\text{Visi įsipareigojimai}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$	

Poveikio rūšis	Vertinimo įrankiai	Apskaičiavimas	Šaltiniai
5. Poveikis įmonės kapitalo struktūrai	WACC	$WACC = k_D \times R_D \times (1 - T) + k_E \times R_E$ <p>čia k_D – skolinto kapitalo dalis bendrame kapitale; R_D – skolinto kapitalo kaina (palūkanų norma); T – pelno mokesčio tarifas (koef.); k_E – nuosavo kapitalo dalis bendrame kapitale; R_E – nuosavo kapitalo kaina.</p> $R_E = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$ <p>čia R_F – laisva nuo rizikos pelno norma; β – beta koef. (akcijų rinkos rizikingumas); R_M – laukiama rinkos grąža.</p>	Varaniūtė, 2019; Damodaran, 2020
6. Poveikis įmonės vertei	Įmonės vertė DCF metodu	$DCF = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$ <p>čia DCF – laisvųjų pinigų srautų dabartinė vertė; FCFF – metiniai įmonės laisvieji pinigų srautai.</p> $FCFF = NOPAT + Nusidėvėjimo sąnaudos - Apyvartinio kapitalo pokytis - Ilgalaikės investicijos$ <p>čia NOPAT – veiklos pelnas po mokesčių.</p> $\text{Įmonės vertė} = DCF + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$ <p>Čia TV – tęstinė vertė; n – paskutinis periodas</p> $TV = \frac{FCFF_n}{WACC}$	Varaniūtė, 2019; Damodaran, 2020; Sillaber ir kt., 2018
	Įmonės vertė EVA metodu	$EVA = NOPAT - (C \times WACC)$ <p>Čia C – investuotas kapitalas (įmonės turtas)</p> $\text{Įmonės vertė} = C + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$	

Šio tyrimo atveju finansiniam jungimų vertinimui išskiriamos šešios grupės sričių, kuriose pastebimas didžiausias jungimų poveikis: pajamos, sąnaudos, pelningumas, išteklių efektyvumas, kapitalo struktūra bei įmonės vertė (žr. 5 lent.). Remiantis moksline literatūra, visi analizei pasirinkti rodikliai vienaip ar kitaip yra veikiami jungimo sandorių, dėl tos priežasties siekiama išsiaiškinti, kuria kryptimi kiekvienas iš jų kinta.

Finansiniai įmonės rezultatai tiesiogiai priklauso nuo įmonės veiklos rezultatų, todėl taip pat atliekamas analizei pasirinktų jungimo atvejų veiklos vertinimas, pasitelkiant mokslininkų rekomenduotus vertinimo įrankius, kurie yra pateikti 6 lentelėje.

6 lentelė. Įmonių jungimų veiklos vertinimo įrankiai (šaltinis: sudaryta darbo autorės)

Vertinimo įrankiai	Apskaičiavimas	Šaltiniai
KPI RODIKLIAI		
<i>Rinkodaros rezultatų rodikliai (strateginė sinergija)</i>		
Rinkos dalis, jos augimas	$\text{Rinkos dalis (proc.)} = \frac{\text{Įmonės pardavimo pajamos}}{\text{Rinkos bendros pardavimo pajamos}} \times 100$	Bianconi, Tan, 2019; Cheng, 2018
<i>Darbuotojų veiklos vertinimo rodikliai (organizacijos kultūros ir darbuotojų išlaidų sąveika)</i>		
Darbuotojų kaita	$\text{Darbuotojų skaičiaus dinamika (proc.)} = \frac{(\text{Darbuotojų skaičius laikotarpio pab.} - \text{Darbuotojų skaičius laikotarpio pradž.})}{\text{Darbuotojų skaičius laikotarpio pradžioje}}$	Ghosh, Dutta, 2014; Kucharčikova ir kt., 2018

Vertinimo įrankiai	Apskaičiavimas	Šaltiniai
HCROI	$HCROI = \frac{(Pard.pajamos - Savikaina) - (Veiklos sąnaudos - Su darbo san. susiję išpar.)}{Su darbo santykiškai susiję išsipareigojimai}$	
HCVA	$HCVA = \frac{(Pard.pajamos - Savikaina) - (Veiklos sąnaudos - Su darbo san. susiję išpar.)}{Darbuotojų skaičius}$	Ghosh, Dutta, 2014; Kucharčikova ir kt., 2018
Produktų asortimento pokyčiai	Įvertinamas klientams siūlomų produktų asortimentas prieš įmonių jungimą ir po jo	

Atliekant įmonių jungimų veiklos vertinimą, atrinktos dvi KPI rodiklių grupės: rinkodaros rezultatų ir su žmogiškaisiais ištekliais susiję rodikliai. Taip pat vertinta analizuojamų įmonių klientams siūlomų prekių asortimento pokyčiai po jungimo (žr. 6 lent.).

Rinkos dalies augimo rodiklis pasirinktas todėl, kad jis yra itin reikšmingas ir veikiantis visos įmonės rezultatus. Su personalu susiję rodikliai pasirinkti todėl, kad bet kokiame versle darbuotojai yra be galo svarbūs ir tiesiogiai prisideda prie sėkmės ar nesėkmės versle. Jie taip pat yra svarbi investicija, kuri yra atliekama išmokant darbo užmokestį, apmokant įvairius mokymus, kursus bei atliekant kitokias išmokas. Nors finansinėse ataskaitose įmonės darbuotojai neatsispindi, tačiau tai nereiškia, kad į juos neturėtų būti atsižvelgta atliekant jungimų vertinimą. Su žmogiškaisiais ištekliais susijusių rodiklių grupę sudaro darbuotojų kaita (siekiama iširti įmonių jungimų sąlygotą darbuotojų skaičiaus dinamiką, kuri netiesiogiai, tačiau tuo pačiu dalinai informuoja ir apie organizacijoje pasikeitusią atmosferą, kultūrą, darbuotojų pasitenkinimo, įsitraukimo lygį) ir HCROI bei HCVA. Pastarieji du rodikliai pasirinkti tam, kad būtų įvertinta investicijų į žmogiškąjį kapitalą finansinė nauda įmonei, t. y., ar po jungimo padidėjus / sumažėjus investicijoms į žmogiškąjį kapitalą padidėjo / sumažėjo jų atsiperkamumas.

Įmonių jungimų veiklos vertinimo apribojimai: dėl nepalankiai susiklosčiusių susisiekiimo su analizuojamų įmonių vadovybe galimybių apklausa nevykdyta. Taip pat dalis teorinėje dalyje išskirtų veiklos vertinimo KPI rodiklių (taip pat ir visi technologijų bei procesų sinergijos rodikliai) šame darbe nevertinami dėl vidinių analizuojamų įmonių duomenų neprieinamumo.

Tyrime taip pat bus identifikuojami jungimosi tikslai bei analizuojama, ar jie kiekvienu iš analizei pasirinktų atvejų buvo sėkmingai pasiekti. Pabrėžtina tai, kad finansinio ir veiklos vertinimo rodiklių rinkinys sudarytas ne tik pagal tai, kuriems įmonės aspektams jungimas sąlygoja didžiausius pokyčius, tačiau taip pat atsižvelgiant ir į pagrindinius įmonių jungimo tikslus, kad atlikus tyrimą būtų galima įvertinti, ar jie buvo pasiekti.

Įmonių jungimų vertinimui (tiek finansiniam, tiek veiklos) reikiami duomenys naudoti iš analizei pasirinktų įmonių šešerių metų (2011-2016 m.) laikotarpio finansinių ataskaitų (balanso ir pelno (nuostolių) ataskaitos) bei aiškinamųjų raštų. Veiklos vertinimui reikalingi papildomi duomenys, tokie, kaip: darbuotojų, pareigybių skaičius ir kt., imti iš įmonių pateiktų tvaraus verslo ataskaitų bei aiškinamųjų raštų.

Pagal pateiktą metodologiją atliktas tyrimas, kurio rezultatai pateikti kitoje darbo dalyje.

4. Įmonių jungimų tyrimo rezultatai

4.1. AB „AUGA group“ jungimo atvejo tyrimo rezultatai

4.1.1. AB „AUGA group“ veiklos srities ir jungimo aprašymas

Veiklos sritis. AB „AUGA group“ įsteigta 2003 m. ir yra vertikaliai integruota bendrovė, kurios akcijomis yra prekiaujama „Nasdaq Vilnius“ vertybinių popierių biržoje. Bendrovės veikla vykdoma vadovaujantis, kaip jie patys akcentuoja, „nuo lauko iki lentynos“ (AB „AUGA group“ tvaraus verslo ataskaita, 2017, p. 5) principu, kadangi kiekvieną tiekimo grandinės dalį atlieka jie patys savarankiškai, t. y. patys užsiaugina žaliavas, reikalingas produktų gamybai, atlieka visus reikiamus gamybos procesus bei tiekia vartotojams galutinius produktus. Produktų asortimentą sudaro įvairių grūdų, pieno, daržovių bei grybų produkcija. Nuo 2017 m. pradėta gaminti ir prekiauti rapsų aliejumi, vištiena ir visiškai vartojimui paruoštomis sriubomis. Apie 80 proc. visos pagamintos produkcijos yra eksportuojama į užsienio rinkas.

Pabrėžtina tai, kad iki pat 2016-ųjų įmonių grupė buvo žinoma „Agrowill Group“ pavadinimu, tačiau minėtais metais pristačius „AUGA“ prekinį ženklą, bendrovės pavadinimas buvo pakeistas į dabar esantį „AUGA group“ (tyrimo dalyje toliau bus naudojamas šis pavadinimas).

Naujausiais duomenimis (2019 m. gruodžio 31d.) AB „AUGA group“ turi 136 dukterines įmones.

Bendrovės finansiniai metai sutampa su kalendoriniais metais, t. y. prasideda sausio 1 d.

Jungimo aplinkybės. AB „Agrowill Group“ (AB „AUGA group“ buvęs pavadinimas iki 2016 m.) 2014 m. balandžio mėnesį teisiškai įsigijo įmonę UAB „Baltic Champs“, kurios vykdoma veikla apima grybų auginimą bei prekybą. Tai yra nacionalinis įmonių jungimas. Bendrovė „Agrowill Group“ išleido naujas akcijas, o UAB „Baltic Champs“ akcininkai jas įsigijo (83 444 014 vnt.). Šių akcijų emisiją pastarieji 100 proc. apmokėjo „Baltic Champs“ akcijomis, kurios buvo įvertintos jungimosi data. Jų vertė siekė 25,6 mln. eurų. Derėtų paminėti ir tai, kad UAB „Baltic Champs“ pradėjo veikti tik 2013 m. rugpjūčio mėnesį ir veiklą vykdė tik 5 mėnesius (AB „Agrowill Group“ aiškinamasis raštas, 2014).

Jungimo tikslai: veiklos diversifikavimas, pardavimo pajamų didinimas, rinkos plėtra.

Jungimo reglamentavimas ir apskaitos aspektai. Pagal anksčiau aptarto 3-ojo TFAS „Verslo jungimai“ nuostatas, šis įmonių jungimas yra identifikuojamas kaip atvirkštinis įsigijimas, nes įmonės UAB „Baltic Champs“ akcininkai įgijo kontrolės teisę į 53,01 proc. AB „Agrowill Group“ akcijų, o pastarosios akcininkams priklauso likusioji 46,99 proc. įstatinio kapitalo dalis (AB „Agrowill Group“ aiškinamasis raštas, 2014).

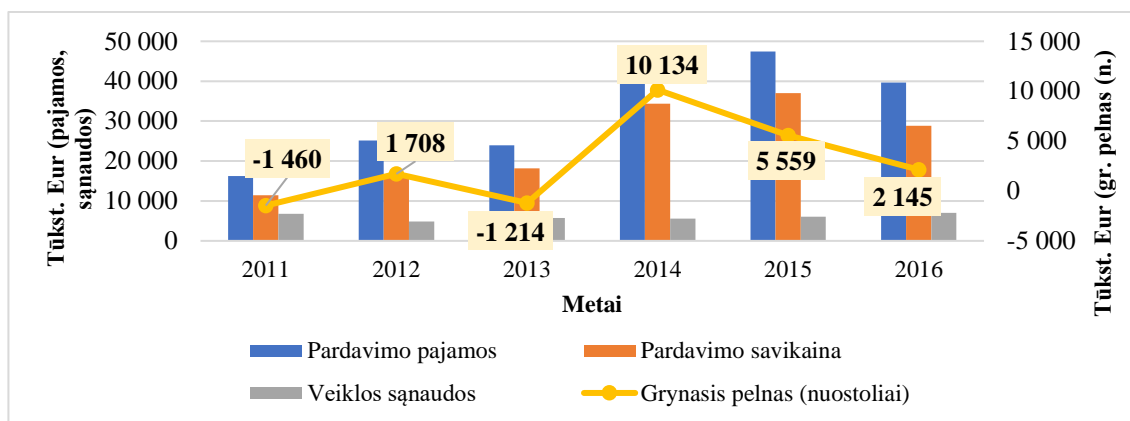
Apskaitos tikslais AB „Agrowill Group“ yra teisinis pirkėjas ir apskaitos tikslais traktuojama kaip įsigyjamoji bendrovė, tuo tarpu UAB „Baltic Champs“ – įgijėjas. Taigi, teisiškai UAB „Baltic Champs“ yra apskaitinis įgijėjas ir dėl to šiai įmonei atsiranda prievolė rengti konsoliduotas finansines ataskaitas, į jas įtraukiant savo ir dukterinių įmonių (taip pat ir AB „Agrowill Group“) duomenis (AB „Agrowill Group“ aiškinamasis raštas, 2014).

Atvirkštinio įsigijimo apskaitymo metu tikroji grynojo AB „Agrowill Group“ turto vertė ir šio sandorio eigoje sumokėto atlygio tikroji vertė naudotos atliekant prestižo vertės nustatymą. Apskaitytas neigiamas prestižas, kurio suma siekė 8,866 mln. eurų. Taip įvyko dėl žemos naujų akcijų

kainos, kurią sąlygojo užtrukęs AB „Agrowill Group“ restruktūrizavimo procesas (AB „Agrowill Group“ aiškinamasis raštas, 2014).

4.1.2. AB „AUGA group“ jungimo finansinis vertinimas

Įmonės finansinis vertinimas dažnu atveju pradedamas būtent nuo pardavimo pajamų ir sąnaudų kitimo apžvalgos, kadangi tai turi tiesioginį poveikį įmonės pelno rezultatams, kas yra vienas iš svarbiausių rodiklių įmonės vadovams. Iš pateikto bendrovės „AUGA group“ pardavimo pajamų, sąnaudų ir grynojo pelno (nuostolių) kitimo laike diagramos (žr. 17 pav.) galima pastebėti, kad šie rodikliai pasižymi nuolatiniiais svyravimais.



17 pav. AB „AUGA group“ pajamų, sąnaudų ir grynojo pelno (nuostolių) dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

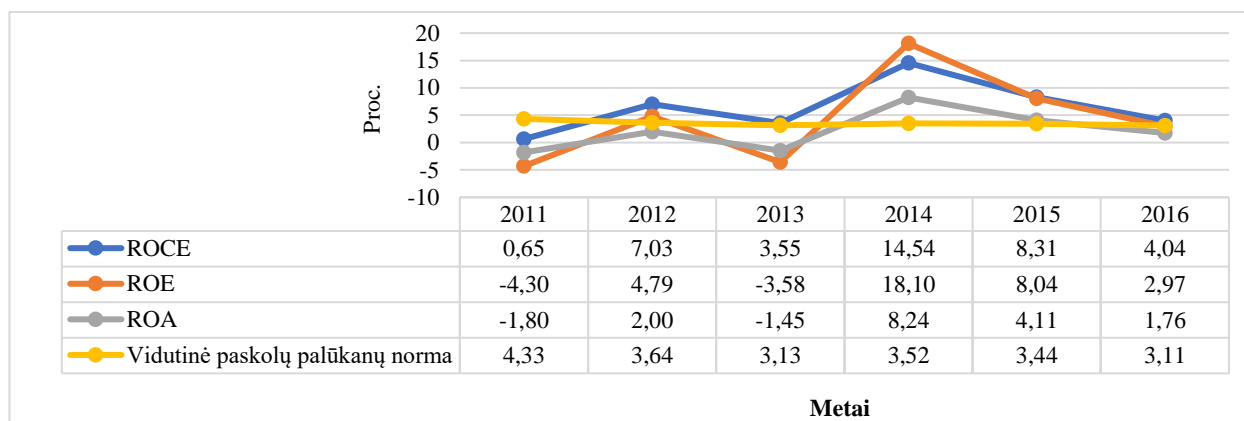
Analizuojant bendrovės pardavimo pajamas pastebėta, kad 2011-2013 m. jos svyravo 16,241-25,107 mln. eurų intervale (žr. 2 priedą). Tiesa, 2012-aisiais fiksuotas 54,58 proc. augimas (žr. 3 priedą), kurį lėmė dėl augalininkystės segmentui pagerėjusių klimato sąlygų išaugusios gamybos apimtys, o 2013-aisiais dėl sumažėjusio derliaus ir tarptautinėje rinkoje sumažėjusios grūdų kainos bendrovės pajamos sumažėjo 4,75 proc. Neįprastai didelis proveržis pastebimas 2014 m., kadangi tada nagrinėjamas rodiklis, lyginant su 2013 m., išaugo 75,42 proc. ir siekė 41,950 mln. eurų. Šis pajamų padidėjimas siejamas su 2014 m. įvykusi jungimusi su UAB „Baltic Champs“. 2015-2016 m. pardavimo pajamos kito sąlyginai nežymiai.

Kalbant apie bendrovės sąnaudų kitimą, jis analogiškas pardavimo pajamų kitimo tendencijoms. Kaip ir pardavimo pajamos, taip ir pardavimo savikaina bei veiklos sąnaudos visu analizuojamu laikotarpiu mažiausios buvo prieš bendrovių jungimą, t. y. 2011-2013 m. Dėl bendrovių konsolidavimo 2014 m. savikaina padidėjo taip pat kaip ir pardavimo pajamos – 89,23 proc., tačiau veiklos sąnaudos sumažėjo 2,91 proc. (žr. 3 priedą). 2015-2016 m. pardavimo savikaina kito analogiškai pardavimo pajamų kryptimis, tuo tarpu veiklos sąnaudos 2016-aisiais padidėjo 15,57 proc., daugiausiai dėl padidėjusio darbo užmokesčio sąnaudų. Pabrėžtina ir tai, kad pardavimo savikaina iki jungimo sandorio sudarė 76 proc. pardavimo pajamų, o po jungimo – 82 proc., tačiau sulig kiekvienais metais ši dalis sumažėjo iki 73 proc. 2016-aisiais (žr. 4 priedą).

Minėti pajamų ir sąnaudų pokyčiai laike sąlygoja atitinkamus pakitimus grynajam pelnui (nuostoliams). Iš to paties 17 paveikslą galima matyti, kad 2011-2013 m. bendrovė balansavo tarp grynojo pelno ir nuostolių, tačiau 2014-aisiais dėl pajamų didesnio nei sąnaudų augimo (8,21 proc. punkto) (žr. 3 priedą) pasiektas didžiausias grynasis pelnas per visą analizuojamą laikotarpį – 10,134

mln. eurų, bei yra siejamas su tais metais vykusių bendrovių jungimosi sandoriu, kadangi prie tokio staigaus rodiklio šuolio stipriai prisidėjo ir reikšmingo 8,866 mln. eurų dydžio neigiamo prestižo nurašymas. 2015 m. ir 2016 m. bendrovė toliau fiksavo grynąjį pelną, tik jau mažesni – sulig kiekvienais metais jis mažėjo atitinkamai po 45,15 proc. ir 61,41 proc. (žr. 3 priedą).

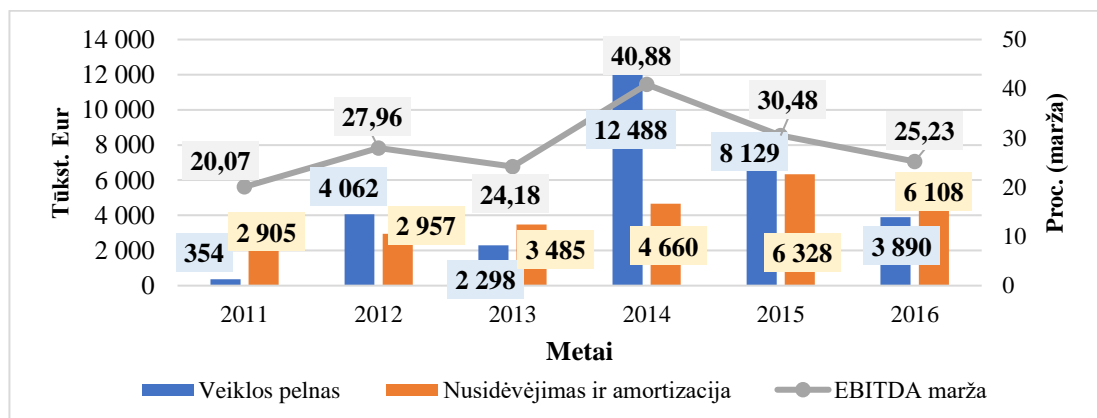
Pagrindinių pelningumo rodiklių bei vidutinės bendrovės paskolų iš kredito įstaigų palūkanų normos dinamika pavaizduota 18 paveiksle. Paskolų palūkanų norma į diagramą įtraukiama dėl ROCE rodiklio interpretavimo.



18 pav. AB „AUGA group“ ROCE, ROE, ROA rodiklių ir vidutinės paskolų palūkanų normos dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Prieš įmonių jungimą (2011-2013 m.) visi 18 paveiksle pavaizduoti pelningumo rodikliai pasižymi kur kas mažesnėmis reikšmėmis, lyginant su laikotarpiu po įmonių jungimo. 2014-aisiais, išaugus veiklos pelnui, nuostolius keitė grynasis pelnas, dėl ko gerokai padidėjo visi analizei pasirinkti pelningumo rodikliai: ROCE reikšmė padidėjo iki 14,54 proc. ir palūkanų normą viršijo 11,02 proc. punkto, ROE, palyginus su ankstesniais metais, padidėjo 21,68 proc. punkto ir siekė 18,10 proc., o ROA padidėjo 9,69 proc. punkto ir reikšmė tapo lygi 8,24 proc. Kitais dvejais metais šie rodikliai nebuvo tokie aukšti, tačiau reikšmės vis tiek išliko teigiamos.

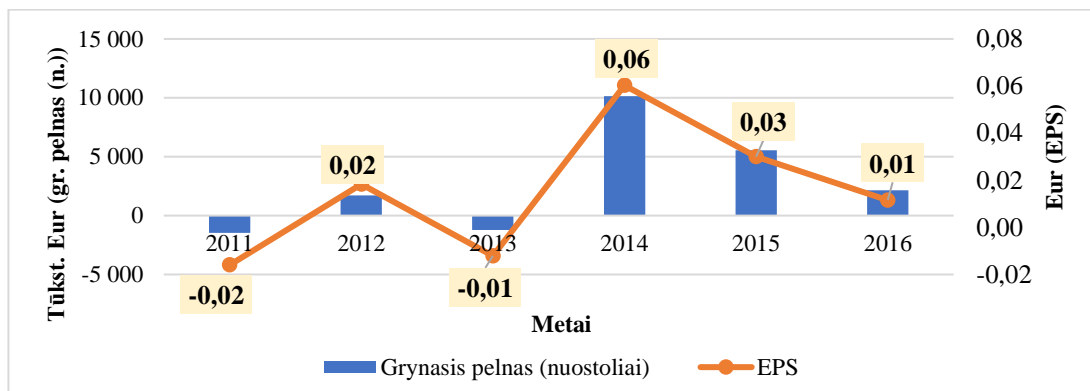
Taip pat dažnai finansiniam įmonės vertinimui naudojamas pelningumo rodiklis yra EBITDA marža (žr. 19 pav.).



19 pav. AB „AUGA group“ veiklos pelno, nusidėvėjimo ir amortizacijos bei EBITDA maržos dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Kaip ir ankstesnių rodiklių, taip ir šių mažiausios reikšmės fiksuotos 2011-2013 m., kai ir veiklos pelnas buvo mažiausias. Po įmonių jungimo – 2014 m. – veiklos pelnas padidėjo beveik 5,50 karto, o EBITDA marža siekė net 40,88 proc. 2015-2016 m. rodiklis palaipsniui mažėjo, tačiau vis tiek išliko ganėtinai aukštas ir 2016 m. siekė 25,23 proc.

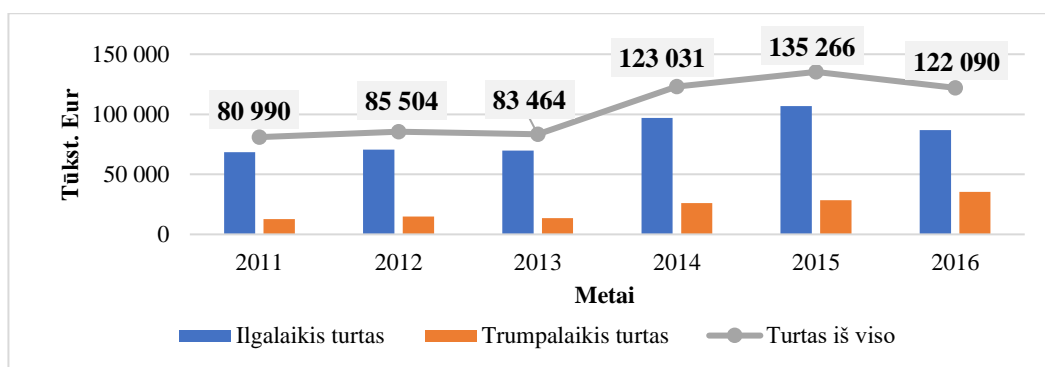
Investuotojams ir akcininkams itin svarbus pelno, tenkančio vienai akcijai, (EPS) rodiklis, todėl 20 paveiksle pateikiamas jungimosi poveikis šiam rodikliui.



20 pav. AB „AUGA group“ grynojo pelno (nuostolių) ir EPS dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Kadangi 2011 m. ir 2013 m. bendrovė patyrė nuostolius, todėl ir tų metų EPS rodiklio reikšmės yra neigiamos. Nors 2014-aisiais dėl jungimo sandorio padidėjo bendrovės akcijų kiekis (išaugo 83 mln. vnt.), tačiau grynasis pelnas procentiniu požiūriu padidėjo daugiau, dėl to EPS rodiklis padidėjo iki 0,06 euro grynojo pelno, tenkančio vienai bendrovės akcijai. 2015-2016 m. šio rodiklio reikšmės vis mažėjo, tačiau vis tiek išliko teigiamos.

Ne mažiau svarbu nustatyti, kokį poveikį įmonių jungimasis turi organizacijos veiklos vykdymui naudojamiems ištekliams. Šiam tikslui pirmiausiai įvertinami įmonės bendro turto sandara bei turto apyvartumo rodikliai, kurių dinamika laike pateikta žemiau esančiuose 21 ir 22 paveiksluose.

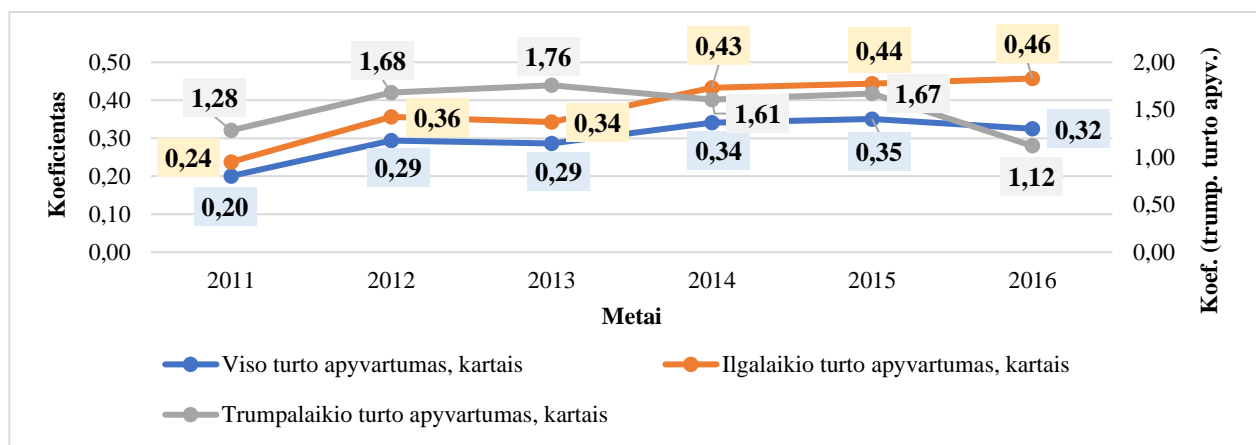


21 pav. AB „AUGA group“ turto dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

2012 m. bendras įmonės turtas siekė 85,504 mln. eurų (žr. 21 pav. ir 5 priedą), tačiau 2013-aisiais tiek ilgalaikis, tiek trumpalaikis turtas mažėjo, dėl ko 2,39 proc. sumažėjo ir bendras rezultatas, t. y. turtas iš viso. Tai lėmė padidėjusio ilgalaikio turto nusidėvėjimas ir dalies žemės pardavimas (AB „Agrowill Group“ aiškinamasis raštas, 2012). 2014-aisiais pastebimas santykinai didelis, t. y. 47,41 proc., turto šuolis (žr. 6 priedą). Dėl konsolidacijos su UAB „Baltic Champs“ ilgalaikis turtas išaugo

38,74 proc., o trumpalaikis – 91,88 proc. 2015 m. dėl toliau vykdomų investicijų į žemės ūkio įrangą bei žemės plotų įsigijimą turtas padidėjo dar 9,94 proc., o 2016-aisiais, bendrovei pardavus dalį žemės ploto, ilgalaikis turtas sumažėjo 18,87 proc.

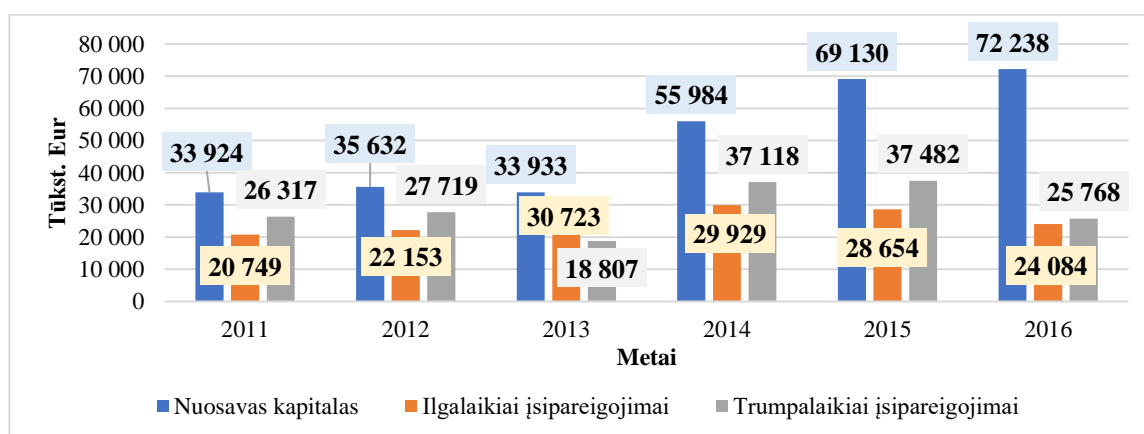
Analizuojant turto apyvartumo rodiklius, pastebėta plati reikšmių variacijos amplitudė (žr. 22 pav.).



22 pav. AB „AUGA group“ turto apyvartumo rodiklių dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Stebint ilgalaikio ir trumpalaikio turto apyvartumo reikšmes matoma, kad 2011-2013 m. abiejų rodiklių rezultatai kinta beveik lygiagrečiai, tačiau 2014 m. ilgalaikio turto apyvartumas padidėjo 0,09 punkto (kadangi pajamos augo 36,67 proc. punkto daugiau nei ilgalaikis turtas), o trumpalaikio priešingai – sumažėjo 0,15 punkto (nes trumpalaikis turtas augo 16,46 proc. punkto daugiau nei pajamos). Tuo tarpu viso turto apyvartumas minėtais metais padidėjo 0,05 punkto (kadangi pajamos augo 28,01 proc. punkto daugiau nei visas turtas). 2015 m. visi turto apyvartumo rodikliai didėjo, o 2016-aisiais dėl anksčiau minėtų pardavimo pajamų bei turto pokyčių kito atitinkamomis kryptimis.

Bendrovių jungimasis taip pat daro įtaką ir kapitalo – tiek nuosavo, tiek skolinto – pokyčiams. Siekiant išsiaiškinti šių pokyčių mastą ir kryptį, atliekamas jungimosi poveikio kapitalui vertinimas. Žvelgiant į 23 pav. matomas nuosavo kapitalo bei įsipareigojimų kitimas 2011-2016 m. laikotarpiu.

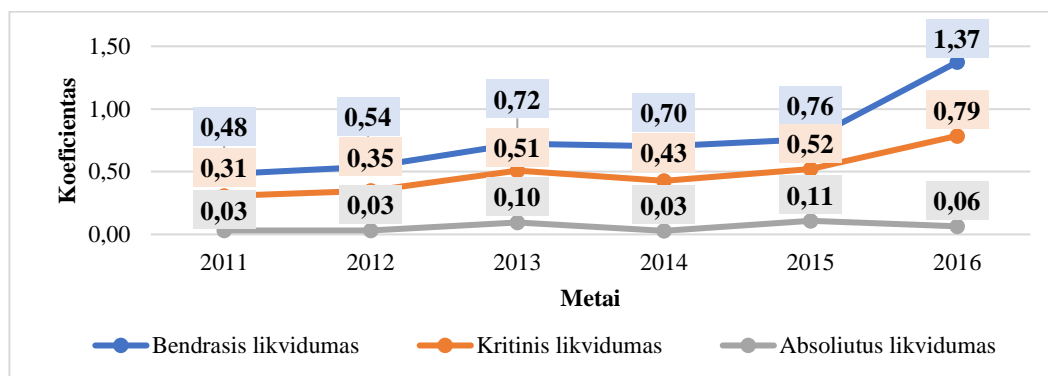


23 pav. AB „AUGA group“ nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

2011-2013 m. tiek nuosavas, tiek skolintas kapitalas kito nežymiai. Žymesni pokyčiai pastebimi tik įsipareigojimų dalies struktūroje: 2013-aisiais ilgalaikiai įsipareigojimai išaugo 38,68 proc., kai tuo

tarpu trumpalaikiai – sumažėjo 32,15 proc., o bendras įsipareigojimų rezultatas sumažėjo vos 0,69 proc. (žr. 6 priedą). 2014 m. dėl UAB „Baltic Champs“ įsigijimo padidėjo įstatinis kapitalas bei akcijų priedai, kas lėmė 64,98 proc. padidėjusį nuosavą kapitalą. Dėl konsolidacijos taip pat padidėjo ir įsipareigojimai (35,37 proc. padidėjimas). 2015-2016 m. dėl perkainojimo rezervo ir sukauptų nuostolių mažėjimo nuosavas kapitalas toliau didėjo, ilgalaikiai įsipareigojimai dėl prisiimtų paskolų grąžinimo mažėjo, trumpalaikiai įsipareigojimai išaugo dėl trumpalaikių paskolų padidėjimo, o 2016 m. dėl jų grąžinimo – mažėjo.

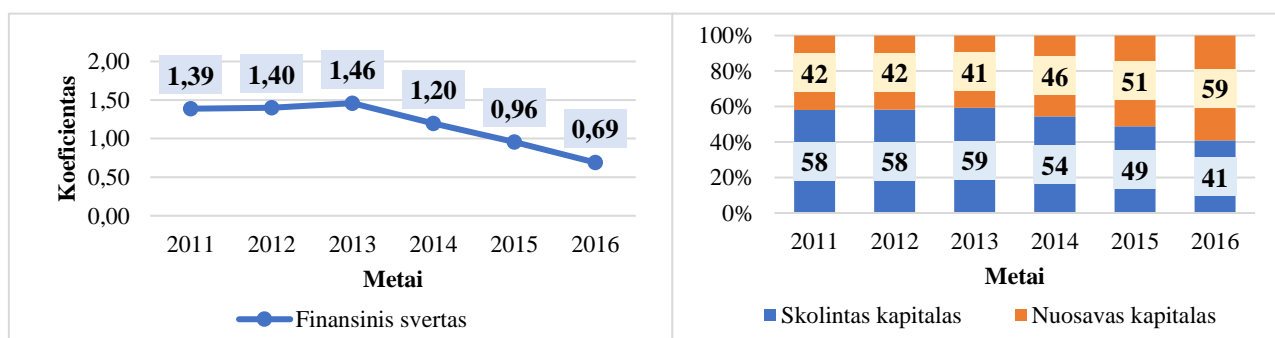
Tiriant bendrovės galimybių, susijusių su trumpalaikių įsipareigojimų vykdymu, panaudojant turimą turtą, kitimą vertinami kreditoriams itin aktualūs likvidumo rodikliai (žr. 24 pav.).



24 pav. AB „AUGA group“ likvidumo rodiklių dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Nagrinėjant 2011-2013 m. laikotarpį pastebima, kad visi apskaičiuoti likvidumo rodikliai pasižymi ta pačia didėjimo tendencija (tik absoliutus likvidumas 2012 m. išliko toks pat kaip ir ankstesniaisiais metais). Tačiau 2014-aisiais kiekvienas iš jų sumažėjo: bendrasis likvidumas sumažėjo 0,02 punkto, kritinis – 0,08 punkto ir absoliutus – 0,07 punkto. Tai lėmė trumpalaikių įsipareigojimų 5,49 proc. punkto didesnis nei trumpalaikio turto prieaugis, 153,72 proc. padidėjusios atsargos bei 41,44 proc. sumažėję pinigai ir pinigų ekvivalentai. 2015 m. visi likvidumo rodikliai pagerėjo, o 2016-aisiais bendrasis likvidumas siekė 1,37, vadinasi, įmonė pradėjo dar efektyviau vykdyti savo trumpalaikius įsipareigojimus. Iš kreditorių perspektyvos tokia situacija vertinama palankiau nei ankstesniaisiais periodais.

Bendrovės vykdomos veiklos rizikos įvertinimui pasirinktas finansinis svertas. Šio rodiklio bei jo dedamųjų kitimas laike pavaizduotas 25 paveiksle.

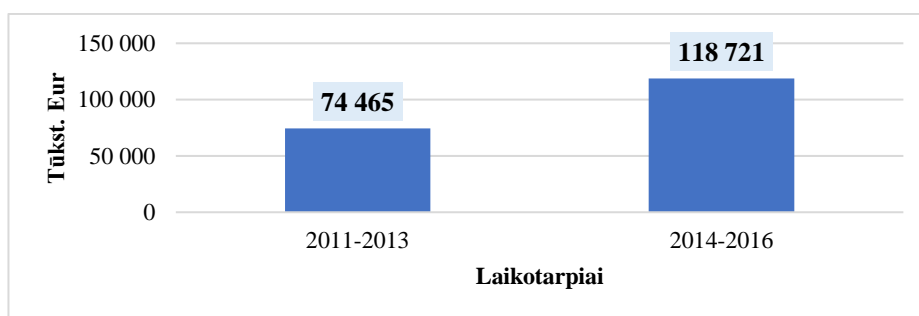


25 pav. AB „AUGA group“ finansinio sverto ir jo dedamųjų struktūros dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

2011-2013 m. AB „AUGA group“ finansinio svėro reikšmės kito nedaug, kadangi kapitalo struktūra minėtu laikotarpiu kito nežymiai (žr. 25 pav.). 2013-aisias jis lygus 1,46, vadinasi, bendrovės įsipareigojimai nuosavą kapitalą tais metais viršijo 1,46 karto ir bendrovė buvo tiesiog priklausoma nuo skolinto kapitalo, kas kėlė akcijų rizikingumą. Tačiau 2014-aisiais pastebimas koeficiento mažėjimas, nes būtent nuo šių metų nuosavo kapitalo augimo tempas buvo didesnis nei skolinto kapitalo, dėl ko kapitalo struktūra pradėjo keistis. 2015 m. skolinto kapitalo dalis bendrame kapitale sudarė jau mažiau nei 50 proc., t. y. 49 proc., o 2016-aisiais – sumažėjo netgi iki 41 proc. (žr. 25 pav. ir 7 priedą). 2015-aisiais finansinis svėras siekė 0,96, o 2016 m. – tik 0,69, vadinasi, po jungimosi su UAB „Baltic Champs“ sulig kiekvienais metais bendrovė savo veiklą finansavo vis daugiau savininkų, o ne skolintomis lėšomis, ir dėl mažėjančios priklausomybės nuo skolinto kapitalo tapo vis mažiau rizikinga. Tačiau pabrėžiama, kad nuosavo kapitalo kaštai yra didesni nei skolinto (žr. 8 priedą).

Įvertinus kapitalo struktūros pokyčius derėtų nustatyti svėrtinius kapitalo kaštus (WACC). WACC nustatyti pasinaudojus AB „AUGA group“ aiškinamajame rašte pateiktas kiekvienų metų vidutinės kredito įstaigų suteiktų paskolų palūkanų normas, įvertinus pelno mokesčio efektą (pelno mokesčio tarifas visu laikotarpiu nekito ir buvo lygus 15 proc.) bei įvertinus skolinto kapitalo dalį visame kapitale. Nuosavo kapitalo kaštai apskaičiuoti, įvertinus bendrovės aiškinamajame rašte pateiktus laisvą nuo rizikos pelno normą, laukiamą rinkos grąžos normą ir beta koeficientą bei įvertinus nuosavo kapitalo dalį visame kapitale. Vidutiniai svėrtiniai kaštai lygūs atitinkamo laikotarpio skolinto ir nuosavo kapitalo kaštų sumai (gautos reikšmės pateiktos 8 priede). Apskaičiuotos WACC reikšmės toliau tyrime naudojamos kaip diskonto normos, skaičiuojant įmonės vertę.

Kaip nuolat kinta bendrovės generuojamos pajamos, patiriamos sąnaudos, išteklių bei kapitalo struktūros, taip ir įmonės vertė kinta paprastai kiekvienais metais. Šiame tyrime įmonės vertė skaičiuojama dvejais metodais – EVA ir DCF. Siekiant palyginti įmonės vertę prieš jungimą ir po jo, nagrinėjamas laikotarpis yra skeliamas pusiau, t. y. į 2011-2013 m. ir 2014-2016 m. Skaičiuojant įmonės vertę iki bendrovių jungimo, diskonto normai apskaičiuoti buvo naudojami 2011 m. WACC (reikšmė lygi 5,67 proc.), o po jungimo – 2014 m. WACC (reikšmė lygi 6,64 proc.), kadangi situacija vertinta iš pirmųjų kiekvieno laikotarpio metų pozicijos. Įmonės vertės, gautos EVA metodu, pateiktos 26 paveiksle.

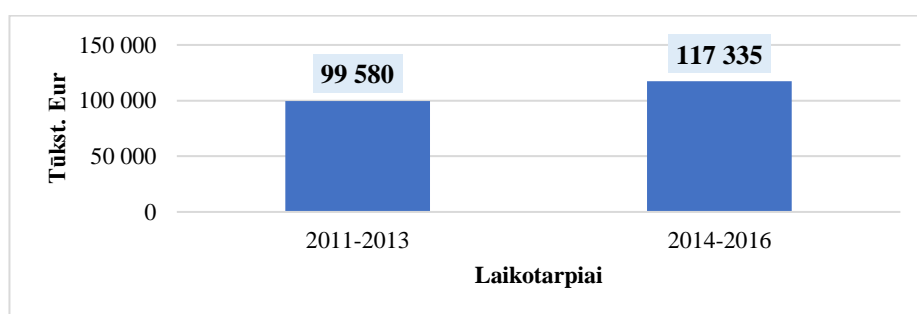


26 pav. AB „AUGA group“ vertė, nustatyta EVA metodu, prieš jungimą ir po jo (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Visu 2011-2013 m. laikotarpiu fiksuotos neigiamos EVA vertės (žr. 9 priedą). Daugiausiai tokį rezultatą lėmė sąlyginai žemos NOPAT reikšmės, kurios prieš įmonių jungimą svyravo tarp 0,301-3,452 mln. eurų. Tačiau, nepaisant neigiamos EVA, įmonės vertė 2011-2013 m. siekė 74,465 mln. eurų. 2014 m., kai NOPAT išaugo 5,44 karto (lyginant su 2013 m. verte), EVA tapo teigiama ir siekė

2,440 mln. eurų, vadinasi, dėl bendrovių jungimosi padidėjo ekonominė pridėtinė vertė. Tačiau 2015 m. EVA reikšmės vėl tapo neigiamos, t. y. įmonė pradėjo vėl nebekurti ekonominės pridėtinės vertės, bet tai nereiškia, kad bendrovė neteisingai paskirsčiusi kapitalą. Be nuo bendrovės nepriklausančių aplinkybių, tokių, kaip: žaliavų kainų rinkoje augimas, nepalankios oro sąlygos ir t. t., dėl ko mažėjo EBIT, prie neigiamos rodiklio reikšmės taip pat prisidėjo ir 2015-2016 m. į naujas technologijas atliktos papildomos 15 mln. eurų dydžio investicijos (AB „AUGA group“ tvaraus verslo ataskaita, 2017). Šios investicijos prisidėjo prie EVA mažinimo minėtu laikotarpiu, tačiau, žvelgiant į ateities perspektyvą, ilguoju laikotarpiu jos priešingai – turėtų padidinti ekonominę pridėtinę vertę. Pagerėjusios EVA reikšmės ir padidėjęs kapitalas sąlygojo įmonės vertės išaugimą iki 118,721 mln. eurų. Vadinasi dėl bendrovių jungimo įmonės vertė, nustatyta EVA metodu, padidėjo 44,256 mln. eurų.

Skaiciuojant įmonės vertę DCF metodu, gaunami panašūs rezultatai (žr. 27 pav.).



27 pav. AB „AUGA group“ vertė, nustatyta DCF metodu, prieš jungimą ir po jo (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Įvertinus NOPAT, nusidėvėjimo sąnaudas, apyvartinio kapitalo pokyčius bei ilgalaikes investicijas gauti laisvieji pinigų srautai (FCF), kuriuos diskontavus ir pridėjus TV dabartinę vertę, gauta įmonės vertė, kuri prieš jungimą lygi 99,580 mln. eurų, o po jo – 117,335 mln. eurų. Nors TV dabartinė vertė didesnė 2011-2013 m. laikotarpiu (lygi 72,790 mln. eurų, o 2014-2016 m. – 38,422 mln. eurų), tačiau bendrą rezultatą lėmė kur kas didesni 2014-2016 m. laikotarpio diskontuoti pinigų srautai (žr. 10 priedą). Vadinasi, dėl įmonių konsolidacijos AB „AUGA group“ vertė, nustatyta DCF metodu, padidėjo 17,756 mln. eurų.

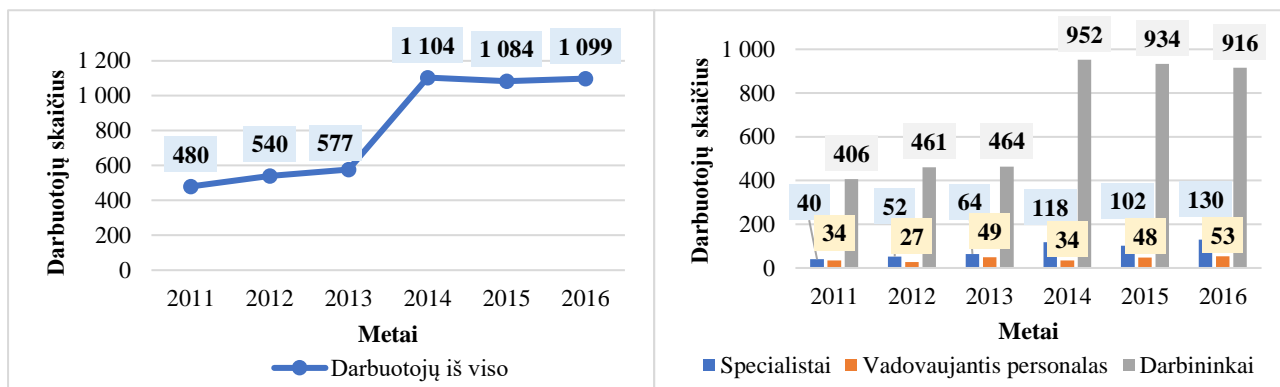
Pastebima, kad įmonės vertė, apskaičiuota EVA metodu, šiek tiek skiriasi nuo vertės, gautos DCF metodu. Taip yra todėl, kad EVA įvertina bendrovės generuojamą ekonominį pelną, o DCF parodo įmonės vertę, įvertinant būsimus pinigų srautus, perskaičiuojant juos į dabartinę vertę, bei pridėdant tęstinės vertės dabartinę vertę. Įmonės vertė 2014-2016 m. didesnė skaičiuojant EVA metodu, nes po jungimo padidėjo ekonominė pridėtinė vertė.

Atlikus AB „AUGA group“ finansinį vertinimą pastebėta, kad dėl bendrovės jungimo su AB „Baltic Champs“ pirmaisiais metais po jungimosi padidėjo pardavimo pajamos, sąnaudos, pelningumas, išaugo turto apyvartumas, kapitalo struktūroje padidėjo nuosavo kapitalo dalis, dėl ko sumažėjo finansinis svertas, taip pat sumažėjo likvidumo rodikliai bei padidėjo įmonės vertė. Tačiau antraisiais metais po jungimo pelningumas pradėjo mažėti, likvidumas – gėrėti, o trečiaisiais – pajamos, pelningumas, turto apyvartumas dar labiau suprastėjo, nors vis tiek reikšmės išliko didesnės nei prieš šį sandorį. Apibendrinant galima teigti, kad jungimo sandoris daugiausiai teigiamą efektą turėjo tik pirmaisiais metais po jungimo, dėl kurio bendrovės pajamos, pelningumas, apyvartumas bei įmonės vertė pakito teigiama kryptimi. Detalesnis finansinio vertinimo apibendrinimas pateiktas 11 priede.

4.1.3. AB „AUGA group“ jungimo veiklos vertinimas

Veiklos vertinime didžiausias dėmesys skiriamas įmonės žmogiškiesiems ištekliams, kadangi, kaip jau minėta trečioje darbo dalyje, įmonės sėkmė didžiaja dalimi priklauso būtent nuo įmonėje dirbančių darbuotojų – nuo jų kompetencijos, pajėgumų, įsitraukimo į veiklą, siekio tobulėti ir pan.

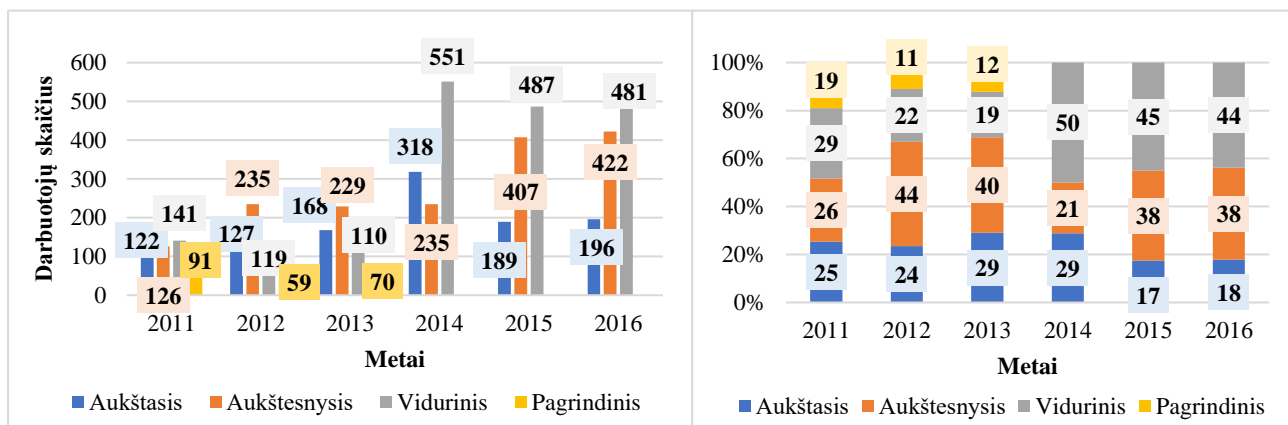
Dažniausiai dėl jungimo sandorių išauga gamybos ar paslaugų teikimo apimtys, todėl atsiranda didesnis darbuotojų poreikis. Taip įvyko ir AB „AUGA group“ jungimo atveju.



28 pav. AB „AUGA group“ darbuotojų skaičius ir pasiskirstymo pagal pozicijų lygmenis dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ aiškinamaisiais raštais, 2011-2016)

Nuo pat 2011 m. kasmet augant verslui palaipsniui didėjo ir darbuotojų skaičius (žr. 28 pav.). Iki 2013 m. jų skaičius nuo 2011-ųjų padidėjo 20,21 proc. 2014 m., susijungus su AB „Baltic Champs“, bendrovės personalą papildė dar 527 darbuotojai, kas sudarė net 91,33 proc. pokytį. Kaip matoma iš 28 paveiksle dešinėje pusėje esančios diagramos, daugiausiai išaugo darbininkų skaičius (padidėjo net 2,05 karto), dėl veiklos diversifikavimo išaugo ir specialistų poreikis – jų padidėjo 1,84 karto (nuo 64 iki 118 darbuotojų). Tuo tarpu vadovaujančio personalo 15 darbuotojų sumažėjo ir tai sudarė 30,61 proc. pokytį. 2015-2016 m. darbuotojų skaičius ir jų pasiskirstymas pagal pozicijų lygmenis kito sąlyginai nežymiai, t. y. darbuotojų skaičius kito atitinkamai po -1,81 proc. ir 1,38 proc.

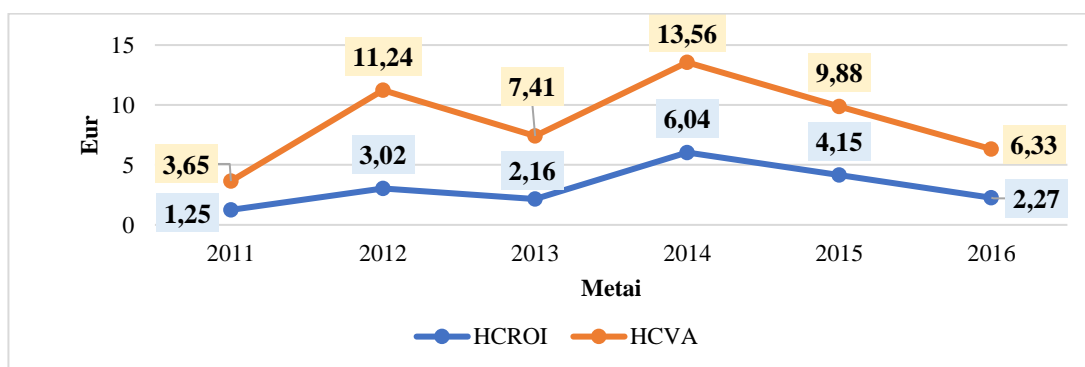
Kalbant apie personalo išsilavinimą, 2011-2013 m. laikotarpiu bendrovėje dirbo daugiausiai aukštesnįjį išsilavinimą įgijusių darbuotojų (2013 m. jie sudarė 40 proc. visų darbuotojų), o mažiausiai – tik pagrindinį išsilavinimą įgijusių (12 proc. visų darbuotojų) (žr. 29 pav.).



29 pav. AB „AUGA group“ darbuotojų pasiskirstymo pagal išsilavinimą dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ aiškinamaisiais raštais, 2011-2016)

Tačiau 2014-2016 m. situacija pasikeitė. Po įmonių jungimo didžiąją dalį, t. y. lygiai pusę, personalo sudarė tik vidurinį išsilavinimą įgiję darbuotojai. Pastebimos aiškios sąsajos su ką tik aptartu darbininkų skaičiaus padidėjimu, kadangi žemės ūkio, gamybos, pakavimo ir panašiose veiklose, kur darbuotojams nereikia priiminti tolimesnę bendrovės veiklą lemiančių sprendimų, iš jų nėra reikalaujama aukštojo išsilavinimo. Aukštąjį ir aukštesnįjį išsilavinimą įgijusių darbuotojų 2014 m. padaugėjo atitinkamai 89,29 proc. ir 2,62 proc. (žr. 29 pav.), kai tuo tarpu specialistų per tą patį laikotarpį padaugėjo 84,38 proc., o vadovaujančio personalo netgi sumažėjo 30,61 proc. Vadinasi, po įmonių jungimo buvo keliami turimo personalo kvalifikacija. Taip pat pabrėžtina, kad po įmonių konsolidacijos nebeliko tik pagrindinį išsilavinimą įgijusių darbuotojų. 2015-2016 m. bendrovėje toliau daugėjo aukštesnįjį išsilavinimą įgijusių darbuotojų (2015-aisiais jų padaugėjo net 73,19 proc.).

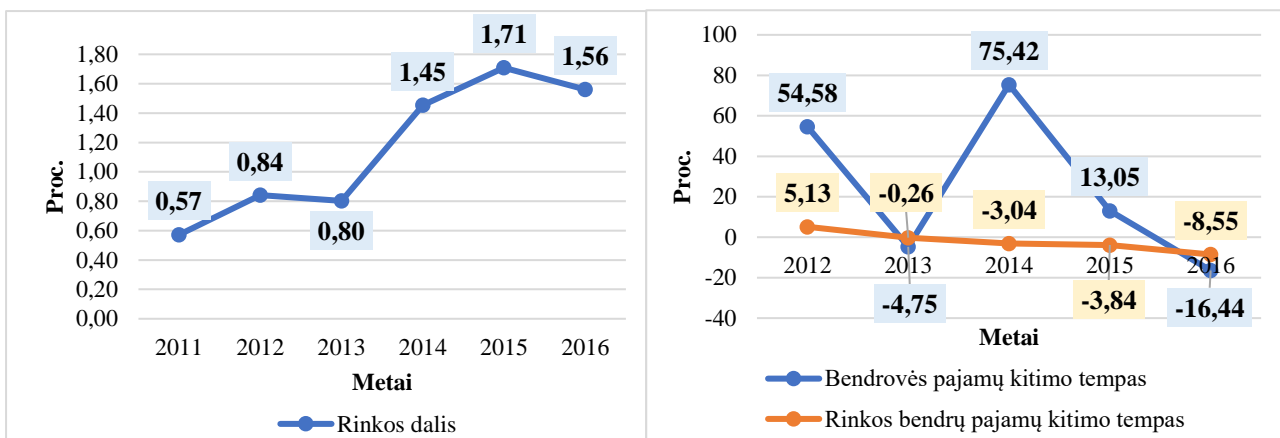
AB „AUGA group“ vadovybė teigia, kad darbuotojai yra bendrovės didžiausia vertybė, todėl jų kvalifikacijos kėlimas vyksta bendrovės lėšomis. Bendrovė taip pat investuoja į talentų pritraukimą bei skatina darbuotojų lojalumą, išlaikydami konkurencingus atlyginimus (AB „AUGA group“ tvaraus verslo ataskaita, 2017). Siekiant išsiaiškinti, ar investicijos į personalą teikia įmonei finansinę pridėtinę vertę, skaičiuojami HCROI ir HCVA rodikliai (žr. 30 pav.).



30 pav. AB „AUGA group“ HCROI ir HCVA rodiklių dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis ir aiškinamaisiais raštais, 2011-2016)

Žvelgiant į 30 paveikslą galima pastebėti, kad visu analizuojamu laikotarpiu abu žmogiškojo kapitalo rodikliai kito beveik lygiagrečiai vienas kito atžvilgiu, t. y. kito tomis pačiomis kryptimis. 2012 m. dėl padidėjusio darbuotojų atlyginimo su darbo santykiais susiję išpareigojimai (darbo užmokestis, socialinis draudimas ir kt.) išaugo 43,34 proc. (darbuotojų minėtu laikotarpiu padidėjo 12,50 proc.), taip pat dėl bendrovės veiklai palankaus sezono tiek HCROI, tiek HCVA reikšmės padidėjo iki 3,02 euro ir 11,24 euro. Vadinasi, 2012-aisiais kiekvienas į darbuotojus investuotas euras teikė 3,02 euro pakoreguoto pelno (iš veiklos sąnaudų eliminuojamos su darbo santykiais susijusios sąnaudos) (HCROI) ir, įvertinus investicijas į darbuotojus, kiekvienas iš jų – darbuotojų – bendrovei teikė 11,24 euro pelną (HCVA). 2013 m. abu rodikliai sumažėjo, tačiau 2014-aisiais jie įgijo didžiausias reikšmes per visą šešerių metų laikotarpį – HCROI reikšmė buvo lygi 6,04 euro ir HCVA – 13,56 euro. Toks šuolis įvyko dėl bendrovių konsolidacijos metu stipriai pagerėjusių veiklos rezultatų. 2015-2016 m. žmogiškojo kapitalo rodikliai palaipsniui mažėjo, tačiau vis tiek fiksuotas pelno generavimas. Vadinasi, bendrovėje dirbančių darbuotojų skaičius yra optimalus ir teikia įmonei pridėtinę finansinę vertę.

Kaip teigia dauguma mokslininkų, vienas iš pagrindinių verslo pelningumą lemiančių veiksnių yra rinkos dalies augimas, todėl būtina apžvelgti rinkos dalies kitimą prieš ir po įmonių jungimo (žr. 31 pav.).



31 pav. AB „AUGA group“ užimamos rinkos dalies, bendrovės ir rinkos pajamų kitimo tempų dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016; Lietuvos statistikos departamento duomenimis, 2020)

2011-2013 m. AB „AUGA group“ užimama rinkos dalis buvo pati mažiausia. 2013 m. ji siekė 0,80 proc. (žr. 31 pav.). Tačiau, kai įvyko bendrovių jungimasis, 2014 m. dėl itin staigaus AB „AUGA group“ pajamų augimo (tuo tarpu rinkos pajamos sumažėjo 3,04 proc.) bendrovės rinkos dalis siekė 1,45 proc. 2015 m. taip pat fiksuotas augimas, o 2016-aisiais nors ir sumažėjo, tačiau rinkos dalis vis tiek išliko didesnė nei pirmaisiais metais po jungimosi ir siekė 1,56 proc. Todėl galima teigti, kad jungimasis su UAB „Baltic Champs“ sąlygojo AB „AUGA group“ rinkos dalies 2014 m. padidėjimą 0,65 proc. punkto.

Plėsti užimamos rinkos dalį savo siūlomomis prekėmis ir / ar paslaugomis pritraukiant vis kitą vartotojų segmentą yra vienas iš dažniausių verslo jungimosi tikslų. Ne išimtis ir AB „AUGA group“. Šios bendrovės pagrindinė veikla iki 2013 m. apėmė įvairių grūdinių kultūrų auginimą, pardavimą ir pieno gaminimą bei pardavimą (žr. 7 lent.).

7 lentelė. AB „AUGA group“ produktų asortimentas prieš ir po bendrovių jungimo (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ aiškinamaisiais raštais, 2011-2016)

Produkcijos asortimentas	
2011-2013 metai	2014-2016 metai
<ul style="list-style-type: none"> Pieno gamyba bei pardavimas; Įvairių grūdinių kultūrų auginimas bei pardavimas. 	<ul style="list-style-type: none"> Pieno gamyba bei pardavimas; Įvairių grūdinių kultūrų auginimas bei pardavimas; Grybų produkcija; Daržovių produkcija.

Tačiau susijungus su UAB „Baltic Champs“ bendrovė „AUGA group“ savo produkcijos asortimentą praplėtė grybų ir šviežių daržovių produkcija, kuria pasiekė iki tol „neturėtą“ vartotojų segmentą. Tokiu būdu ji padidino savo pajamas, pelningumą bei rinkos dalį.

Atlikus AB „AUGA group“ veiklos vertinimą pastebėta, kad praėjus pirmiems metams po įmonių jungimo bendrovės darbuotojų skaičius padidėjo 91,33 proc., padaugėjo darbuotojų, įgijusių aukštąjį ir aukštesnįjį išsilavinimą, o pagrindinį išsilavinimą turinčių darbuotojų nebeliko. Dėl investicijų į žmogiškąjį kapitalą taip pat padidėjo personalo pridėtinė finansinė vertė bendrovei: HCROI, lyginant su ankstesniais metais, padidėjo 3,88 euro, o HCVA – dar 6,15 euro pakoreguoto pelno. Taip pat užimamos rinkos dalis padidėjo 0,65 proc. punkto, o bendrovės produktų asortimentą papildė grybų ir daržovių produkcija. Tačiau praėjus antriems metams po jungimo sumažėjo abiejų žmogiškojo

kapitalo rodiklių reikšmės, o po trijų – pradėjo mažėti ir rinkos dalis, tačiau išliko vis tiek didesnė nei prieš jungimąsi (žr. 12 priedą).

4.2. AB „Linas Agro Group“ jungimo atvejo tyrimo rezultatai

4.2.1. AB „Linas Agro Group“ veiklos srities ir jungimo aprašymas

Veiklos sritis. AB „Linas Agro Group“ įsteigta 1991 m. ir yra vertikaliai integruota tarptautiniu mastu (Lietuvoje, Latvijoje, Estijoje ir Danijoje) veikianči žemės ūkio bei maisto pramonės bendrovė (AB „Linas Agro Group“ finansų ir veiklos apžvalga už 2014-2015 finansinius metus, 2015). Ji yra listinguojama „Nasdaq Vilnius“ vertybinių popierių biržoje. Bendrovės veikla apima grūdų ir žaliavų, skirtų ruošti pašarus, paruošimas bei pardavimas – generuoja apie 65 proc. pajamų; žemdirbiams skirtos paslaugos ir prekės (sėklos, trąšos, miško bei žemės ūkio technika ir kt.) – generuoja apie 10 proc. pajamų; maisto produktai – generuoja apie 10 proc. pajamų; žemės ūkiui skirtų produktų gamyba (javų, rapsų auginimas, pieno, mėsos gamyba) – generuoja apie 4 proc. pajamų (AB „Linas Agro Group“ finansų ir veiklos apžvalga už 2014-2015 finansinius metus, 2015). Apie 75 proc. savo produkcijos eksportuoja į kitas šalis.

Naujausiais duomenimis (2019 m.) ši bendrovė turi 40 dukterinių įmonių.

Pabrėžtina, kad bendrovės finansiniai metai prasideda liepos 1 d. ir baigiasi birželio 30 d., tačiau tyrime finansiniai metai, pasibaigę 2011 m. birželio 30 d., dėl aiškumo bus traktuojami kaip 2011 m. (analogiškai su kiekvienais metais).

Jungimo aplinkybės. 2014 m. vasario 7 d. AB „Linas Agro Group“ įsigijo po 100 proc. trijų Latvijos paukštinkystės įmonių grupės AS „Putnu fabrika Kekava“ įmonių akcijų: SIA „Lielzeltini“, SIA „Cerova“ ir SIA „Broileks“, todėl tai yra tarptautinis įmonių jungimas. Šios įmonės buvo įsigytos už 6,8 mln. eurų priverstinio pardavimo metu, kuris atsirado dėl to, kad bendrovėje AS „Putnu fabrika Kekava“ buvo vykdomas restruktūrizacijos procesas, dėl kurio atsirado tam tikrų reikšmingų neapibrėžtumų, keliančių dvejonių, ar ji toliau gebės tęsti savo veiklą (AB „Linas Agro Group“ 2013-2014 finansinių metų konsoliduotasis metinis pranešimas, 2014). Minėti neapibrėžtumai neatskleisti. Dalis šio sandorio finansuota skolintomis lėšomis (AB „Linas Agro Group“ 2013-2014 finansinių metų konsoliduotasis metinis pranešimas, 2014).

Įmonė SIA „Lielzeltini“ – vienas iš didžiausių paukštienos gamintojų Latvijoje. Veikla apima gamybos ciklą nuo broilerių užauginimo iki vištienos gaminių pagaminimo. Be to, ši įmonė taip pat gamina pašarus. Įmonės SIA „Cerova“ veikla apima kiaušinių inkubaciją ir vienadienių viščiukų prekybą. Įmonė SIA „Broileks“ augina viščiukus ir juos parduoda.

Jungimo tikslai: toliau plėsti verslą „įeinant į naują verslo segmentą“ (AB „Linas Agro Group“ konsoliduotasis metinis pranešimas, 2014, p. 37), pozicijų stiprinimas, konkurencingumo didinimas (Pranckevičius, 2014).

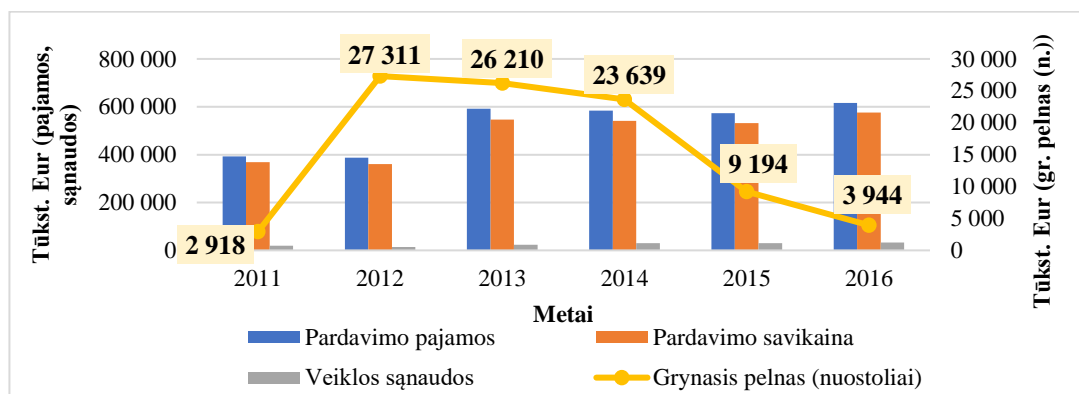
Jungimo reglamentavimas ir apskaitos aspektai. Šis įmonių įsigijimas apskaitytas pagal 3-ojo TFAS nuostatas, taikant įsigijimo metodą. Visų trijų prijungiamų įmonių turtas pripažintas tikrąja verte ir siekė: SIA „Lielzeltini“ – 8 mln. eurų, SIA „Cerova“ – 1,1 mln. eurų ir SIA „Broileks“ – 0,2 mln. eurų. Pirkimo kainos atitinkamai 5,9 mln. eurų, 0,8 mln. eurų ir 0,1 mln. eurų. Šių trijų įmonių įsigijimas buvo pelningas, todėl pelnas, gautas iš dukterinių įmonių įsigijimo, fiksuotas kaip *kitos veiklos pajamos* konsoliduotoje AB „Linas Agro Group“ pelno (nuostolių) ataskaitoje ir pagal

įsigytas įmones atitinkamai siekė 2,1 mln. eurų, 0,3 mln. eurų ir 0,1 mln. eurų (iš viso 2,5 mln. eurų) (AB „Linas Agro Group“ konsoliduotasis metinis pranešimas, 2014).

Pabrėžiama, kad, jeigu kuri nors iš dukterinių įmonių patiria nuostolius, jie yra priskiriami mažumos daliai, dėl tos priežasties kai kuriais finansiniais metais fiksuotas neigiamas mažumos dalies likutis (žr. 13 priedą) (AB „Linas Agro Group“ konsoliduotasis metinis pranešimas, 2014).

4.2.2. AB „Linas Agro Group“ jungimo finansinis vertinimas

Analizuojant AB „Linas Agro Group“ pajamų, sąnaudų ir grynojo pelno kitimą 2011-2016 m. laikotarpiu, aiškių tendencijų prieš ir po įmonių jungimo nepastebima (žr. 32 pav.).



32 pav. AB „Linas Agro Group“ pajamų, sąnaudų ir grynojo pelno dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

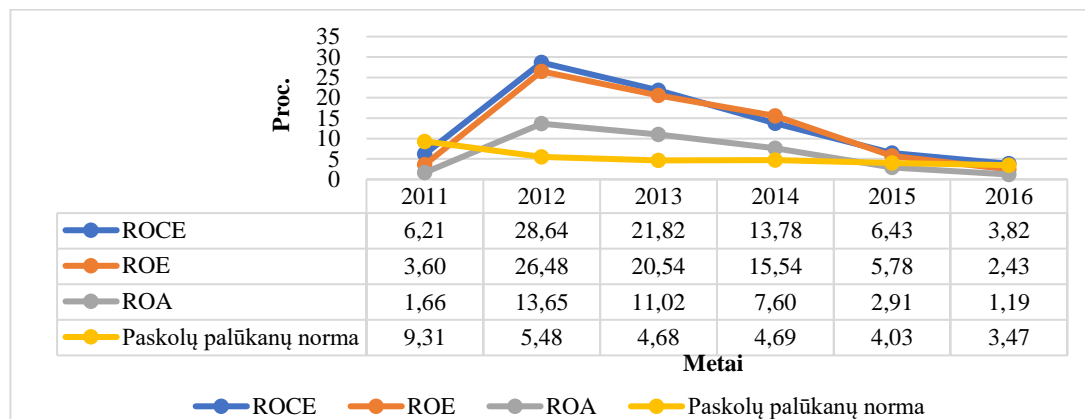
Nagrinėjant pajamų kitimą galima pastebėti, kad 2013-aisiais, lyginant su 2012 m., jos išaugo 52,71 proc. (žr. 14 priedą), kadangi buvo gausus grūdų derlius ir didelės grūdų supirkimo kainos užsienio rinkose. Nors 2014 m. įvykus įmonių jungimui pardavimo apimtys toliau didėjo, tačiau dėl tarptautinėje erdvėje sumažėjusių kainų sumažėjo ir pardavimo pajamos (fiksuotas 1,21 proc. mažėjimas). 2015 m. kintamasis sumažėjo dar 1,85 proc., nes apie 21 proc. sumažėjo žaliavinio pieno supirkimo kainos, tačiau 2016-aisiais pajamos padidėjo 7,35 proc. ir siekė 615,959 mln. eurų.

Pardavimo savikaina 2011-2016 m. laikotarpiu kito analogiškai pardavimo pajamoms ir sudarė vidutiniškai apie 93 proc. pardavimo pajamų (tiek prieš jungimą, tiek po jo) (žr. 15 priedą). Kalbant apie veiklos sąnaudas, jos kasmet vis didėjo, tačiau 2014 m. dėl įmonių konsolidacijos veiklos sąnaudos išaugo 28,84 proc. (vien tik bendrovės personalą papildė 1227 darbuotojai, dėl ko ženkliai išaugo darbo užmokesčio sąnaudos), 2015 m. – padidėjo 4,04 proc. (dėl veiklos plėtros priimti dar 68 darbuotojai), o 2016 – dar 8,70 proc. (žr. 14 priedą).

Kalbant apie grynąjį pelną, per visą analizuojamą laikotarpį didžiausias fiksuotas 2012-aisiais ir siekė 27,311 mln. eurų (žr. 32 pav.). Nors pardavimo pajamos sumažėjo 1,18 proc., tačiau veiklos sąnaudų mažėjimas buvo kur kas ryškesnis – 25,53 proc., kas ir lėmė 9,36 karto padidėjusį grynąjį pelną, kuris siekė 27,311 mln. eurų. Sulig kiekvienais metais bendrovės grynasis pelnas mažėjo: 2013 m. sumažėjo 4,03 proc., 2014 m. – 9,81 proc., 2015 m. – 61,11 proc., o 2016 m. – 57,10 proc. Daugiausiai tokiam 2014-2016 m. laikotarpio grynojo pelno mažėjimui įtakos turėjo dėl įmonių konsolidacijos išaugusios veiklos sąnaudos, kadangi nepriklausomai nuo to, ar pajamos didėjo, ar mažėjo – veiklos sąnaudos vis tiek išlaikė didėjimo tendenciją. Taip pat derėtų paminėti ir tai, kad 2014 m. dėl Latvijos

paukštinkystės įmonių prijungimo padidėjo palūkanų sąnaudos, kas taip pat prisidėjo prie grynojo pelno mažėjimo.

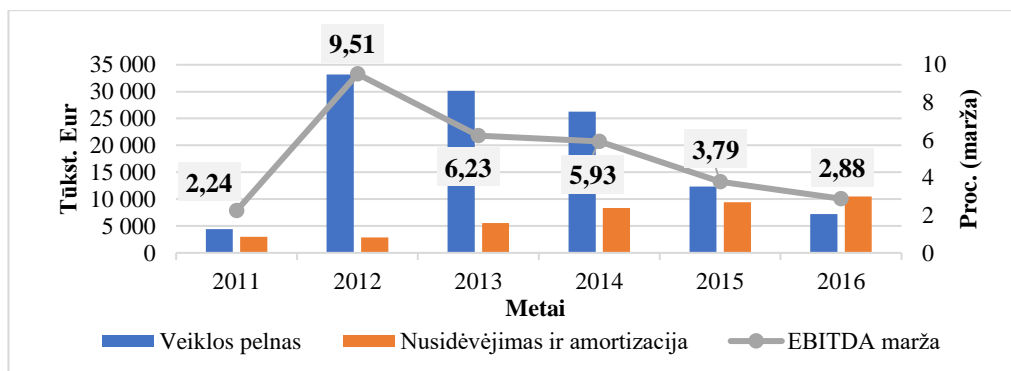
Analizei pasirinktų ROCE, ROE, ROA pelningumo rodiklių dinamika pavaizduota 33 paveiksle.



33 pav. AB „Linas Agro Group“ ROCE, ROE, ROA rodiklių ir vidutinės paskolų palūkanų normos dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Apžvelgus minėtų pelningumo rodiklių kitimą iš karto pastebima, kad per visą laikotarpį visų jų reikšmės buvo vien teigiamos, kas yra vertinama palankiai. Taip pat matoma, kad 2012-aisiais visų rodiklių reikšmės gerokai pagerėjo: ROCE dėl stipriai išaugusio veiklos pelno padidėjo 22,43 proc. punkto ir daugiau nei 5 kartus (arba 23,16 proc. punkto) viršijo vidutinę paskolų palūkanų normą, ROE ir ROA dėl išaugusio grynojo pelno taip pat padidėjo atitinkamai 22,88 proc. punkto ir 11,99 proc. punkto. Vėlesniais metais, įskaitant ir laikotarpį po jungimo sandorio, iki pat 2016-ųjų dėl nuolat mažėjančio pelno visi trys pelningumo rodikliai palaipsniui mažėjo. Be to, 2016 m. ROCE reikšmė priartėjo prie vidutinės paskolų palūkanų normos – juos skyrė vos 0,35 proc. punkto, tačiau vis tiek išliko aukštesnė.

Toliau analizuojamas kito pelningumo rodiklio – EBITDA maržos – kitimas 2011-2016 m. laikotarpiu (žr. 34 pav.).

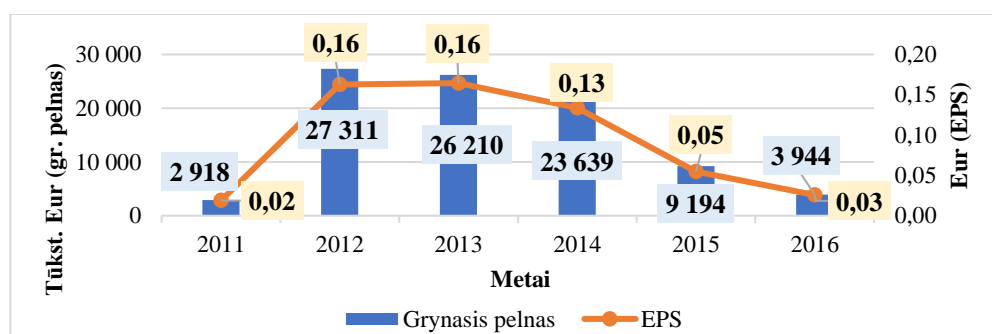


34 pav. AB „Linas Agro Group“ veiklos pelno, nusidėvėjimo ir amortizacijos bei EBITDA maržos dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Kaip ir anksčiau aptarti pelningumo rodikliai, taip ir EBITDA marža didžiausią reikšmę (9,51 proc.) įgijo 2012 m., kai veiklos pelnas buvo didžiausias per visą šešerių metų laikotarpį (sieki 33,2 mln.

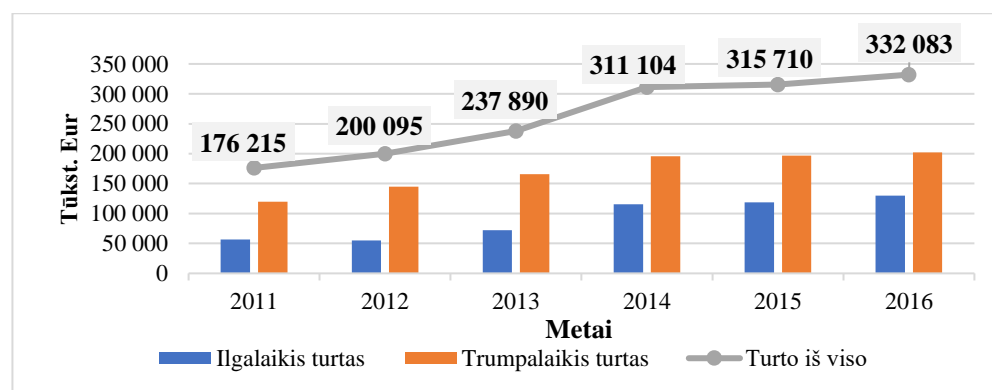
eurų). 7,53 karto padidėjusį veiklos pelną daugiausiai lėmė Ukrainos įmonės PAT „UKRAGRO NPK“ pardavimo sandoris už beveik 15,6 mln. eurų (AB „Linas Agro Group“ 2011-2012 finansinių metų konsoliduotasis metinis pranešimas, 2012). Tačiau, atmetus šį vienkartinio įvykio efektą, veiklos pelnas vis tiek 3,98 karto didesnis nei ankstesniais metais. Vėliau dėl kasmet mažėjančio veiklos pelno bei didėjančių nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudų mažėjo ir EBITDA marža. 2013 m. dėl bendrovės vykdomų investicijų turtas išaugo 18,89 proc., dėl ko 1,94 karto padidėjo nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos. 2014 m. dėl įmonių jungimosi turtas ir toliau didėjo (30,78 proc.), kas iššaukė dar 50,61 proc. šių sąnaudų išaugimą. 2016 m. EBITDA marža siekė 2,88 proc.

Kitas ne mažiau aktualus rodiklis – EPS. Kadangi per 2011-2016 m. bendrovė generavo grynąjį pelną, todėl EPS reikšmės visu laikotarpiu yra teigiamos (žr. 35 pav.).



Didžiausias pelnas, tenkantis akcijai, pastebėtas 2012-2013 m. (0,16 euro akcijai), kadangi minėtais metais grynasis pelnas buvo didžiausias. 2014-2016 m. dėl nuolat mažėjančio grynojo pelno mažėjo ir EPS rodiklio reikšmės: 2014 m. šis rodiklis buvo lygus 0,13 euro akcijai, o 2016-aisiais ji siekė vos 0,03 euro akcijai. Nors po įmonių jungimo EPS reikšmės sumažėjo, tačiau vis tiek išliko aukštesnės nei 2011 m.

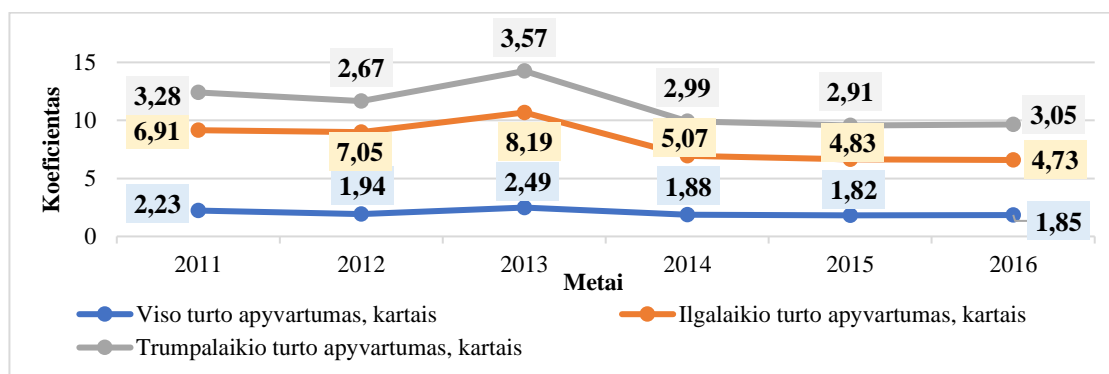
Analizuojant AB „Linas Agro Group“ turto kitimą laike, pastebima, kad 2011-2016 m. laikotarpiu bendrovės turtas nuolat augo (žr. 36 pav.).



2011-aisiais bendrovės „Linas Agro Group“ turtas siekė 176,215 mln. eurų (žr. 36 pav. ir 16 priedą). 2012-2013 m. dėl veiklos plėtros bendras turtas augo atitinkamai po 13,55 proc. ir 18,89 proc. (žr. 17 priedą), tačiau 2014-aisiais, bendrovei prisijungus Latvijos paukštininkystės įmones, turtas padidėjo

dar 30,78 proc. (siekė 311,104 mln. eurų), kadangi dėl konsolidacijos ilgalaikis turtas padidėjo 59,65 proc., o trumpalaikis – 18,19 proc., nes tik po prijungimo vien paukščių įsigyta už beveik 2 mln. eurų. 2015-2016 m. dėl vykdomų investicijų į įrangą ir dirbamosios žemės plotų plėtrą turtas toliau augo atitinkamai po 1,48 proc. ir 5,19 proc.

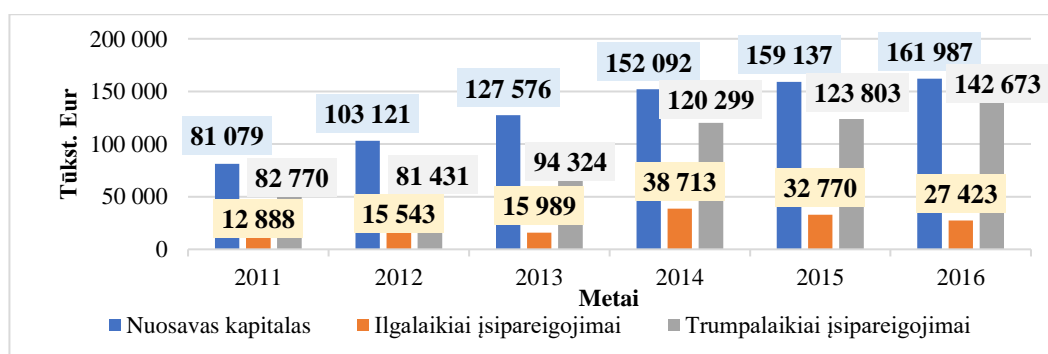
Kalbant apie turto apyvartumo rodiklius, galima pastebėti, kad nėra aiškios kitimo krypties, kadangi jų reikšmės nuolat svyruoja (žr. 37 pav.).



37 pav. AB „Linas Agro Group“ turto apyvartumo rodiklių dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Pirmais dvejais analizuojamo laikotarpio metais visi trys apyvartumo rodikliai nepasižymėjo kitimo tendencijų panašumu, tačiau 2013-aisiais kiekvieno iš jų reikšmės padidėjo, kadangi, kaip jau minėta anksčiau, 2013 m. AB „Linas Agro Group“ pardavimo pajamos buvo pačios didžiausios per visą šešerių metų laikotarpį ir padidėjo (pajamos išaugo 52,71 proc.) daugiau nei trumpalaikis (14,14 proc.), ilgalaikis (31,44 proc.) ir bendras turtas (18,89 proc.). Tačiau 2014 m. po įmonių jungimosi sandorio bendrovės pajamos sumažėjo, o turtas padidėjo, kas sąlygojo kasmetinį visų apyvartumo rodiklių mažėjimą. Tik 2016-aisiais trumpalaikio ir viso turto apyvartumo rodikliai padidėjo (atitinkamai 0,14 ir 0,03 punkto), o ilgalaikio turto apyvartumo – dėl ilgalaikio turto didėjimo toliau mažėjo (2016 m. sumažėjo dar 0,10 punkto).

Vertinant jungimosi poveikį bendrovės kapitalui, pirmiausiai analizuojami nuosavo ir skolinto kapitalo pokyčiai 2011-2016 m. laikotarpiu (žr. 38 pav.).

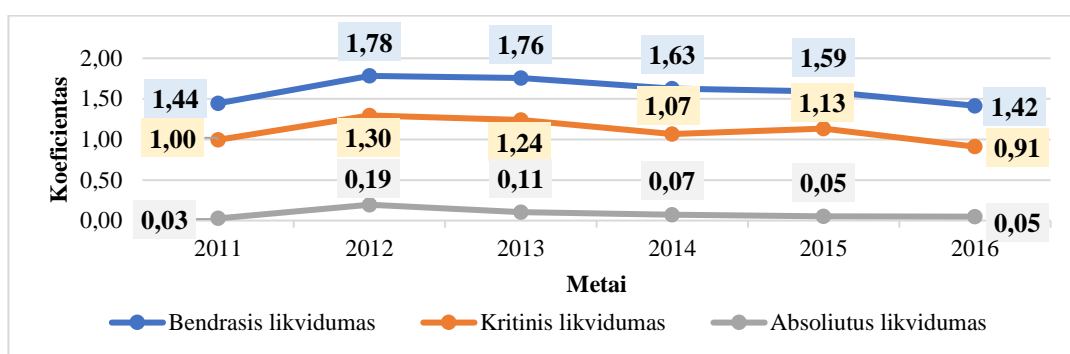


38 pav. AB „Linas Agro Group“ nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Nuosavas kapitalas dėl kasmet vis didėjančio nepaskirstytojo pelno taip pat sulig kiekvienais metais augo – nuo 81,079 mln. eurų 2011 m. iki 161,987 mln. eurų 2016 m. Analizuojant įsipareigojimų dalies kitimą pastebėta, kad ilgalaikiai įsipareigojimai nuolat didėjo, tačiau 2014-aisiais fiksuotas

didžiausias augimo šuolis – daugiausiai dėl ilgalaikių paskolų padidėjimo (išaugo 3,04 karto) ilgalaikiai įsipareigojimai išaugo 2,42 karto. Tačiau nuo 2015 m. ši skolinto kapitalo dalis dėl mažėjančios ilgalaikių paskolų dalies ėmė mažėti – 2015 m. sumažėjo 15,35 proc., o 2016 m. – dar 16,32 proc. Kalbant apie trumpalaikius įsipareigojimus, 2012 m. jie 1,62 proc. sumažėjo, tačiau kitais laikotarpiais nuolat didėjo. 2014-aisiais fiksuotas didžiausias augimas (27,54 proc.), kadangi dėl išaugusios ilgalaikių paskolų bazės padidėjo išaugusių ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis bei trumpalaikės paskolos. 2015-2016 m. augimo tempai sumažėjo.

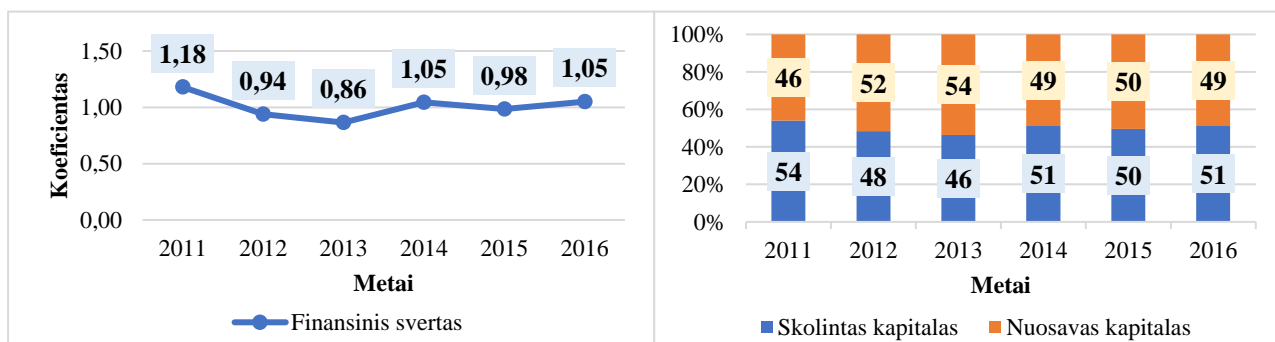
Analizuojant AB „Linas Agro Group“ likvidumo rodiklių reikšmių dinamiką 2011-2016 m. (žr. 39 pav.), pastebimos dvi tendencijos: iki 2012 m. visų, t. y. bendrojo, kritinio ir absoliutaus, likvidumo, rodiklių reikšmės kito teigiama linkme (bendrasis likvidumas padidėjo 0,34, kritinis – 0,30, o absoliutus – 0,17 punkto), o nuo 2013 m. iki pat 2016-ųjų visi stebimi rodikliai, išskyrus kritinį likvidumą 2014 m., kuris tada padidėjo 0,07 punkto, nuolat mažėjo.



39 pav. AB „Linas Agro Group“ likvidumo rodiklių dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Didžiausias mažėjimas pastebėtas 2014 m., kadangi dėl Latvijos įmonių prijungimo trumpalaikiai įsipareigojimai padidėjo 9,35 proc. punkto daugiau nei trumpalaikis turtas (didėjo atitinkamai 27,54 proc. ir 18,19 proc.). Vėlesniais laikotarpiais dėl toliau vis didėjančių trumpalaikių įsipareigojimų (trumpalaikio turto augimas buvo mažesnis) bendrojo ir absoliutaus likvidumo rodikliai sumažėjo.

Žvelgiant į finansinio svėro rodiklio kitimą (žr. 40 pav.) pastebima priešinga situacija.



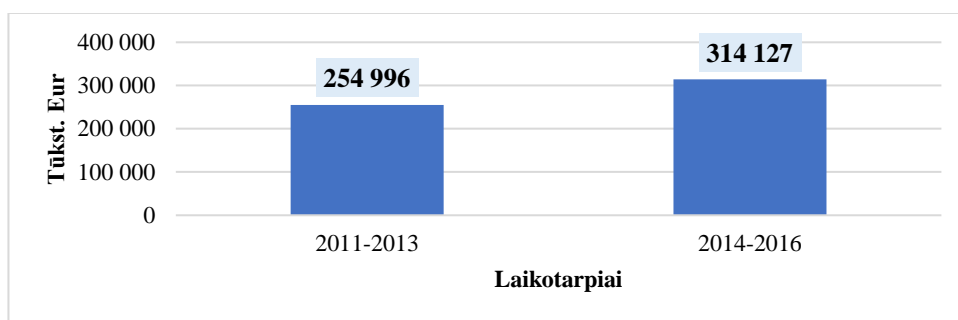
40 pav. AB „Linas Agro Group“ finansinio svėro ir jo dedamųjų struktūros dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

2011 m. AB „Linas Agro Group“ finansinis svėras yra lygus 1,18, vadinasi, pirmaisiais analizuojamo laikotarpio metais bendrovės įsipareigojimai nuosavą kapitalą viršijo 1,18 karto. Taip pat pastebėta, kad tais metais kapitalo struktūroje skolintas kapitalas sudarė 54 proc. viso bendro kapitalo (žr. 18 priedą) ir fiksuota kaip didžiausia dalis per visus šešerius metus. 2012-2013 m. nuosavas kapitalas

augo sparčiau nei išsipareigojimai, dėl to finansinis svertas kasmet mažėjo ir 2013 m. buvo lygus 0,86 punkto (mažiausia reikšmė per visą laikotarpį). Tačiau 2014-aisiais stipriai (44,15 proc.) išaugus išsipareigojimams (nuosavo kapitalo augimo tempas sumažėjo 4,50 proc. punkto) finansinis svertas vėl viršijo vienetą ir siekė 1,05. Minėtais metais skolinto kapitalo dalis kapitalo struktūroje nuo 46 proc. 2013-aisiais pakilo iki 51 proc. (žr. 40 pav.), vadinasi, po jungimosi AB „Linas Agro Group“ savo veiklą finansavo daugiau skolintomis, o ne nuosavomis lėšomis. 2014-2016 m. finansinio sverto reikšmės buvo artimos vienetui ir svyravo nuo 0,98 iki 1,05. Vadinasi, po jungimo sandorio bendrovės kapitalo struktūroje skolinto ir nuosavo kapitalo dalys tapo apylygės.

Išsiaiškinus kapitalo struktūros pokyčius, toliau skaičiuojami WACC. Kaip ir AB „AUGA group“ atveju, taip ir AB „Linas Agro Group“ atveju WACC skaičiavimui naudota AB „Linas Agro Group“ atitinkamų metų aiškinamuosiuose raštuose pateikta informacija. WACC reikšmės pateiktos 19 priede. Toliau tyrime WACC naudojami įmonės vertės nustatyme. Skaičiuojant įmonės vertę iki jungimo sandorio, t. y. 2011-2013 m. laikotarpiui, kaip diskonto norma naudota 2011-ųjų WACC reikšmė, lygi 8,88 proc., o 2014-2016 m. laikotarpiui – 2014-ųjų WACC reikšmė, kuri lygi 4,39 proc.

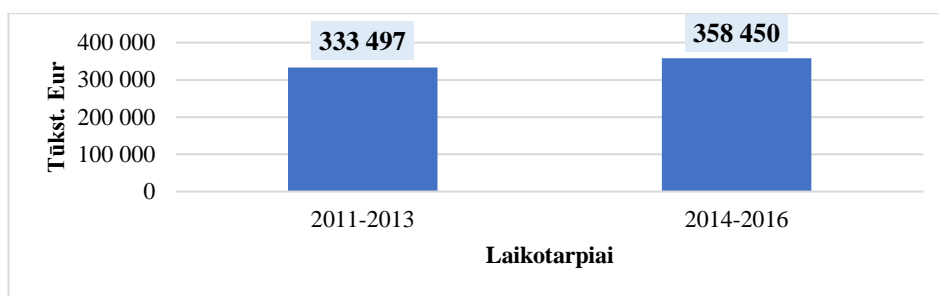
Siekiant išmatuoti, kaip pasikeitė įmonės vertė įvertinus atliktų investicijų sukurtą ekonominę pridėtinę vertę, atliekamas įmonės vertės nustatymas EVA metodu. Gautos analizuojamo laikotarpio reikšmės pateiktos žemiau esančiame 41 paveiksle.



41 pav. AB „Linas Agro Group“ vertė, nustatyta EVA metodu, prieš ir po jungimo (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Mažiausia EVA reikšmė yra pirmaisiais analizuoto laikotarpio metais. Ji yra neigiama (-10,081 mln. eurų) (žr. 20 priedą), vadinasi, neteikė jokios ekonominės pridėtinės vertės, kadangi EBIT siekė vos 6,603 mln. eurų, o dėl aukščiausios WACC reikšmės kapitalo kaina buvo net 15,694 mln. eurų. 2012 m. dėl Ukrainos įmonės pardavimo sandorio teigiamo efekto gerokai išaugusio EBIT bei sumažėjusios kapitalo kainos EVA reikšmė tapo teigiama ir siekė 18,149 mln. eurų, vadinasi, įmonės veiklos vykdymas tapo kur kas sėkmingesnis. Tačiau jau nuo kitų, t. y. 2013, metų dėl vis labiau mažėjančio EBIT pradėjo mažėti EVA reikšmės. Įmonės vertė 2011-2013 m. siekė 254,996 mln. eurų. Nuo 2015 m. EVA reikšmės tapo vėl neigiamos, kadangi dėl veiklos plėtros stipriai išaugo veiklos sąnaudos, o pardavimo pajamos nebuvo stabilios. Pabrėžtina ir tai, kad nors WACC kiekvienais metais mažėjo, tačiau dėl bendrovės nuolatinių investicijų kapitalo kaina kito sąlyginai nežymiai, todėl teigti, kad bendrovė nesugeba tinkamai valdyti savo procesų, nebūtų teisinga, nes investuodama šiuo laikotarpiu jos vadovai tikisi ekonominės pridėtinės vertės ateityje. 2014-2016 m. įmonės vertė, apskaičiuota EVA metodu, lygi 314,127 mln. eurų, vadinasi, dėl jungimosi padidėjo 59,132 mln. eurų.

Skaičiuojant įmonės vertę DCF metodu, gautos šiek tiek didesnės reikšmės (žr. 42 pav.).



42 pav. AB „Linas Agro Group“ vertė, nustatyta DCF metodu, prieš ir po jungimo (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

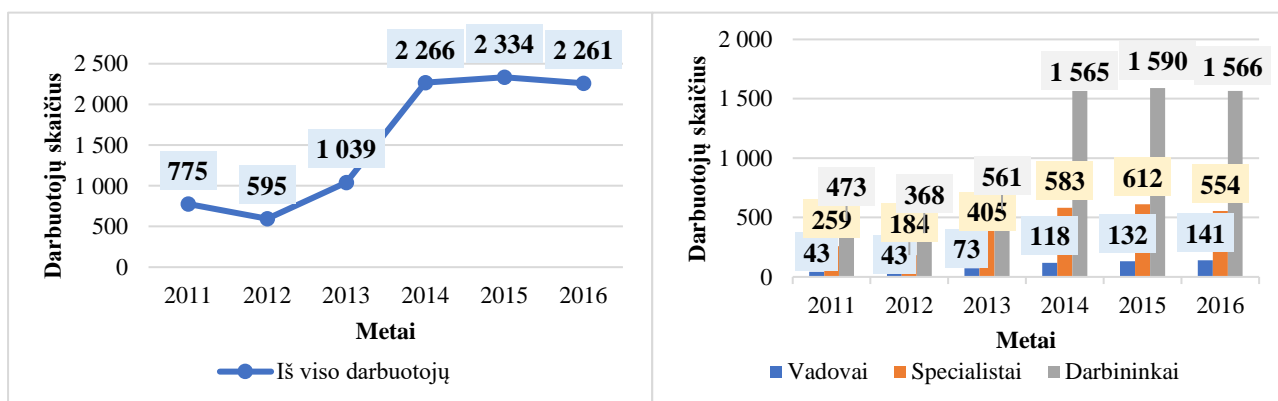
Įvertinus diskontuotus pinigų srautus ir TV dabartinę vertę, kuri prieš jungimą buvo lygi 267,471 mln. eurų, o po jungimo – 271,669 mln. eurų (žr. 21 priedą), gauta įmonės vertė prieš ir po jungimo sandorio: 2011-2013 m. ji siekė 333,497 mln. eurų, o 2014-2016 m. – 358,450 mln. eurų (žr. 42 pav.). Tiek diskontuotų pinigų srautų vertė, tiek TV dabartinė vertė po jungimo buvo didesnės ir tai lėmė 24,952 mln. eurų įmonės vertės padidėjimą.

Pastebėta, kad įmonės vertė tiek prieš jungimą, tiek po jo dėl diskontuotų pinigų srautų didesnė vertinant DCF metodu.

Atlikus AB „Linas Agro Group“ finansinį vertinimą pastebėta, kad po pirmųjų bendrovės jungimosi su trimis Latvijos paukštinkystės įmonėmis metų padidėjo sąnaudos, sumažėjo pardavimo pajamos, pelningumas, turto apyvartumas, kapitalo struktūroje padidėjo skolinto kapitalo dalis, dėl ko padidėjo finansinis svertas, taip pat sumažėjo likvidumo rodikliai bei padidėjo įmonės vertė. Tačiau antraisiais metais po jungimo nuosavo kapitalo dalis kapitalo struktūroje ėmė didėti, o trečiaisiais – pradėjo didėti pajamos ir turto apyvartumas. Apibendrinant galima teigti, kad šis jungimo sandoris iškart po jungimo teigiamai paveikė tik įmonės vertę, tačiau vėlesniais metais turėjo teigiamos įtakos bendrovės pajamų, turto apyvartumo bei kapitalo struktūros pokyčiams (žr. 22 priedą).

4.2.3. AB „Linas Agro Group“ jungimo veiklos vertinimas

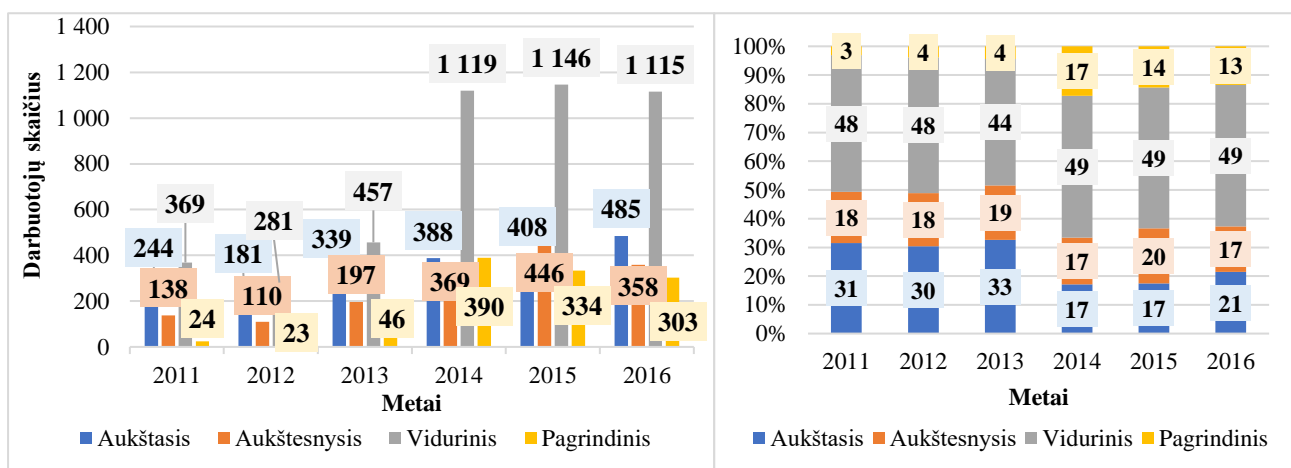
Atliekant AB „Linas Agro Group“ jungimosi su Latvijos paukštinkystės įmonėmis veiklos vertinimą, pirmiausiai analizuojamas poveikis žmogiškajam kapitalui. Pradedant apie darbuotojų skaičiaus kitimą, įvykdžius bendrovių jungimą pastebimi gana ryškūs pokyčiai (žr. 43 pav.).



43 pav. AB „Linas Agro Group“ darbuotojų skaičiaus ir pasiskirstymo pagal pozicijų lygmenis dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ aiškinamaisiais raštais, 2011-2016)

2011-2013 m. darbuotojų skaičius priklausomai nuo veiklos apimčių kito intervale tarp 595 ir 1039, tačiau įvykus jungimui dėl išaugusios veiklos 2014 m. bendrovės personalas padidėjo 118,09 proc., t. y. 1227 darbuotojais, ir bendrovėje iš viso dirbo 2266 darbuotojai. Didžiąja dalimi (2,79 karto) padaugėjo darbininkų, taip pat 1,62 karto padaugėjo vadovų bei 1,44 karto – specialistų. 2015-2016 m. darbuotojų skaičius kito nežymiai: 2015 m. padidėjo dar 3 proc., o 2016 m. sumažėjo 3,13 proc. ir darbuotojų skaičius siekė 2261, t. y. 5 darbuotojais mažiau nei 2014-aisiais.

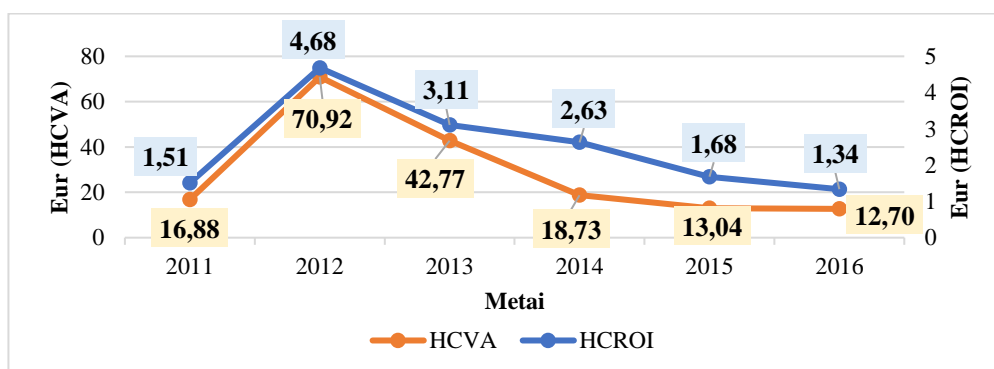
Apžvelgiant darbuotojų pasiskirstymą pagal išsilavinimą, akivaizdžiai išsiskiria du laikotarpiai – prieš jungimą ir po jo (žr. 44 pav.).



44 pav. AB „Linus Agro Group“ darbuotojų pasiskirstymo pagal išsilavinimą dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linus Agro Group“ aiškinamaisiais raštais, 2011-2016)

Iki bendrovių jungimo, t. y. 2011-2013 m., aukštąjį išsilavinimą įgiję darbuotojai sudarė vidutiniškai apie 31 proc., aukštesnįjį – apie 18 proc., vidurinį – apie 47 proc. ir pagrindinį – apie 4 proc. visų darbuotojų. Nors po bendrovių konsolidacijos bendroje darbuotojų pagal išsilavinimą struktūroje darbuotojų, įgijusių vidurinį išsilavinimą, padaugėjo iki 49 proc. (2013 m. buvo 44 proc.), tačiau personalo su aukštuoju išsilavinimu iš viso padaugėjo 14,45 proc., su aukštesniuoju – 87,31 proc. (žr. 44 pav.). Taigi, po įmonių jungimo daugiausiai išaugo darbuotojų su viduriniu išsilavinimu, tačiau taip pat padaugėjo ir darbuotojų su aukštuoju bei aukštesniuoju išsilavinimu.

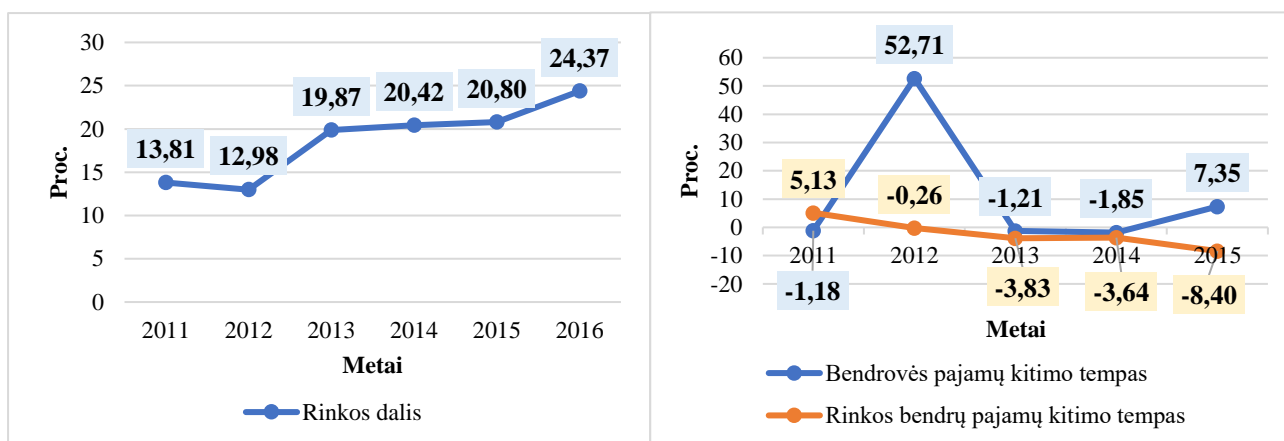
Siekiant išanalizuoti, kokią įtaką investicijos į žmogiškąjį kapitalą turėjo bendrovės finansinei pridėtinei vertei, skaičiuojami HCROI ir HCVA rodikliai, kurių dinamika pavaizduota 45 paveiksle.



45 pav. AB „Linus Agro Group“ HCROI ir HCVA rodiklių dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linus Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis ir aiškinamaisiais raštais, 2011-2016)

2011-2016 m. abu analizuojami personalo pridėtinės vertės rodikliai kito tomis pačiomis kryptimis. 2012 m. pastebimas ryškus reikšmių šuolis. Taip atsitiko todėl, kad nors darbuotojų skaičius sumažėjo 23,23 proc., tačiau su darbo santykiais susiję išpareigojimai padidėjo 3,93 proc. Vadinasi, sumažinus darbuotojų skaičių, padidėjo investicijos į likusįjį personalą, o tai suteikė bendrovei išaugusią pridėtinę finansinę naudą. Minėtais metais HCROI reikšmė padidėjo 3,17 euro ir siekė 4,68 euro, o HCVA dėl minėto darbuotojų skaičiaus sumažėjimo padidėjo 54,04 euro ir siekė 70,92 euro pakoreguotojo pelno (žr. 45 pav.). Tai didžiausios šių rodiklių reikšmės per visą šešerių metų laikotarpį. Tačiau nuo 2013-ųjų situacija pradėjo prastėti, o 2014 m. prie nepalankios sektoriaus situacijos užsienio rinkose (dėl ko sumažėjo generuojamos pajamos) prisidėjo dar ir daugiau nei dvigubai išaugęs darbuotojų skaičius bei padidėjusios veiklos sąnaudos. 2014-aisiais HCROI sumažėjo iki 2,63 euro pelno, o HCVA – iki 18,73 euro pakoreguoto pelno. 2015 m. pridėtinė nauda dar sumažėjo, o 2016 m. ji buvo mažesnė nei 2011-aisiais. Taigi, mažinamas investavimas į žmogiškąjį kapitalą lėmė pridėtinės finansinės naudos bendrovei mažėjimą.

Siekiant apžvelgti, kaip įmonių jungimo sandoris sąlygojo rinkos dalies pokyčius, 46 paveiksle pateikiamas užimamos rinkos dalies kitimas.



46 pav. AB „Linas Agro Group“ užimamos rinkos dalies, bendrovės ir rinkos pajamų kitimo tempų dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016; Lietuvos statistikos departamento duomenimis, 2020)

2011-2013 m. AB „Linas Agro Group“ užimama rinkos dalis svyravo tarp 12,98 proc. ir 19,87 proc. Ryškesnis šio laikotarpio rinkos dalies šuolis fiksuotas 2013-aisiais, kadangi tais metais bendros rinkos pajamos sumažėjo 0,26 proc., kai tuo tarpu bendrovės pajamos išaugo net 52,71 proc., dėl ko bendrovės užimamos rinkos dalis padidėjo iki 19,87 proc. Kaip jau yra žinoma, po jungimo sandorio bendrovės pajamos sumažėjo, tačiau dar didesnis mažėjimas pastebimas bendrose rinkos pajamose ir dėl to AB „Linas Agro Group“ užimama rinkos dalis toliau didėjo – 2014 m. ji siekė 20,42 proc. 2015-2016 m. dėl bendrovės ir rinkos bendrų pajamų balansavimo šis rodiklis nuolat didėjo ir 2016-aisiais siekė 24,37 proc., t. y. 4,50 proc. punkto daugiau nei prieš bendrovių jungimą. Taigi, jungimasis su Latvijos paukštinkystės įmonėmis AB „Linas Agro Group“ stipriai prisidėjo prie rinkos dalies augimo.

Iki Latvijos paukštinkystės įmonių prisijungimo AB „Linas Agro Group“ veikla apėmė žemės ūkio produktų gamybą, grūdų pardavimą, pašarų ruošimą ir pardavimą bei žemdirbiams skirtų paslaugų ir prekių teikimą (žr. 8 lent.).

8 lentelė. AB „Linas Agro Group“ produkcijos asortimentas prieš ir po bendrovių jungimo (*šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ konsoliduotaisiais metiniais pranešimais, 2011-2016*)

Produkcijos asortimentas	
2011-2013 metai	2014-2016 metai
<ul style="list-style-type: none"> • žemės ūkio produktų (javų, rapsų) gamyba; • grūdų ir žaliavų, skirtų ruošti pašarus, paruošimas bei pardavimas; • žemdirbiams skirtos paslaugos ir prekės (sėklos, trąšos, žemės ūkio technika ir t. t.) 	<ul style="list-style-type: none"> • žemės ūkio produktų (javų, rapsų) gamyba; • grūdų ir žaliavų, skirtų ruošti pašarus, paruošimas bei pardavimas; • žemdirbiams skirtos paslaugos ir prekės (sėklos, trąšos, žemės ūkio technika ir t. t.). • paukštiena bei kiti maisto produktai

Po jungimosi šios bendrovės asortimentą papildė maisto produktų, tokių kaip vištiena, kiaušiniai, gamyba ir prekyba. Naujasis veiklos segmentas *maisto produktai* 2014-aisiais generavo 5,75 proc. (33,60 mln. eurų) visų bendrovės pajamų.

Atlikus AB „Linas Agro Group“ veiklos vertinimą matoma, kad prisijungus tris Latvijos paukštinkystės įmones pirmaisiais metais po jungimo bendrovės darbuotojų skaičius padidėjo 118,09 proc., padaugėjo darbuotojų, įgijusių aukštąjį ir aukštesnįjį išsilavinimą, tačiau didžiausias prieaugis darbuotojų, įgijusių tik vidurinį išsilavinimą. Sumažėjusios investicijos į darbuotojus sąlygojo personalo pridėtinės finansinės vertės mažėjimą: HCROI sumažėjo 0,48 euro, o HCVA – 24,04 euro pakoreguotojo pelno. Pabrėžtina ir tai, kad rinkos dalis padidėjo 0,55 proc. punkto, o bendrovės produktų asortimentą papildė paukštiena ir kitais maito produktais. Praėjus dvejiems ir trejiems metams po jungimo situacija iš esmės nesikeitė, tik rinkos dalies augimas įgavo didesnę pagreitį (žr. 23 priedą).

Atsižvelgiant į kompleksinio jungimų vertinimo modelio pritaikymo rezultatus, atliekamas nacionalinio ir tarptautinio jungimų efektyvumo įvertinimas (žr. 9 lent.).

9 lentelė. Nacionalinio ir tarptautinio jungimų Lietuvoje atvejų efektyvumo įvertinimas (*šaltinis: sudaryta darbo autorės*)

	Nacionalinis jungimas Lietuvoje	Tarptautinis jungimas Lietuvoje
Ar pasiekta finansinė sinergija?	Taip	Ne
Ar pasiekta nefinansinė veiklos sinergija?	Taip	Taip
Ar pasiekti jungimo tikslai?	Taip	Taip

Po finansinio vertinimo paaiškėjo, kad finansinė sinergija pasiekta tik nacionalinio jungimo Lietuvoje atveju, kadangi nors AB „AUGA group“ sąnaudos po jungimo išaugo, bet ne taip stipriai kaip pajamos. Tačiau tarptautinio jungimo Lietuvoje atveju situacija kiek kitokia, kadangi pirmaisiais metais po AB „Linas Agro Group“ jungimosi su Latvijos įmonėmis pagerėjo tik įmonės vertė, tuo tarpu visi kiti finansiniai rodikliai suprastėjo. Kalbant apie sąnaudas, jos toliau nuolat didėjo, nepaisant sumažėjusių pajamų. Taigi, tarptautinio jungimo atveju finansinė sinergija nebuvo pasiekta.

Po nefinansinio veiklos vertinimo atskleista, kad abejais analizuojamais atvejais po jungimo sandorių padidėjo užimamos rinkos dalis, tiekama produkcija buvo diversifikuota, pagerinta ankstesnių produktų kokybė. Iš to galima spręsti, kad nefinansinė veiklos sinergija buvo pasiekta tiek nacionalinio, tiek tarptautinio jungimų Lietuvoje atvejais.

Atlikus finansinį ir nefinansinį veiklos vertinimą galima teigti, kad bendrovių jungimosi tikslai (nacionalinio jungimo: veiklos diversifikavimas, pardavimo pajamų didinimas ir rinkos plėtra; tarptautinio jungimo: toliau plėsti verslą „įeinant į naują verslo segmentą“, pozicijų stiprinimas ir konkurencingumo didinimas) buvo pasiekti, vadinasi, šie jungimų atvejai yra sėkmingi.

Apibendrinant galima teigti, kad jungimas pirmaisiais metais po šio sandorio daugiausiai teigiamai rezultatus paveikė tik nacionalinio jungimo atveju, kadangi tarptautinio jungimo atveju po šio sandorio pagerėjo tik įmonės vertė ir užimama rinkos dalis. Daugiausiai tokius pokyčius lėmė neigiami kainų svyravimai užsienio rinkose bei produktų asortimento diversifikavimas produktais, kurie savo rūšimi yra labiau nutolę nuo prieš jungimą asortimentą sudariusios produkcijos (AB „Linus Agro Group“ asortimentą prieš jungimą sudarė augalinės kilmės produktai, o po jungimo papildė gyvulinės kilmės, tuo tarpu AB „AUGA group“ atveju augalinės kilmės produkciją papildė taip pat augalinės kilmės produktais). Tačiau susiklosčius kitokioms rinkos, ekonomikos aplinkybėms, toks produktų asortimento diversifikavimas gali paveikti kaip tik teigiamai. Apskritai, jungimosi sėkmė priklauso dar ir nuo to, kokie yra sprendimo jungtis tikslai – jeigu tarptautinio jungimo atveju būtų siekta finansinės sinergijos, tuomet jungimas būtų nesėkmingas, tačiau šiuo atveju visi užsibrėžti tikslai buvo pasiekti, todėl tiek šis, tiek ir nacionalinis jungimai yra vertinami kaip sėkmingi jungimai. Taigi, pastebėta, kad įmonės dydis (pajamos, turtas, darbuotojų skaičius) ir amžius neigiamai veikia įmonių veiklą po jungimo. Vadinasi, ilgametė valdymo patirtis ir didesnis darbuotojų skaičius negarantuoja jungimosi sėkmės.

Išvados

1. Išnagrinėjus įmonių jungimo vertinimo problematiką galima teigti, kad vienas iš dažniausiai pasitaikančių įmonių reorganizavimo būdų – jungimas. Įmonių jungimas vykdomas siekiant įvairių tikslų, didžioji dalis jų yra susiję su įmonės finansinės būklės gerinimu. Tačiau mokslininkų atliktos studijos atskleidė, kad jungimosi poveikis pasireiškia ne tik finansiniams, tačiau taip pat ir nefinansiniams veiklos rezultatams. Dalis mokslininkų jungimo poveikį tyrė įmonės vertės arba tik kelių finansinių rodiklių atžvilgiu, kiti labiau gilinosi vien į su žmogiškaisiais ištekliais susijusius aspektus. Tačiau įmonės finansiniai rezultatai glaudžiai siejasi su jos darbuotojų kompetencija, motyvacija, vidine kultūra, valdymu, todėl jungimo efektyvumo atskleidimui itin svarbu vertinti ne tik finansinius, tačiau ir nefinansinius veiklos rezultatus, t. y. vertinimas turėtų būti kompleksinis. Kadangi globalizacija įgauna vis didesnę pagreitį, taip pat aktualu ir vertinimo universalumas, kad jis būtų tinkamas ne tik nacionaliniams, bet ir tarptautiniams jungimams, bei jungimo vertinimui ne tik po šio sandorio įvykdymo, bet ir prieš priimančią sprendimą jungtis. Nors įmonių jungimo vertinimo problematika plačiai nagrinėta, tačiau vieningos nuomonės, kokiais metodais pasinaudoti tikslingiausia, nėra. O tai yra labai svarbu, kadangi nuo vertinimo metodikos pasirinkimo priklauso gautų rezultatų tikslumas.
2. Išanalizavus mokslinę literatūrą galima teigti, kad atliekant įmonių vertinimą pirmiausiai nustatomi jungimo tikslai, kurių paprastai yra daugiau nei vienas, ir dažniausi iš jų yra finansinės ir nefinansinės veiklos sinergijos siekis. Jungimo sandoris pasižymi ne tik iš sukurtos sinergijos sukurta nauda, tačiau ir prisiimta rizika dėl teisiškai neteisingų jungimo veiksmų, dėl to labai svarbu išanalizuoti jungimo reglamentavimą ne tik apskaitos standartuose, tačiau ir šalies, kurioje vykdomas jungimas, teisės aktuose. Taip pat pabrėžiama, kad visų jungime dalyvaujančių įmonių apskaita privalo būti rengta pagal to paties apskaitos standarto nuostatas. Po šio sandorio įsigijusiai įmonei atsiranda prievolė konsoliduoti finansines ataskaitas. Įvykdžius įmonių jungimą, gali susidaryti trijų rūšių sinergija, kurias pagal savo pobūdį galima sujungti į dvi pagrindines: finansinę ir veiklos, todėl tam, kad įmonių jungimo vertinimas visiškai atspindėtų realią situaciją, derėtų sujungti finansinį ir veiklos vertinimą. Taip pat itin svarbu vertinimui pasirinkti pačius tinkamiausius vertinimo būdus ir metodus. Tarp dažniausiai naudojamų ir teikiančių tiksliausius rezultatus yra apskaita grįstos priemonės ir įmonės vertės nustatymo metodai (EVA ir DCF) finansiniam vertinimui bei apklausos ir KPI rodikliai nefinansiniam veiklos vertinimui. Tam, kad būtų galima palyginti rezultatus prieš ir po jungimo, vertinimas turėtų apimti ne mažiau nei šešerių metų laikotarpį.
3. Atsižvelgiant į visus teorinius įmonių jungimo vertinimo elementus, sudarytas kompleksinis įmonių jungimo vertinimo modelis, kuris sujungia du vertinimo požiūrius: finansinį ir nefinansinį, bei atsižvelgiama į laiko aspektą. Šis modelis yra tinkamas tiek nacionalinių, tiek tarptautinių jungimų vertinimui bei yra tinkamas situacijos tiek prieš jungimo sandorį, tiek po jo susidariusiems pokyčiams ir tikslų pasiekimo, t. y. sandorio efektyvumo, įvertinimui. Vertinimas prieš jungimą padeda įvertinti jungimo tikslų pasiekimo tikimybę ir mastą, o po jungimo tinkamai atliktas vertinimas atskleidžia silpnąsias bendrovės vietas ir į jas atsižvelgdami vadovai gali priimti atitinkamus sprendimus, padėsiančius sušvelninti integracinį laikotarpį.
4. Siekiant patikrinti sudarytą kompleksinį įmonių jungimų vertinimo modelį, atliktas nacionalinio ir tarptautinio jungimų Lietuvoje atvejų tyrimas. Atlikus finansinį vertinimą paaiškėjo, kad nacionalinio AB „AUGA group“ jungimo su AB „Baltic Champs“ atveju po šio sandorio praėjus

vieneriems metams teigiama kryptimi pakito bendrovės pajamos, pelningumas, apyvartumas ir įmonės vertė, bet padidėjo sąnaudos ir pablogėjo likvidumo rodikliai. Tačiau tarptautinio AB „Linas Agro Group“ jungimo su trimis Latvijos paukštininkystės įmonėmis SIA „Lielzeltini“, SIA „Cerova“ ir SIA „Broileks“ atveju situacija priešinga – atskleista, kad praėjus metams po jungimo pajamos, sąnaudos, pelningumas, apyvartumo ir likvidumo rodikliai pakito neigiama kryptimi. Pastarajam atvejui šis sandoris teigiamos įtakos turėjo tik įmonės vertei. Bet žvelgiant į antrus ir trečius metus po jungimų, situacijos keičiasi, kadangi nacionalinio jungimo atveju pajamos, pelningumo ir turto apyvartumo rodikliai ėmė prastėti, nors ir išliko didesni nei prieš jungimą. Tarptautinio jungimo atveju priešingai – pajamos, turto apyvartumo rodikliai, nuosavo kapitalo dalis bendroje kapitalo struktūroje ėmė didėti. Atlikus veiklos vertinimą pastebėta, kad praėjus vieneriems metams po sandorio nacionalinio jungimo atveju dėl padidėjusių investicijų į žmogiškąjį kapitalą išaugo HCROI ir HCVA rodikliai, o tarptautinio jungimo atveju investicijos į žmogiškuosius išteklius sumažėjo, dėl ko sumažėjo ir pastarųjų rodiklių reikšmės. Taip pat ištirta, kad po įmonių jungimo abejais tirtais atvejais vykdyta produkcijos diversifikacija ir padidinta užimamos rinkos dalis. Praėjus dvejiems ir trejiems metams po jungimo abejais atvejais žmogiškojo kapitalo rodiklių reikšmės pradėjo mažėti, o rinkos dalies augimas tarptautinio jungimo atveju įgijo dar didesnę augimo pagreitį. Taigi, atlikus finansinį ir veiklos vertinimą galima teigti, kad jungimo poveikis minėtiems aspektams laiko atžvilgiu pasireiškia skirtingai, kadangi nacionalinio jungimo atveju pirmaisiais metais po šio sandorio efektas buvo beveik vien teigiamas, o su kiekvienais vėlesniais metais jis silpnėjo, o tarptautinio jungimo atveju priešingai – pirmieji metai po sandorio buvo itin prasti, tačiau nuo antrųjų kai kurie aspektai pradėjo gėrėti. Visa tai atskleidžia sukurto kompleksinio įmonių jungimų vertinimo modelio laiko aspekto svarbą ir būtinybę į vertinimą įtraukti ne mažiau nei šešerių metų laikotarpį. Tačiau apibendrinant galima teigti, kad visgi finansinė sinergija pasiekta tik nacionalinio jungimo atveju, kadangi sąnaudų augimas buvo kur kas mažesnis nei pajamų, o tarptautinio jungimo atveju pardavimams mažėjant sąnaudos toliau augo. Kalbant apie veiklos sinergiją, ji pasiekta abejais atvejais, kadangi po jungimo atlikta produktų diversifikacija bei pagerinta tiekiamos produkcijos kokybė. Nors tarptautinio jungimo atveju nepasiekta finansinė sinergija, tačiau tiek nacionalinio, tiek tarptautinio jungimų Lietuvoje atvejais jungimosi tikslai buvo pasiekti, todėl galima teigti, kad šie jungimai visgi buvo sėkmingi.

5. Patikrinus kompleksinį jungimų vertinimų modelį pastebėti tam tikri apribojimai. Siekiant atlikti kiek galima išsamesnį jungimo vertinimą, reikėtų praplėsti nefinansinį veiklos vertinimą, t. y. panaudoti technologijų ir procesų sinergijos efektyvumą išmatuojančius KPI rodiklius ir kultūros pokyčius atskleidžiančias apklausas. Atsižvelgus į atliktų atvejų tyrimo rezultatus pastebėta, kad prieš ketinant jungtis būtų palanku išanalizuoti užsienio rinkų, į kurias eksportuojama didžioji dalis produkcijos, tendencijų prognozes, kadangi susiklosčius nepalankiai situacijai užsienio rinkose jungimo sandoris gali vis tiek nepasitarnaut, siekiant savo tikslų. Prieš jungiantis reikėtų kuo nuodugniau įvertinti tikslinę įmonę. Tikslinga apsvarstyti kelias alternatyvas ir pasirinkti tą, su kuria šis sandoris pasiteisintų labiau. Taip pat reikėtų atsižvelgti į sektorių, kuriame veikia besijungiančios įmonės, nes, kaip atskleidžia daugybės mokslininkų atlikti tyrimai, nuo to gali priklausyti jungimo tikslų pasiekimo sėkmė. Šis kompleksinis jungimo vertinimo modelis yra skirtas ir gali būti naudingas bet kuriame sektoriuje veikiančioms įmonėms, kurios susijungė / prisijungė ar ketina jungtis su toje pačioje šalyje ar užsienyje veikiančia (-iomis) įmone (-ėmis). Mokslinė ir praktinė šio modelio vertė atsiskleidžia per jo kompleksiskumą, laiko aspekto įvertinimą bei universalumą, t. y. tinkamumą bet kokiam įmonių jungimų vertinimui.

Literatūros sąrašas

1. Ahmed, M., & Ahmed, Z. (2014). Mergers and Acquisitions: Effect on Financial Performance of Manufacturing Companies of Pakistan. *Middle-East Journal of Scientific Research* 21 (4), 689-699;
2. Aybar, B., & Ficici, A. (2009). Cross-border acquisitions and firm value: an analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40 (8), 1317–1338;
3. Aydin, N. (2017). Mergers and Acquisitions: A Review of Valuation Methods. *International Journal of Business and Social Science* 8 (5), 147-151;
4. Alhenawi, Y., & Krishnaswami, S. (2015). Long-term impact of merger synergies on performance and value. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 58, 93-118;
5. Ashfaq, k., Usman, M., Hanif, Z., & Yousaf, T. (2014). Investigating the Impact of Merger & Acquisition on Post Merger Financial Performance (Relative & Absolute) of Companies (Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan). *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences* 4 (11), 258-281;
6. Bai, X., Zeng, J., & Chiu, Y. (2019). Prie-evaluating efficiency gains from potential mergers and acquisitions based on the resampling DEA approach: Evidence from China's railway sector. *Journal of Transport Policy* 76, 46-56;
7. Bertrand, O., & Betschinger, M.A. (2012). Performance of domestic and cross-border acquisitions: empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*, 40, 413–437;
8. Bhagat, S., Malhotra, S., & Zhu, P.C. (2011). Emerging country cross-border acquisitions: characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants. *Emerging Markets Review*, 12, 250–271;
9. Bhaumik, S.K., & Selarka, E. (2012). Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India. *Journal of Corporate Finance*, 18 (4), 717–726;
10. Bianconi, M., & Tan, C.M. (2019). Evaluating the instantaneous and medium-run impact of mergers and acquisitions on firm values. *International Review of Economics and Finance*, 59, 88-97;
11. Blajut, L. P. (2015). Role of international mergers and acquisitions in corporate integration: Literature review. *Practical Application of Science*, 3, Issue 1 (7);
12. Campos N., Bruhn, P., Lelis, C., Calegário, L., Carvalho F.M., Campos, R.S., & Santos, A. C. (2017). Mergers and acquisitions in Brazilian industry: a study of spillover effects. *International Journal of Productivity and Performance Management* 66 (1), 51-77;
13. Carlton, D., Israel, M., MacSwain, I., & Orlov, E. (2019). Are legacy airline mergers pro- or anti-competitive? Evidence from recent U.S. airline mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 62, 58-95;
14. Chari, A., Chen, W., & Dominguez, K.M.E. (2012). Foreign ownership and firm performance: emerging market acquisitions in the United States. *IMF Economic Review* 60 (1), 1–42;
15. Cheng, Y. (2018). Integration duration of post-merger and leverage dynamics of mergers: theory and evidence. *Pacific Accounting Review*. doi: 10.1108/PAR-05-2018-0036;
16. Chi, J., Sun, Q., & Young, M. (2011). Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets. *Emerging Markets Review*, 12 (2), 152–170;
17. Cording M., Christmann P., & Weigelt C. (2010). Measuring theoretically complex constructs: the case of acquisition performance, strategic organization. *Strategic Organization* 8 (1), 11-41;

18. Corporate Finance Institute [CFI]. (2020). *What are the Different Motives for Mergers?* [žiūrėta 2020-01-02]. Prieiga per internetą: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/motives-for-mergers/>;
19. Upcounsel. (2019). *Corporate Reorganization: Everything You Need To Know* [žiūrėta 2019-05-27]. Prieiga per internetą: <https://www.upcounsel.com/corporate-reorganization>;
20. Damodaran, A. (2020). Damodaran on Valuation. *Damodaran Online* [žiūrėta 2020-01-09]. Prieiga per internetą: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>;
21. Deloitte (2020). The state of the deal. M&A trends 2020 [žiūrėta 2020-04-02]. Prieiga per internetą: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-mna-trends-2020-report.pdf>;
22. Duan, Y., & Li, F. (2015). The Financial Synergy Effect in M&A, Evidence from China's Real Estate Industry. *Journal of Management & Engineering* 21, 53-58;
23. Ghosh, S., & Dutta, S. (2014). Mergers and Acquisitions: A Strategic Tool for Restructuring in the Indian Telecom Sector. *Procedia Economics and Finance*, 11, 396-409;
24. Goddard, J., Molyneux, P., & Zhou, T. (2012). Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America. *The European Journal of Finance*, 18 (5), 419–438;
25. Grieco, P., Pinkse, J., & Slade, M. (2018). Brewed in North America: Mergers, marginal costs, and efficiency. *International Journal of Industrial Organization*, 59, 24-65;
26. Gubbi, S.R., Aulakh, P.S., Ray, S., Sarkar, M.B., & Chittoor, R. (2010). Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *Journal of International Business Studies*, 41 (3), 397–418;
27. Horowitz, R. E., Provizer, H., & Barry, M. J. (2013). How to Evaluate a Potential Merger or Acquisition. *Archives of Pathology & Laboratory Medicine* 137 (12), 1811-1815;
28. International M&A Partners [IMAP] (2019). Trends in Global M&A 2018-2019 [žiūrėta 2019-06-07]. Prieiga per internetą: https://www.imap.com/media/uploads/global_m%26a_survey_2018-2019_final2.pdf;
29. Joash, G. O., & Njangiru, M.J. (2015). The Effect of Mergers and Acquisitions on Financial Performance of Banks (A Survey of Commercial Banks in Kenya). *International Journal of Innovative Research & Development* 4 (8), 101-113;
30. Jurich, S. N., & Walker, M. M. (2018). What drives merger outcomes? *North American Journal of Economics and Finance*;
31. 14-ojo verslo apskaitos standarto [14 VAS] „Verslo jungimai“ metodinės rekomendacijos. *Patvirtinta Audito, apskaitos, turto vertinimo ir nemokumo valdymo tarnybos prie LR finansų ministerijos direktoriaus 2016 m. rugpjūčio 12 d. įsakymu Nr. V2-6*;
32. Kibilko, J. (2019). 7 Types of Corporate Reorganization [žiūrėta 2019-05-28]. Prieiga per internetą: <https://smallbusiness.chron.com/7-types-corporate-reorganization-17885.html>;
33. Kumar R. (2013). Post-merger corporate performance: an Indian perspective, *Management Research News* 32 (2), 145 – 157;
34. Kucharčíkova, A., Mičiak, M., & Hitka, M. (2018). Evaluating the Effectiveness of Investment in Human Capital in E-Business Enterprise in the Context of Sustainability. *Journal of Sustainability* 10 (9), 3211;
35. Liang, L.S., & Jing, W (2016). Research on Target Enterprise Value Evaluation Based on EVA Model – SEB M & a SUPOR. *Advances in Social science, Education and Humanities Research (ASSEHR)* 65, 456-459;

36. Lietuvos bankas. (2014). Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija AB Nasdaq OMX Vilnius biržoje masto tyrimas. Teminių straipsnių serija nr. 3, p. 6 [žiūrėta 2020-02-02]. Prieiga per internetą:
https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/1169_168a26f17014d492b1d8646324cd445b.pdf;
37. Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių įstatymas. 2001 m. liepos 1 d. nr. VIII-1835, Žin. 2000, NR. 64-1914 [žiūrėta 2019-05-29]. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAD/TAIS.106080?jfwid=rivwzvvpvg>;
38. Lietuvos Respublikos Civilinio kodekso [LR CK] patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas. 2000 m. liepos 18 d. Nr. VIII-1864, Žin. 2000, NR. 74-2262 [žiūrėta 2019-05-29]. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAD/TAIS.107687>;
39. Lietuvos statistikos departamentas. (2020) [žiūrėta 2020-02-25]. Prieiga per internetą: <https://osp.stat.gov.lt/statistiniu-rodikliu-analize?indicator=S8R022#/>;
40. Liu, Y., Chen, H., & Su, M. (2017). Product market competition, type of mergers, and post-merger performance in Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal* 46, 292-308;
41. Liu, T., He, J., & Netter, J. (2018). Expectation Management in Mergers and Acquisitions. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2509573>;
42. Malmendier, U., Moretti, E., & Peters, F. (2018). Winning by Losing: Evidence on the Long-Run Effects of Mergers. *The Review of Financial Studies* 31 (8), 3212–3264;
43. Naeem, N., & Rashid, A. (2017). Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods. *Borsa Istanbul Review* 17 (1), 10-24;
44. Nasdaq Baltic. (2020). AB „AUGA group“ ir AB „Linas Agro Group“ finansinės ataskaitos, aiškinamieji raštai ir tvaraus verslo ataskaitos, 2011-2016 m.;
45. NHS Improvement. (2018). *Guidance for evaluating merger impacts* [žiūrėta: 2020-03-01] Prieiga per internetą: https://improvement.nhs.uk/documents/3412/Merger_impact_evaluation_guidance_FINALv3.pdf;
46. Nicholson, R.R., & Salaber, J. (2013). The motives and performance of cross-border acquirers from EE: comparison between Chinese and Indian firms. *International Business Review* 22 (6), 963–980;
47. OECD Policy Roundtables. (2012). *Impact Evaluation of Merger Decisions, 2011*, 13-14. Prieiga per internetą: <http://www.oecd.org/daf/competition/Impactevaluationofmergerdecisions2011.pdf>;
48. Osarenkhoe, A., & Hyder, A. (2015). Marriage for better or for worse? Towards an analytical framework to manage post-merger integration process. *Business Process Management Journal* 21 (4), 857-887;
49. Otchere, I., & Abukari, K. (2019). Are stock exchange mergers motivated by efficiency or market gains? *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 1-15;
50. Patel, R. (2017). Pre & Post-Merger Financial Performance: An Indian Perspective. *Journal of Central Banking Theory and Practise* 3, 181-200;
51. Pereira, P.J., & Rodrigues, A. (2019). Bargaining merger terms and the effect on the announcement returns. *International Review of Economics and Finance* 59, 510-251;
52. Pervan, M., Višić, J., & Barnjak, K. (2015). The impact of M&A on company performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance* 23, 1451-1456;
53. Polemis, M.L. (2017). Impact evaluation of merger decisions: lessons from the Greek experience. *European Competition Journal*;

54. Prankevičius, A. (2014, kovo 30). „Linus Agro Group“ plečia latviškus paukštynus. *Verslo žinios* [žiūrėta 2020-02-02]. Prieiga per internetą: <https://www.vz.lt/archive/article/2014/3/30/linas-agro-group-plecia-latviskus-paukstynus>;
55. PwC (2017). Success factors in post-merger integration: Deal makers share their recipes for success. *PwC's M&A Integration Survey Report*;
56. Rani, N., Yadav., S.S., & Jain, P.K. (2015). Financial performance analysis of mergers and acquisitions: evidence from India. *International Journal of Commerce and Management* 25 (4), 402-423;
57. Sillaber, C, Huber, N., Mussmann, A., & Brey, R. (2018). Post-Merger IT Integration Success and Performance Measurement: A Systematic Literature Study. *Twenty-fourth Americas Conference on Information Systems, New Orleans*;
58. Singh, S., & Das, S. (2018). Impact of post-merger and acquisition activities on the financial performance of banks: a study of Indian private sector and public sector banks. *Revista Espacios Journal* 39 (26);
59. Star, S., Russ-Eft, D., Braverman, M.T., & Levine, R. (2016). Performance Measurement and Performance Indicators: A Literature Review and a Proposed Model for Practical Adoption. *Human Resource Development Review* 15 (2), 151-181;
60. 3-asis tarptautinis finansinės apskaitos standartas [3 TFAS]. *Verslo jungimai*. Patvirtinta Komisijos reglamentu (EB) Nr. 495/2009 2009 m. birželio 3 d., priimančiu tam tikrus tarptautinius apskaitos standartus pagal Europos Parlamento ir Tarybos reglamentą (EB) Nr. 1606/2002. Prieiga per internetą: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:149:0022:0059:LT:PDF>;
61. 3-iojo tarptautinio finansinės atskaitomybės standarto pataisos [3 TFAS pataisos]. *Verslo jungimai*. Patvirtinta Komisijos reglamentu (ES) Nr. 2020/551 2020 m. balandžio 21 d., iš dalies keičiančiu Reglamentą (EB) Nr. 1126/2008, priimančiu tam tikrus tarptautinius apskaitos standartus pagal Europos Parlamento ir Tarybos reglamentą (EB) Nr. 1606/2002. Prieiga per internetą: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0551&qid=1587988986878&from=LT>;
62. Varaniūtė, V. (2019). *Verslo vertės apskaičiavimo / vertinimo metodai. Verte pagrįstas valdymas*. Kauno technologijos universitetas;
63. Zhang, W., Wang, K., Li, L., Chen, Y., & Xinmeng, W. (2018). The impact of firms' mergers and acquisitions on their performance in emerging economies. *Journal of Technological Forecasting & Social Change*, 135, 208-216;
64. Wang, D., & Moini, H. (2012). Performance Assessment of Mergers and Acquisitions: Evidence from Denmark. *E-Leader Berlin*, 1-15;
65. Wang, W. (2018). Bid anticipation, information revelation, and merger gains. *Journal of Financial Economics* 128, 320-343;
66. Weber, Y., & Tarba, S. (2011). Exploring integration approach in related mergers: Post-merger integration in the high-tech industry. *International Journal of Organizational Analysis* 19 (3), 202-221;
67. Weinberg, J.A. (2005). Banking markets in a decade of mergers: a preliminary examination of five North Carolina markets. *Federal Reserve Bank Richmond Econ. Quart.* 91 (1), 55-72;
68. Xu, E.Q. (2017). Cross-border merger waves. *Journal of Corporate Finance* 46, 207-231.

Priedai

1 priedas. Jungimo sandorių pasiskirstymas pagal sektorius 2014-2020 m., proc. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis IMAP, 2019)

Sektoriai	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Žaliavų tiekimas	6,9	6,7	6,1	6,5	5,0	5,0	4,5
Maisto pramonė	18,6	15,2	17,2	18,0	17,0	15,5	15,0
Energetika	13,2	8,7	5,8	7,0	7,5	7,5	7,0
Finansai	20,0	18,0	19,2	19,0	19,5	19,5	19,0
Sveikatos apsauga	3,1	5,2	3,0	4,5	5,0	5,5	6,0
Farmacija	10,9	9,5	7,8	9,0	10,0	10,5	11,5
Plataus vartojimo prekės	11,1	13,9	13,6	14,0	13,0	13,5	13,5
Technologijos	9,9	11,3	13,2	13,5	14,0	14,0	14,5
Telekomunikacijos	4,0	9,0	4,6	6,0	6,5	6,5	6,5
Komunalinės paslaugos	2,3	2,5	9,4	2,5	2,5	2,5	2,5
Iš viso:	100	100	100	100	100	100	100

2 priedas. AB „AUGA group“ pelno (nuostolių) ataskaita, 2011-2016 m., tūkst. Eur (šaltinis: AB „AUGA group“ finansinės ataskaitos, 2011-2016)

Eil. Nr.	Straipsniai	Metai					
		2011	2012	2013	2014	2015	2016
I.	Pardavimo pajamos	16 241	25 107	23 915	41 950	47 425	39 630
II.	Pardavimo savikaina	11 410	16 289	18 166	34 375	37 024	28 853
III.	BENDRASIS PELNAS	4 831	8 818	5 749	7 575	10 401	10 777
IV.	Veiklos sąnaudos	6 802	4 833	5 705	5 539	6 069	7 014
V.	Neigiamas prestižas	0	0	0	8 866	0	0
VI.	Kitos pajamos	2 324	77	2 254	1 586	3 797	127
VII.	VEIKLOS PELNAS	354	4 062	2 298	12 488	8 129	3 890
VIII.	Finansinės veiklos sąnaudos	2 249	1 863	3 580	2 573	2 001	2 098
IX.	PELNAS (NUOSTOLIAI) PRIŠ APMOKESTINIMĄ	(1 895)	2 198	(1 282)	9 915	6 128	1 792
X.	Pelno mokestis	435	(490)	69	219	(569)	353
XI.	GRYNASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	(1 460)	1 708	(1 214)	10 134	5 559	2 145
	PRISKIRTINA:						
	<i>Bendrovės akcininkams</i>	<i>(1 250)</i>	<i>1 556</i>	<i>(1 026)</i>	<i>10 120</i>	<i>5 618</i>	<i>2 173</i>
	<i>Nekontroliuojančiai daliai</i>	<i>(210)</i>	<i>152</i>	<i>(188)</i>	<i>14</i>	<i>(59)</i>	<i>(28)</i>

3 priedas. AB „AUGA group“ pelno (nuostolių) ataskaitos horizontalioji analizė, 2011-2016 m., tūkst. Eur ir proc. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Eil. Nr.	Metai Straipsniai	2012-2011		2013-2012		2014-2013		2015-2014		2016-2015	
		Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.
I.	Pardavimo pajamos	8 865	54,58	-1 192	-4,75	18 035	75,42	5 475	13,05	-7 795	-16,44
II.	Pardavimo savikaina	4 879	42,76	1 877	11,52	16 209	89,23	2 649	7,71	-8 171	-22,07
III.	BENDRASIS PELNAS	3 986	82,51	-3 069	-34,81	1 826	31,77	2 826	37,31	376	3,62
IV.	Veiklos sąnaudos	-1 968	-28,94	872	18,04	-166	-2,91	530	9,57	945	15,57
V.	Neigiamas prestižas	0	0	0	0	8 866	100	-8 866	-100,00	0	0
VI.	Kitos pajamos	-2 247	-96,67	2 177	2 815	-668	-29,64	2 211	139,41	-3 670	-96,66
VII.	VEIKLOS PELNAS	3 707	1046,69	-1 764	-43,43	10 190	443,53	-4 359	-34,91	-4 239	-52,15
VIII.	Finansinės veiklos sąnaudos	-386	-17,16	1 716	92,10	-1 007	-28,12	-572	-22,23	97	4,85
IX.	PELNAS (NUOSTOLIAD) PRIEŠ APMOKESTINIMĄ	4 093	215,98	-3 480	-158,33	11 197	873,31	-3 787	-38,19	-4 336	-70,76
X.	Pelno mokestis	-925	-212,72	559	114,00	150	219,06	-788	-359,82	922	162,04
XI.	GRYNASIS PELNAS (NUOSTOLIAD)	3 168	216,96	-2 921	-171,05	11 348	935,10	-4 575	-45,15	-3 414	-61,41

4 priedas. AB „AUGA group“ pelno (nuostolių) ataskaitos vertikaloji analizė, 2011-2016 m., proc. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Eil. Nr.	Straipsniai	Metai					
		2011 Proc.	2012 Proc.	2013 Proc.	2014 Proc.	2015 Proc.	2016 Proc.
I.	Pardavimo pajamos	100	100	100	100	100	100
II.	Pardavimo savikaina	70,25	64,88	75,96	81,94	78,07	72,81
III.	BENDRASIS PELNAS	29,75	35,12	24,04	18,06	21,93	27,19
IV.	Veiklos sąnaudos	41,88	19,25	23,86	13,20	12,80	17,70
V.	Neigiamas prestižas	0	0	0	21,13	0	0
VI.	Kitos pajamos	14,31	0,31	9,43	3,78	8,01	0,32
VII.	VEIKLOS PELNAS	2,18	16,18	9,61	29,77	17,14	9,82
VIII.	Finansinės veiklos sąnaudos	13,85	7,42	14,97	6,13	4,22	5,29
IX.	PELNAS (NUOSTOLIAI) PRIEŠ APMOKESTINIMĄ	-11,67	8,76	-5,36	23,64	12,92	4,52
X.	Pelno mokestis	2,68	-1,95	0,29	0,52	-1,20	0,89
XI.	GRYNASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	-8,99	6,80	-5,07	24,16	11,72	5,41

5 priedas. AB „AUGA group“ balansas, 2011-2016 m., tūkst. Eur (šaltinis: AB „AUGA group“ finansinės ataskaitos, 2011-2016)

Eil. Nr.	Metai						
	Straipsniai	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	TURTAS						
A.	ILGALAIKIS TURTAS	68 334	70 553	69 854	96 918	106 861	86 693
I.	NEMATERIALUSIS TURTAS	419	497	510	206	55	19
I.1.	<i>Prestižas</i>	390	390	390	0	0	0
I.2.	<i>Kitas nematerialusis turtas</i>	29	107	120	206	55	19
II.	MATERIALUSIS TURTAS	40 463	42 896	42 131	80 784	89 634	76 262
II.1.	<i>Žemė</i>	12 219	12 299	8 809	17 484	27 021	13 548
II.2.	<i>Pastatai</i>	17 475	17 657	19 154	46 426	45 004	42 380
II.3.	<i>Statiniai ir įrengimai</i>	8 676	10 399	13 249	14 812	15 098	16 713
II.4.	<i>Transporto priemonės, įranga ir kitas ilgalaikis materialusis turtas</i>	679	649	768	1 909	2 005	2 415
II.5.	<i>Nebaigta statyba</i>	1 414	1 892	151	153	506	1 206
III.	Investicinis turtas	19 906	19 998	20 523	8 940	9 636	0
IV.	Ilgalaikės gautinos sumos	1 596	1 427	0	0	377	2 599
V.	Investicijos, skirtos parduoti	203	4	1	111	267	286
VI.	Atidėtojo pelno mokesčio turtas	921	386	852	147	255	669
VII.	Biologinis turtas - galvijai (melžiamos karvės, telyčios ir kt. galvijai)	4 825	5 346	5 836	6 730	6 637	6 858
B.	TRUMPALAIKIS TURTAS	12 656	14 951	13 609	26 113	28 405	35 397
I.	Biologinis turtas (pasėliai)	3 545	3 516	4 536	5 920	4 067	5 223
II.	Atsargos	4 589	5 313	4 060	10 300	8 856	15 157
III.	Prekybos gautinos sumos, išankstiniai apmokėjimai ir kitos gautinos sumos	3 724	5 220	3 213	8 839	11 414	13 367
IV.	Pinigai ir pinigų ekvivalentai	798	903	1 800	1 054	4 068	1 650
	TURTO IŠ VISO:	80 990	85 504	83 464	123 031	135 266	122 090

Eil. Nr.	Straipsniai	Metai					
		2011	2012	2013	2014	2015	2016
	NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI						
C.	NUOSAVAS KAPITALAS IR REZERVAI	33 924	35 632	33 933	55 984	69 130	72 238
I.	Įstatinis kapitalas	24 566	24 566	24 566	54 279	54 351	54 351
II.	Akcijų priedai	7 136	7 136	7 136	7 890	7 890	7 890
III.	Perkainojimo rezervas	12 796	12 035	8 299	0	7 689	4 179
IV.	Privalomasis rezervas	579	579	579	579	579	579
V.	Valiutų kursų svyravimo įtaka	0	0	0	(92)	(266)	(217)
VI.	Nepaskirstytasis pelnas (sukaupti nuostoliai)	(11 749)	(9 432)	(6 896)	(7 052)	(1 434)	5 163
	<i>Nuosavybė, tenkanti Bendrovės akcininkams</i>	33 328	34 884	33 684	55 604	68 809	71 945
	<i>Nekontroliuojanti dalis</i>	596	748	250	380	321	293
D.	ĮSIPAREIGOJIMAI	47 066	49 872	49 530	67 047	66 136	49 852
I.	ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	20 749	22 153	30 723	29 929	28 654	24 084
I.1.	Paskolos	148	1 507	11 383	21 354	18 804	16 938
I.2.	Lizingo įsipareigojimai	438	638	3 276	3 171	2 515	3 427
I.3.	Dotacijos	2 972	3 384	4 058	3 824	4 515	3 286
I.4.	Restruktūrizuotos skolos	14 856	14 334	9 776	0	0	0
I.5.	Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimai	2 335	2 290	2 229	1 580	2 820	433
II.	TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	26 317	27 719	18 807	37 118	37 482	25 768
II.1.	Ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis	18 990	16 267	4 893	14 578	17 291	3 585
II.2.	Ilgalaikių lizingo įsipareigojimų einamųjų metų dalis	2 044	1 866	1 361	1 586	1 991	2 690
II.3.	Trumpalaikės paskolos	236	803	329	2 317	6 077	5 350
II.4.	Trumpalaikė restruktūrizuojamų skolų dalis	0	1 113	6 046	4 521	0	0
II.5.	Prekybos ir mokėtinos sumos	3 182	4 127	3 434	10 375	8 473	8 796
II.6.	Kitos mokėtinos sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai	1 865	3 545	2 743	3 741	3 650	5 347
	NUOSAVYBĖS IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	80 990	85 504	83 464	123 031	135 266	122 090

6 priedas. AB „AUGA group“ balanso horizontalioji analizė, 2011-2016 m., tūkst. Eur ir proc. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Eil. Nr.	Straipsniai	2012-2011		2013-2012		2014-2013		2015-2014		2016-2015	
		Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.
A.	ILGALAIKIS TURTAS	2 219	3,25	-699	-0,99	27 064	38,74	9 943	10,26	-20 168	-18,87
I.	NEMATERIALUSIS TURTAS	78	18,74	13	2,56	-304	-59,61,	-151	-73,30	-36	-65,45
I.1.	<i>Prestižas</i>	0	0	0	0	-390	-100,00	0	0	0	0
I.2.	<i>Kitas nematerialusis turtas</i>	78	268,97	13	12,15	86	71,67	-151	-73,30	-36	-65,45
II.	MATERIALUSIS TURTAS	2 433	6,01	-764	-1,78	38 653	91,67	8 850	10,96	-13 372	-14,92
II.1.	<i>Žemė</i>	80	0,65	-3 490	-28,37	8 675	98,47	9 537	54,55	-13 473	-49,86
II.2.	<i>Pastatai</i>	182	1,04	1 497	8,48	27 272	142,39	-1 422	-3,06	-2 624	-5,83
II.3.	<i>Statiniai ir įrengimai</i>	1 723	19,86	2 850	27,40	1 563	11,80	286	1,93	1 615	10,70
II.4.	<i>Transporto priemonės, įranga ir kitas ilgalaikis materialusis turtas</i>	-30	-4,40	120	18,44	1 141	148,45	96	5,03	410	20,45
II.5.	<i>Nebaigta statyba</i>	478	33,80	-1 741	-92,02	2	1,40	353	230,72	700	138,34
III.	Investicinis turtas	92	0,46	526	2,63	-11 583	-56,44	696	7,79	-9 636	-100,00
IV.	Ilgalaikės gautinos sumos	-170	-10,63	-1 427	-100,00	0	0	377	100,00	2 222	589,34
V.	Investicijos, skirtos parduoti	-200	-98,15	-3	-76,92	110	12 675,36	156	140,54	19	7,12
VI.	Atidėtojo pelno mokesčio turtas	-535	-58,09	466	120,78	-705	-82,75	108	73,47	414	162,35
VII.	Biologinis turtas - galvijai (melžiamos karvės, telyčios ir kt. galvijai)	521	10,80	490	9,17	894	15,31	-93	-1,38	221	3,33
B.	TRUMPALAIKIS TURTAS	2 295	18,13	-1 342	-8,97	12 504	91,88	2 292	8,78	6 992	24,62
I.	Biologinis turtas (pasėliai)	-29	-0,82	1 021	29,03	1 384	30,50	-1 853	-31,30	1 156	28,42
II.	Atsargos	723	15,77	-1 253	-23,58	6 240	153,72	-1 444	-14,02	6 301	71,15
III.	Prekybos gautinos sumos, išankstiniai apmokėjimai ir kitos gautinos sumos	1 496	40,16	-2 006	-38,44	5 626	175,07	2 575	29,13	1 953	17,11
IV.	Pinigai ir pinigų ekvivalentai	105	13,13	897	99,33	-746	-41,44	3 014	285,96	-2 418	-59,44
	TURTO IŠ VISO:	4 514	5,57	-2 041	-2,39	39 567	47,41	12 235	9,94	-13 176	-9,74

Eil. Nr.	Straipsniai	Metai		2012-2011		2013-2012		2014-2013		2015-2014		2016-2015	
		NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI		Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.
C.	NUOSAVAS KAPITALAS IR REZERVAI	1 708	5,03	-1 699	-4,77	22 051	64,98	13 146	23,48	3 108	4,50		
I.	Įstatinis kapitalas	0	0	0	0	29 713	120,95	72	0	0	0		
II.	Akcijų priedai	0	0	0	0	754	10,57	0	0	0	0		
III.	Perkainojimo rezervas	-761	-5,95	-3 736	-31,05	-8 299	-100,00	7 689	100,00	-3 510	-45,65		
IV.	Privalomasis rezervas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
V.	Valiutų kursų svyravimo įtaka	0	0	0	0	-92	0	-174	-189,13	49	18,42		
VI.	Nepaskirstytasis pelnas (sukaupti nuostoliai)	2 317	19,72	2 536	26,88	-156	-2,26	5 618	79,67	6 597	460,04		
D.	ĮSIPAREIGOJIMAI	2 806	5,96	-342	-0,69	17 517	35,37	-911	-1,36	-16 284	-24,62		
I.	ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	1 405	6,77	8 570	38,68	-794	-2,58	-1 275	-4,26	-4 570	-15,95		
I.1.	Paskolos	1 360	920,59	9 876	655,12	9 971	87,59	-2 550	-11,94	-1 866	-9,92		
I.2.	Lizingo įsipareigojimai	200	45,77	2 638	413,29	-105	-3,22	-656	-20,69	912	36,26		
I.3.	Dotacijos	412	13,85	674	19,92	-234	-5,76	691	18,07	-1 229	-27,22		
I.4.	Restruktūrizuotos skolos	-522	-3,51	-4 558	-31,80	-9 776	-100,00	0	0	0	0		
I.5.	Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimai	-45	-1,92	-60	-2,63	-649	-29,13	1 240	78,48	-2 387	-84,65		
II.	TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	1 401	5,33	-8 912	-32,15	18 311	97,36	364	0,98	-11 714	-31,25		
II.1.	Ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis	-2 724	-14,34	-11 373	-69,92	9 685	197,91	2 713	18,61	-13 706	-79,27		
II.2.	Ilgalaikių lizingo įsipareigojimų einamųjų metų dalis	-178	-8,71	-505	-27,06	225	16,54	405	25,54	699	35,11		
II.3.	Trumpalaikės paskolos	566	239,58	-473	-58,97	1 988	603,62	3 760	162,28	-727	-11,96		
II.4.	Trumpalaikė restruktūrizuojamų skolų dalis	1 113	100,00	4 933	443,34	-1 525	-25,22	-4 521	-100,00	0	0		
II.5.	Prekybos ir mokėtinų sumos	944	29,68	-692	-16,77	6 941	202,10	-1 902	-18,33	323	3,81		
II.6.	Kitos mokėtinų sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai	1 680	90,08	-801	-22,61	998	36,37	-91	-2,43	1 697	46,49		
	NUOSAVYBĖS IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VIŠO:	4 514	5,57	-2 041	-2,39	39 567	47,41	12 235	9,94	-13 176	-9,74		

7 priedas. AB „AUGA group“ balanso vertikaloji analizė, 2011-2016 m., proc. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Eil. Nr.	Metai Straipsniai	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
		Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.
A.	ILGALAIKIS TURTAS	84,37	100	82,51	100	83,69	100	78,78	100	79,00	100	71,01	100
I.	NEMATERIALUSIS TURTAS	0,52	0,61	0,58	0,70	0,61	0,73	0,17	0,21	0,04	0,05	0,02	0,02
I.1.	<i>Prestižas</i>	0,48	0,57	0,46	0,55	0,47	0,56	0	0	0	0	0	0
I.2.	<i>Kitas nematerialusis turtas</i>	0,04	0,04	0,13	0,15	0,14	0,17	0,17	0,21	0,04	0,05	0,02	0,02
II.	MATERIALUSIS TURTAS	49,96	59,21	50,17	60,80	50,48	60,31	65,66	83,35	66,26	83,88	62,46	87,97
II.1.	<i>Žemė</i>	15,09	17,88	14,38	17,43	10,55	12,61	14,21	18,04	19,98	25,29	11,10	15,63
II.2.	<i>Pastatai</i>	21,58	25,57	20,65	25,03	22,95	27,42	37,74	47,90	33,27	42,11	34,71	48,89
II.3.	<i>Statiniai ir įrengimai</i>	10,71	12,70	12,16	14,74	15,87	18,97	12,04	15,28	11,16	14,13	13,69	19,28
II.4.	<i>Transporto priemonės, įranga ir kitas ilgalaikis materialusis turtas</i>	0,84	0,99	0,76	0,92	0,92	1,10	1,55	1,97	1,48	1,88	1,98	2,79
II.5.	<i>Nebaigta statyba</i>	1,75	2,07	2,21	2,68	0,18	0,22	0,12	0,16	0,37	0,47	0,99	1,39
III.	Investicinis turtas	24,58	29,13	23,39	28,34	24,59	29,38	7,27	9,22	7,12	9,02	0	0
IV.	Ilgalaikės gautinos sumos	1,97	2,34	1,67	2,02	0	0	0	0	0,28	0,35	2,13	3,00
V.	Investicijos, skirtos parduoti	0,25	0,30	0	0,01	0	0	0,09	0,11	0,20	0,25	0,23	0,33
VI.	Atidėtojo pelno mokesčio turtas	1,14	1,35	0,45	0,55	1,02	1,22	0,12	0,15	0,19	0,24	0,55	0,77
VII.	Biologinis turtas - galvijai (melžiamos karvės, telyčios ir kt. galvijai)	5,96	7,06	6,25	7,58	6,99	8,36	5,47	6,94	4,91	6,21	5,62	7,91
B.	TRUMPALAIKIS TURTAS	15,63	100	17,49	100	16,31	100	21,22	100	21,00	100	28,99	100
I.	Biologinis turtas (pasėliai)	4,38	28,01	4,11	23,51	5,44	33,33	4,81	22,67	3,01	14,32	4,28	14,76
II.	Atsargos	5,67	36,26	6,21	35,53	4,86	29,83	8,37	39,44	6,55	31,18	12,41	42,82
III.	Prekybos gautinos sumos, išankstiniai apmokėjimai ir kitos gautinos sumos	4,60	29,43	6,10	34,91	3,85	23,61	7,18	33,85	8,44	40,18	10,95	37,76
IV.	Pinigai ir pinigų ekvivalentai	0,99	6,31	1,06	6,04	2,16	13,23	0,86	4,04	3,01	14,32	1,35	4,66
	TURTO IŠ VISO:	100		100		100		100		100		100	

Eil. Nr.	Metai	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	Straipsniai	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.
C.	NUOSAVAS KAPITALAS IR REZERVAI	41,89	100	41,67	100	40,66	100	45,50	100	51,11	100	59,17	100
I.	Išstatinis kapitalas	30,33	72,41	28,73	68,94	29,43	72,39	44,12	96,95	40,18	78,62	44,52	75,24
II.	Akcijų priedai	8,81	21,04	8,35	20,03	8,55	21,03	6,41	14,09	5,83	11,41	6,46	10,92
III.	Perkainojimo rezervas	15,80	37,72	14,08	33,78	9,94	24,46	0	0	5,68	11,12	3,42	5,79
IV.	Privalomasis rezervas	0,72	1,71	0,68	1,63	0,69	1,71	0,47	1,03	0,43	0,84	0,47	0,80
V.	Valiutų kursų svyravimo įtaka	0	0	0	0	0	0	-0,07	-0,16	-0,20	-0,38	-0,18	-0,30
VI.	Nepaskirstytasis pelnas (sukaupti nuostoliai)	-14,51	-34,63	-11,03	-26,47	-8,26	-20,32	-5,73	-12,60	-1,06	-2,07	4,23	7,15
D.	ĮSIPAREIGOJIMAI	58,11		58,33		59,34		54,50		48,89		40,83	
I.	ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	25,62	100	25,91	100	36,81	100	24,33	100	21,18	100	19,73	100
I.1.	Paskolos	0,18	0,71	1,76	6,80	13,64	37,05	17,36	71,35	13,90	65,62	13,87	70,33
I.2.	Lizingo įsipareigojimai	0,54	2,11	0,75	2,88	3,93	10,66	2,58	10,60	1,86	8,78	2,81	14,23
I.3.	Dotacijos	3,67	14,32	3,96	15,27	4,86	13,21	3,11	12,78	3,34	15,76	2,69	13,64
I.4.	Restruktūrizuotos skolos	18,34	71,60	16,76	64,70	11,71	31,82	0	0	0	0	0	0
I.5.	Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimai	2,88	11,25	2,68	10,34	2,67	7,26	1,28	5,28	2,08	9,84	0,35	1,80
II.	TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	32,49	100	32,42	100	22,53	100	30,17	100	27,71	100	21,11	100
II.1.	Ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis	23,45	72,16	19,02	58,68	5,86	26,02	11,85	39,27	12,78	46,13	2,94	13,91
II.2.	Ilgalaikių lizingo įsipareigojimų einamųjų metų dalis	2,52	7,77	2,18	6,73	1,63	7,24	1,29	4,27	1,47	5,31	2,20	10,44
II.3.	Trumpalaikės paskolos	0,29	0,90	0,94	2,90	0,39	1,75	1,88	6,24	4,49	16,21	4,38	20,76
II.4.	Trumpalaikė restruktūrizuojamų skolų dalis	0	0,00	1,30	4,01	7,24	32,15	3,67	12,18	0	0	0	0
II.5.	Prekybos ir mokėtinų sumos	3,93	12,09	4,83	14,89	4,11	18,26	8,43	27,95	6,26	22,61	7,20	34,14
II.6.	Kitos mokėtinų sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai	2,30	7,09	4,15	12,79	3,29	14,59	3,04	10,08	2,70	9,74	4,38	20,75
	NUOSAVYBĖS IR ĮSIPAREIGIJIMŲ IŠ VISO:	100		100		100		100		100		100	

8 priedas. AB „AUGA group“ WACC dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Metai	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skolinto kapitalo kaštai (R_D), proc.	4,33	3,64	3,13	3,52	3,44	3,11
Nuosavo kapitalo kaštai (R_E), proc.	11,34	11,08	10,07	11,02	10,56	9,93
Skolinto kapitalo dalis visame kapitale (k_D), koef.	0,58	0,58	0,59	0,54	0,49	0,41
Nuosavo kapitalo dalis visame kapitale (k_E), koef.	0,42	0,42	0,41	0,46	0,51	0,59
WACC, proc.	6,89	6,42	5,67	6,64	6,82	6,95

9 priedas. AB „AUGA group“ vertė, nustatyta EVA metodu, 2011-2013 m. ir 2014-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Metai	2011	2012	2013
<i>EBIT, tūkst. Eur</i>	354	4 062	2 298
<i>Pelno mokesčio įtaka (1-0,15), koef.</i>	0,85	0,85	0,85
NOPAT, tūkst. Eur	301	3 452	1 953
Kapitalo kaina, tūkst. Eur	5 578	5 489	4 736
EVA, tūkst. Eur	-5 276	-2 037	-2 783
<i>Diskonto koeficientas (1+WACC)ⁿ</i>	1,0689	1,1425	1,2212
Diskontuota EVA, tūkst. Eur	-4 937	-1 783	-2 279
Įmonės vertė EVA metodu, tūkst. Eur	74 465		

Metai	2014	2015	2016
<i>EBIT, tūkst. Eur</i>	12 488	8 129	3 890
<i>Pelno mokesčio įtaka (1-0,15), koef.</i>	0,85	0,85	0,85
NOPAT, tūkst. Eur	10 615	6 910	3 307
Kapitalo kaina, tūkst. Eur	8 175	9 232	8 488
EVA, tūkst. Eur	2 440	-2 322	-5 182
<i>Diskonto koeficientas (1+WACC)ⁿ</i>	1,0664	1,1373	1,1373
Diskontuota EVA, tūkst. Eur	2 288	-2 042	-4 556
Įmonės vertė EVA metodu, tūkst. Eur	118 721		

10 priedas. AB „AUGA group“ vertė, nustatyta DCF metodu, 2011-2013 m. ir 2014-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „AUGA group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Metai	2011	2012	2013
Laisvieji pinigų srautai (FCFF), tūkst. Eur	15 384	8 436	6 121
<i>Diskonto koeficientas $(1+WACC)^n$</i>	<i>1,0689</i>	<i>1,1425</i>	<i>1,2212</i>
Diskontuoti FCFF, tūkst. Eur	14 393	7 384	5 013
<i>FCFF_n, tūkst. Eur</i>	<i>6 121</i>		
<i>$(1+WACC)^n$, koef.</i>	<i>1,2212</i>		
TV dabartinė vertė, tūkst. Eur	72 790		
Įmonės vertė DCF metodu, tūkst. Eur	99 580		

Metai	2014	2015	2016
Laisvieji pinigų srautai (FCFF), tūkst. Eur	60 091	22 762	2 904
<i>Diskonto koeficientas $(1+WACC)^n$</i>	<i>1,0664</i>	<i>1,1373</i>	<i>1,1373</i>
Diskontuoti FCFF, tūkst. Eur	56 347	20 014	2 553
<i>FCFF_n, tūkst. Eur</i>	<i>2 904</i>		
<i>$(1+WACC)^n$, koef.</i>	<i>1,1373</i>		
TV dabartinė vertė, tūkst. Eur	38 422		
Įmonės vertė DCF metodu, tūkst. Eur	117 335		

11 priedas. AB „AUGA group“ finansinio vertinimo rezultatų po jungimo apibendrinimas
(šaltinis: sudaryta darbo autorės)

Poveikio aspektas		Poveikio kryptis ir mastas		
		2014	2015	2016
Pajamos		+75,42 proc.	+13,05 proc.	-16,44 proc.
Sąnaudos	Pardavimo savikaina	+89,23 proc.	+7,71 proc.	-22,07 proc.
	Veiklos sąnaudos	-2,91 proc.	+9,57 proc.	+15,57 proc.
Pelnas, pelningumas	Grynasis pelnas	Nuostolį keitė 10,134 mln. Eur grynasis pelnas	-45,15 proc.	-61,41 proc.
	ROCE	+10,98 proc. punkto	-6,22 proc. punkto	4,27 proc. punkto
	ROE	+21,68 proc. punkto	-10,06 proc. punkto	-5,07 proc. punkto
	ROA	+9,69 proc. punkto	-4,13 proc. punkto	-2,35 proc. punkto
	EBITDA marža	+16,70 proc. punkto	-10,39 proc. punkto	-5,26 proc. punkto
	EPS	+0,07 Eur akcijai	-0,03 Eur akcijai	-0,02 Eur akcijai
Turto apyvartumas	Viso turto apyvartumas	+0,05 punkto	+0,01 punkto	-0,03 punkto
	Trumpalaikio turto apyvartumas	-0,15 punkto	+0,06 punkto	-0,55 punkto
	Ilgalaikio turto apyvartumas	+0,09 punkto	+0,01 punkto	+0,01 punkto
Kapitalo struktūra	Struktūra (nuosavo kapitalo dalis struktūroje)	+4,85 proc. punkto	+5,60 proc. punkto	+8,06 proc. punkto
	Finansinis svertas	-0,26 punkto	-0,24 punkto	-0,27 punkto
Likvidumas	Bendrasis likvidumas	-0,02 punkto	+0,05 punkto	+0,62 punkto
	Kritinis likvidumas	-0,08 punkto	+0,10 punkto	+0,26 punkto
	Absoliutus likvidumas	-0,07 punkto	+0,08 punkto	-0,04 punkto
Įmonės vertė	EVA	+44,256 mln. Eur		
	DCF metodu	+17,756 mln. Eur		

**12 priedas. AB „AUGA group“ veiklos vertinimo rezultatų po jungimo apibendrinimas
(šaltinis: sudaryta darbo autorės)**

Poveikio aspektas		Poveikio kryptis ir mastas			
		2014	2015	2016	
Žmogiškasis kapitalas	Darbuotojų skaičius		+91,33 proc.	-1,81 proc.	+1,38 proc.
	Darbuotojų išsilavinimas	Aukštasis ir aukštesnysis	+39,29 proc.	+7,78 proc.	+3,69 proc.
		Vidurinis ir pagrindinis	+206,11 proc.	-11,62 proc.	-1,23 proc.
	Investicijų į žmogiškąjį kapitalą grąža	HCROI	+3,88 Eur	-1,89 Eur	-1,88 Eur
		HCVA	+6,15 Eur	-3,68 Eur	-3,55 Eur
Rinkos dalis			+0,65 proc. punkto	+0,26 proc. punkto	-0,15 proc. punkto
Produktų asortimentas			Papildyta grybų ir daržovių produkcija		

**13 priedas. AB „Linas Agro Group“ pelno (nuostolių) ataskaita, 2011-2016 m., tūkst. Eur
(šaltinis: AB „Linas Agro Group“ finansinės ataskaitos, 2011-2016)**

Eil. Nr.	Metai	2011-06-30	2012-06-30	2013-06-30	2014-06-30	2015-06-30	2016-06-30
I.	Pardavimo pajamos	392 139	387 500	591 734	584 557	573 766	615 959
II.	Pardavimo savikaina	368 688	360 026	545 903	541 358	532 286	576 078
III.	BENDRASIS PELNAS	23 450	27 474	45 831	43 199	41 480	39 881
IV.	Veiklos sąnaudos	19 004	14 153	23 042	29 688	30 887	33 574
V.	Kitos pajamos	1 482	20 250	8 471	13 588	2 540	1 521
VI.	Kitos sąnaudos	1 521	386	1 123	812	796	596
VII.	VEIKLOS PELNAS	4 407	33 185	30 138	26 287	12 337	7 232
VIII.	Finansinės veiklos pajamos	805	2 326	490	606	591	529
IX.	Finansinės veiklos sąnaudos	2 397	2 832	2 535	2 888	2 568	2 445
X.	Asocijuotų įmonių pelno dalis	18	0	21	0	0	0
XI.	Jungtinės veiklos įmonių pelno dalis	1 374	795	1 169	0	0	0
XII.	PELNAS PRIEŠ APMOKESTINIMĄ	4 206	33 473	29 282	24 005	10 360	5 316
XIII.	Pelno mokestis	1 288	6 162	3 072	366	1 166	1 372
XIV.	GRYNASIS PELNAS	2 918	27 311	26 210	23 639	9 194	3 944
	PRISKIRTINA:						
	<i>Bendrovės akcininkams</i>	<i>3 009</i>	<i>25 890</i>	<i>26 138</i>	<i>21 257</i>	<i>8 726</i>	<i>4 095</i>
	<i>Nekontroliuojančiai daliai</i>	<i>(91)</i>	<i>1 421</i>	<i>72</i>	<i>2 383</i>	<i>468</i>	<i>(151)</i>

14 priedas. AB „Linas Agro Group“ pelno (nuostolių) ataskaitos horizontalioji analizė, 2011-2016 m., tūkst. Eur ir proc. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Eil. Nr.	Straipsniai	Metai		2012-2011		2013-2012		2014-2013		2015-2014		2016-2015	
		Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.		
I.	Pardavimo pajamos	-4 638	-1,18	204 234	52,71	-7 178	-1,21	-10 791	-1,85	42 193	7,35		
II.	Pardavimo savikaina	-8 662	-2,35	185 877	51,63	-4 545	-0,83	-9 072	-1,68	43 792	8,23		
III.	BENDRASIS PELNAS	4 024	17,16	18 357	66,82	-2 633	-5,74	-1 719	-3,98	-1 599	-3,85		
IV.	Veiklos sąnaudos	-4 851	-25,53	8 889	62,81	6 646	28,84	1 199	4,03	2 687	8,70		
V.	Kitos pajamos	18 768	1266,67	-11 779	-58,17	5 117	60,40	-11 048	-81,31	-1 019	-40,12		
VI.	Kitos sąnaudos	-1 135	-74,62	737	190,92	-311	-27,72	-16	-1,95	-200	-25,13		
VII.	VEIKLOS PELNAS	28 778	653,08	-3 047	-9,18	-3 851	-12,78	-13 950	-53,07	-5 105	-41,38		
VIII.	Finansinės veiklos pajamos	1 521	188,95	-1 836	-78,94	117	23,83	-15	-2,55	-62	-10,4		
IX.	Finansinės veiklos sąnaudos	435	18,13	-297	-10,49	353	13,92	-320	-11,07	-123	-4,79		
X.	Asocijuotų įmonių pelno dalis	-18	-100,00	21	100,00	-21	-100,00	0	0	0	0		
XI.	Jungtinės veiklos įmonių pelno dalis	-579	-42,15	374	47,08	-1 169	-100,00	0	0	0	0		
XII.	PELNAS PRIEŠ APMOKESTINIMĄ	29 267	695,87	-4 191	-12,52	-5 277	-18,02	-13 645	-56,84	-5 044	-48,69		
XIII.	Pelno mokestis	4 874	378,35	-3 090	-50,15	-2 706	-88,08	800	218,51	206	17,67		
XIV.	GRYNASIS PELNAS	24 393	835,95	-1 101	-4,03	-2 571	-9,81	-14 445	-61,11	-5 250	-57,10		

15 priedas. AB „Linas Agro Group“ pelno (nuostolių) ataskaitos vertikaliąją analizę, 2011-2016 m., proc. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Eil. Nr.	Metai Straipsniai	2011	2012	2013	2014	2015	2016
		Proc.	Proc.	Proc.	Proc.	Proc.	Proc.
I.	Pardavimo pajamos	100	100	100	100	100	100
II.	Pardavimo savikaina	94,02	92,91	92,25	92,61	92,77	93,53
III.	BENDRASIS PELNAS	5,98	7,09	7,75	7,39	7,23	6,47
IV.	Veiklos sąnaudos	4,85	3,65	3,89	5,08	5,38	5,45
V.	Kitos pajamos	0,38	5,23	1,43	2,32	0,44	0,25
VI.	Kitos sąnaudos	0,39	0,10	0,19	0,14	0,14	0,10
VII.	VEIKLOS PELNAS	1,12	8,56	5,09	4,50	2,15	1,17
VIII.	Finansinės veiklos pajamos	0,21	0,60	0,08	0,10	0,10	0,09
IX.	Finansinės veiklos sąnaudos	0,61	0,73	0,43	0,49	0,45	0,40
X.	Asocijuotų įmonių pelno dalis	0	0	0	0	0	0
XI.	Jungtinės veiklos įmonių pelno dalis	0,35	0,21	0,20	0,00	0,00	0,00
XII.	PELNAS PRIEŠ APMOKESTINIMĄ	1,07	8,64	4,95	4,11	1,81	0,86
XIII.	Pelno mokestis	0,33	1,59	0,52	0,06	0,20	0,22
XIV.	GRYNASIS PELNAS	0,74	7,05	4,43	4,04	1,60	0,64

16 priedas. AB „Linus Agro Group“ balansas, 2011-2016 m., tūkst. Eur (šaltinis: AB „Linus Agro Group“ finansinės ataskaitos, 2011-2016)

Eil. Nr.	Metai	2011-06-30	2012-06-30	2013-06-30	2014-06-30	2015-06-30	2016-06-30
	Straipsniai						
	TURTAS						
A.	Ilgalaikis turtas	56 714	54 936	72 210	115 283	118 814	130 181
I.	NEMATERIALUSIS TURTAS	106	177	290	366	901	4 865
II.	MATERIALUSIS TURTAS	35 684	35 408	56 824	101 882	104 213	109 438
II.1.	<i>Investicinis turtas</i>	<i>2 610</i>	<i>2 755</i>	<i>3 454</i>	<i>1 559</i>	<i>1 523</i>	<i>1 359</i>
II.2.	<i>Galvijai ir paukščiai</i>	<i>4 057</i>	<i>3 433</i>	<i>5 639</i>	<i>7 303</i>	<i>8 127</i>	<i>7 578</i>
II.3.	<i>Finansinis turtas</i>	<i>11 710</i>	<i>11 342</i>	<i>4 309</i>	<i>1 988</i>	<i>2 095</i>	<i>4 804</i>
II.4.	<i>Atidėtojo pelno mokesčio turtas</i>	<i>2 548</i>	<i>1 821</i>	<i>1 693</i>	<i>2 185</i>	<i>1 955</i>	<i>2 137</i>
B.	Trumpalaikis turtas	119 501	145 160	165 680	195 821	196 896	201 902
I.	Pasėliai	8 597	10 541	11 859	14 219	15 436	13 813
II.	Paukščiai	0	0	0	1 953	1 997	1 758
II.	Atsargos	37 137	39 663	48 690	67 644	56 415	71 952
IV.	Išankstiniai apmokėjimai	14 387	4 752	2 609	5 057	8 729	6 616
V.	Per vienerius metus gautinos sumos	56 164	61 722	91 968	97 690	107 120	99 246
V.1.	<i>Iš pirkėjų gautinos sumos</i>	<i>46 562</i>	<i>55 285</i>	<i>79 113</i>	<i>89 094</i>	<i>96 700</i>	<i>93 420</i>
V.2.	<i>Iš susijusių šalių gautinos sumos</i>	<i>1 129</i>	<i>1 044</i>	<i>4 493</i>	<i>265</i>	<i>19</i>	<i>18</i>
V.3.	<i>Kitos gautinos sumos</i>	<i>7 544</i>	<i>5 091</i>	<i>8 265</i>	<i>6 831</i>	<i>9 500</i>	<i>5 144</i>
V.4.	<i>Gautinas pelno mokestis</i>	<i>929</i>	<i>302</i>	<i>97</i>	<i>1 501</i>	<i>901</i>	<i>664</i>
VI.	Kitas finansinis turtas	1 008	12 620	638	627	519	1 616
VII.	Pinigai ir pinigų ekvivalentai	2 208	15 862	9 917	8 632	6 680	6 901
	TURTO IŠ VISO:	176 215	200 095	237 890	311 104	315 710	332 083

Eil. Nr.	Metai	2011-06-30	2012-06-30	2013-06-30	2014-06-30	2015-06-30	2016-06-30
	Straipsniai						
	NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI						
C.	Nuosavas kapitalas	81 079	103 121	127 576	152 092	159 137	161 987
I.	Įstatinis kapitalas	46 032	46 032	46 032	46 032	46 032	46 093
II.	Akcijų priedai	23 038	23 038	23 038	23 038	23 038	23 038
II.	Privalomasis rezervas	1 202	1 275	2 274	2 360	2 704	2 936
IV.	Rezervas savų akcijų įsigijimui	0	463	463	1 825	1 819	0
V.	Nuosavos akcijos (-)	0	0	(458)	(458)	(457)	(455)
VI.	Užsienio valiutos perskaičiavimo rezervas	(929)	(13)	(40)	(44)	(22)	(22)
VII.	Nepaskirstytasis pelnas	6 931	30 934	55 290	76 549	84 197	88 336
	<i>Nuosavos kapitalo, priskirtino Bendrovės akcininkams, iš viso</i>	76 274	101 729	126 599	149 301	157 311	159 926
	<i>Nekontroliuojanti dalis</i>	4 805	1 392	977	2 790	1 826	2 061
D.	Įsipareigojimai	95 658	96 974	110 314	159 012	156 573	170 096
I.	Ilgalaikiai įsipareigojimai	12 888	15 543	15 989	38 713	32 770	27 423
I.1.	Dotacijos ir subsidijos	2 744	3 433	4 159	6 950	6 646	6 289
I.2.	Ilgalaikės paskolos	8 195	10 643	9 235	28 033	22 729	16 741
I.3.	Lizingo (finansinės nuomos) įsipareigojimai	518	744	1 561	1 682	1 789	1 228
I.4.	Ilgalaikės prekybos skolos	0	366	188	325	183	1 553
I.5.	Ilgalaikės mokėtinos sumos susijusioms šalims	0	16	0	0	0	0
I.6.	Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimas	757	260	678	1 529	1 157	1 139
I.7.	Kiti ilgalaikiai įsipareigojimai	675	81	169	194	266	473
II.	Trumpalaikiai įsipareigojimai	82 770	81 431	94 324	120 299	123 803	142 673
II.1.	Ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis	4 290	2 918	5 774	6 283	13 313	19 943
II.2.	Ilgalaikių lizingo (finansinės nuomos) įsipareigojimų einamųjų metų dalis	298	309	708	810	803	933
II.3.	Trumpalaikės paskolos	52 388	51 977	42 468	63 058	64 256	58 092
II.4.	Prekybos skolos	13 693	14 190	27 819	32 203	28 179	43 239
II.5.	Susijusioms šalims mokėtinos sumos	1 588	1 055	927	2 160	21	1 514
II.6.	Mokėtinas pelno mokestis	849	3 711	1 810	472	303	340
II.7.	Kiti trumpalaikiai įsipareigojimai	9 664	7 272	14 818	15 313	16 928	18 612
	NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	176 737	200 095	237 890	311 104	315 710	332 083

17 priedas. AB „Linas Agro Group“ balanso horizontalioji analizė, 2011-2016 m., tūkst. Eur ir proc. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Eil. Nr.	Metai Straipsniai	2012-2011		2013-2012		2014-2013		2015-2014		2016-2015	
		Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.
	TURTAS										
A.	Ilgalaikis turtas	-1 778	-3,14	17 274	31,44	43 073	59,65	3 531	3,06	11 367	9,57
I.	NEMATERIALUSIS TURTAS	71	67,21	113	63,73	76	26,25	535	145,93	3 964	439,96
II.	MATERIALUSIS TURTAS	-276	-0,77	21 417	60,49	45 057	79,29	2 331	2,29	5 225	5,01
II.1.	<i>Investicinis turtas</i>	<i>145</i>	<i>5,56</i>	<i>699</i>	<i>25,38</i>	<i>-1 895</i>	<i>-54,86</i>	<i>-36</i>	<i>-2,33</i>	<i>-164</i>	<i>-10,7</i>
II.2.	<i>Galvijai ir paukščiai</i>	<i>-624</i>	<i>-15,39</i>	<i>2 207</i>	<i>64,28</i>	<i>1 664</i>	<i>29,51</i>	<i>824</i>	<i>11,28</i>	<i>-549</i>	<i>-6,76</i>
II.3.	<i>Finansinis turtas</i>	<i>-368</i>	<i>-3,15</i>	<i>-7 032</i>	<i>-62,00</i>	<i>-2 321</i>	<i>-53,87</i>	<i>107</i>	<i>5,38</i>	<i>2 709</i>	<i>129,31</i>
II.4.	<i>Atidėtojo pelno mokesčio turtas</i>	<i>-726</i>	<i>-28,51</i>	<i>-129</i>	<i>-7,06</i>	<i>492</i>	<i>29,07</i>	<i>-230</i>	<i>-10,52</i>	<i>182</i>	<i>9,3</i>
B.	Trumpalaikis turtas	25 659	21,47	20 520	14,14	30 141	18,19	1 075	0,55	5 006	2,54
I.	Pasėliai	1 944	22,62	1 318	12,50	2 360	19,90	1 217	8,56	-1 623	-10,51
II.	Paukščiai	0	0	0	0	1 953	100,00	44	2,27	-239	-11,97
II.	Atsargos	2 526	6,80	9 027	22,76	18 954	38,93	-11 229	-16,60	15 537	27,54
IV.	Išankstiniai apmokėjimai	-9 635	-66,97	-2 143	-45,09	2 447	93,80	3 672	72,63	-2 113	-24,21
V.	Per vienerius metus gautinos sumos	5 558	9,90	30 246	49,00	5 722	6,22	9 430	9,65	-7 874	-7,35
V.1.	<i>Iš pirkėjų gautinos sumos</i>	<i>8 723</i>	<i>18,74</i>	<i>23 828</i>	<i>43,10</i>	<i>9 981</i>	<i>12,62</i>	<i>7 606</i>	<i>8,54</i>	<i>-3 280</i>	<i>-3,39</i>
V.2.	<i>Iš susijusių šalių gautinos sumos</i>	<i>-85</i>	<i>-7,54</i>	<i>3 449</i>	<i>330,37</i>	<i>-4 229</i>	<i>-94,11</i>	<i>-246</i>	<i>-92,82</i>	<i>-1</i>	<i>-5,26</i>
V.3.	<i>Kitos gautinos sumos</i>	<i>-2 453</i>	<i>-32,51</i>	<i>3 173</i>	<i>62,33</i>	<i>-1 434</i>	<i>-17,35</i>	<i>2 669</i>	<i>39,07</i>	<i>-4 356</i>	<i>-45,85</i>
V.4.	<i>Gautinas pelno mokestis</i>	<i>-627</i>	<i>-67,50</i>	<i>-205</i>	<i>-67,79</i>	<i>1 403</i>	<i>1442,91</i>	<i>-600</i>	<i>-39,95</i>	<i>-237</i>	<i>-26,30</i>
VI.	Kitas finansinis turtas	11 612	1151,44	-11 982	-94,95	-11	-1,73	-108	-17,19	1 097	211,37
VII.	P pinigai ir pinigų ekvivalentai	13 654	618,36	-5 945	-37,48	-1 285	-12,96	-1 952	-22,61	221	3,31
	TURTO IŠ VISO:	23 881	13,55	37 795	18,89	73 214	30,78	4 606	1,48	16 373	5,19

Eil. Nr.	Metai	2012-2011		2013-2012		2014-2013		2015-2014		2016-2015	
	Straipsniai	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.	Eur	Proc.
	NUOSAVAS KAPITALAS IR ĮSIPAREIGOJIMAI										
C.	Nuosavas kapitalas	22 042	27,19	24 456	23,72	24 515	19,22	7 045	4,63	2 850	1,79
I.	Įstatinis kapitalas	0	0	0	0	0	0	0	0	61	0,13
II.	Akcijų priedai	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
II.	Privalomasis rezervas	72	6,02	999	78,39	86	3,78	344	14,58	232	8,58
IV.	Rezervas savų akcijų įsigijimui	463	100,00	0	0	1 361	293,75	-6	0,31	-1 819	-100,00
V.	Nuosavos akcijos (-)	0	0	-458	-100,00	0	0	1	0,19	2	0,44
VI.	Užsienio valiutos perskaičiavimo rezervas	916	98,63	-27	-213,64	-4	-9,42	22	49,69	0	0
VII.	Nepaskirstytasis pelnas	24 003	346,34	24 356	78,73	21 259	38,45	7 648	9,99	4 139	4,92
D.	Įsipareigojimai	1 317	1,38	13 339	13,76	48 699	44,15	-2 439	-1,53	13 523	8,64
I.	Ilgalaikiai įsipareigojimai	2 656	20,60	446	2,87	22 724	142,12	-5 943	-15,35	-5 347	-16,32
I.1.	Dotacijos ir subsidijos	690	25,15	725	21,13	2 791	67,12	-304	-4,38	-357	-5,37
I.2.	Ilgalaikės paskolos	2 448	29,88	-1 409	-13,24	18 798	203,57	-5 304	-18,92	-5 988	-26,35
I.3.	Lizingo (finansinės nuomos) įsipareigojimai	226	43,54	817	109,89	121	7,77	107	6,34	-561	-31,36
I.4.	Ilgalaikės prekybos skolos	366	100,00	-178	-48,69	137	73,15	-142	-43,68	1 370	748,63
I.5.	Ilgalaikės mokėtinos sumos susijusioms šalims	16	100,00	-16	-100,00	0	0	0	0	0	0
I.6.	Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimas	-496	-65,60	418	160,40	851	125,60	-372	-24,32	-18	-1,56
I.7.	Kiti ilgalaikiai įsipareigojimai	-593	-87,98	88	108,40	25	14,79	72	37,11	207	77,82
II.	Trumpalaikiai įsipareigojimai	-1 339	-1,62	12 893	15,83	25 974	27,54	3 504	2,91	18 870	15,24
II.1.	Ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis	-1 373	-31,99	2 856	97,87	509	8,82	7 030	111,90	6 630	49,80
II.2.	Ilgalaikių lizingo (finansinės nuomos) įsipareigojimų einamųjų metų dalis	11	3,79	399	129,15	102	14,36	-7	-0,84	130	16,19
II.3.	Trumpalaikės paskolos	-411	-0,78	-9 509	-18,29	20 590	48,48	1 198	1,90	-6 164	-9,59
II.4.	Prekybos skolos	496	3,63	13 629	96,05	4 385	15,76	-4 024	-12,50	15 060	53,44
II.5.	Susijusioms šalims mokėtinos sumos	-533	-33,56	-128	-12,11	1 233	132,99	-2 139	-99,03	1 493	7109,5 2
II.6.	Mokėtinas pelno mokestis	2 861	336,82	-1 900	-51,22	-1 338	-73,90	-169	-35,86	37	12,21
II.7.	Kiti trumpalaikiai įsipareigojimai	-2 392	-24,75	7 546	103,77	495	3,34	1 615	10,55	1 684	9,95
	NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	23 359	13,22	37 795	18,89	73 214	30,78	4 606	1,48	16 373	5,19

18 priedas. AB „Linas Agro Group“ balanso vertikalią analizę, 2011-2016 m., proc. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Eil. Nr.	Metai	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	Straipsniai	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.
	TURTAS												
A.	Ilgalaikis turtas	32,18	100	27,45	100	30,35	100	37,06	100	37,63	100	39,20	100
I.	NEMATERIALUSIS TURTAS	0,06	0,19	0,09	0,32	0,12	0,40	0,12	0,32	0,29	0,76	1,46	3,74
II.	MATERIALUSIS TURTAS	20,25	62,92	17,70	64,45	23,89	78,69	32,75	88,38	33,01	87,71	32,96	84,07
II.1.	<i>Investicinis turtas</i>	1,48	4,60	1,38	5,02	1,45	4,78	0,50	1,35	0,48	1,28	0,41	1,04
II.2.	<i>Galvijai ir paukščiai</i>	2,30	7,15	1,72	6,25	2,37	7,81	2,35	6,33	2,57	6,84	2,28	5,82
II.3.	<i>Finansinis turtas</i>	6,65	20,65	5,67	20,65	1,81	5,97	0,64	1,72	0,66	1,76	1,45	3,69
II.4.	<i>Atidėtojo pelno mokesčio turtas</i>	1,45	4,49	0,91	3,32	0,71	2,34	0,70	1,90	0,62	1,65	0,64	1,64
B.	Trumpalaikis turtas	67,82	100	72,55	100	69,65	100	62,94	100	62,37	100	60,80	100
I.	Pasėliai	4,88	7,19	5,27	7,26	4,98	7,16	4,57	7,26	4,89	7,84	4,16	6,84
II.	Paukščiai	0	0	0	0	0	0	0,63	1,00	0,63	1,01	0,53	0,87
II.	Atsargos	21,07	31,08	19,82	27,32	20,47	29,39	21,74	34,54	17,87	28,65	21,67	35,64
IV.	Išankstiniai apmokėjimai	8,16	12,04	2,37	3,27	1,10	1,57	1,63	2,58	2,76	4,43	1,99	3,28
V.	Per vienerius metus gautinos sumos	31,87	47,00	30,85	42,52	38,66	55,51	31,40	49,89	33,93	54,40	29,89	49,16
V.1.	<i>Iš pirkėjų gautinos sumos</i>	26,42	38,96	27,63	38,09	33,26	47,75	28,64	45,50	30,63	49,11	28,13	46,27
V.2.	<i>Iš susijusių šalių gautinos sumos</i>	0,64	0,94	0,52	0,72	1,89	2,71	0,09	0,14	0,01	0,01	0,01	0,01
V.3.	<i>Kitos gautinos sumos</i>	4,28	6,31	2,54	3,51	3,47	4,99	2,20	3,49	3,01	4,82	1,55	2,55
V.4.	<i>Gautinas pelno mokestis</i>	0,53	0,78	0,15	0,21	0,04	0,06	0,48	0,77	0,29	0,46	0,20	0,33
VI.	Kitas finansinis turtas	0,57	0,84	6,31	8,69	0,27	0,38	0,20	0,32	0,16	0,26	0,49	0,80
VII.	Pinigai ir pinigų ekvivalentai	1,25	1,85	7,93	10,93	4,17	5,99	2,77	4,41	2,12	3,39	2,08	3,42
	TURTO IŠ VISO:	100		100		100		100		100		100	

Eil. Nr.	Metai		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	Straipsniai		Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.	Bendr.	Dal.
C.	Nuosavas kapitalas		45,88	100	51,54	100	53,63	100	48,89	100	50,41	100	48,78	100
I.	Istatinis kapitalas		26,05	56,77	23,01	44,64	19,35	36,08	14,80	30,27	14,58	28,93	13,88	28,45
II.	Akcijų priedai		13,04	28,41	11,51	22,34	9,68	18,06	7,41	15,15	7,30	14,48	6,94	14,22
II.	Privalomasis rezervas		0,68	1,48	0,64	1,24	0,96	1,78	0,76	1,55	0,86	1,70	0,88	1,81
IV.	Rezervas savų akcijų įsigijimui		0	0	0,23	0,45	0,19	0,36	0,59	1,20	0,58	1,14	0	0
V.	Nuosavos akcijos (-)		0	0	0	0	-0,19	-0,36	-0,15	-0,30	-0,14	-0,29	-0,14	-0,28
VI.	Užsienio valiutos perskaičiavimo rezervas		-0,53	-1,15	-0,01	-0,01	-0,02	-0,03	-0,01	-0,03	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
VII.	Nepaskirstytasis pelnas		3,92	8,55	15,46	30,00	23,24	43,34	24,61	50,33	26,67	52,91	26,60	54,53
D.	Įsipareigojimai		54,12		48,46		46,37		51,11		49,59		51,22	
I.	Ilgalaikiai įsipareigojimai		7,29	100	7,77	100	6,72	100	12,44	100	10,38	100	8,26	100
I.1.	Dotacijos ir subsidijos		1,55	21,29	1,72	22,09	1,75	26,01	2,23	17,95	2,11	20,28	1,89	22,93
I.2.	Ilgalaikės paskolos		4,64	63,59	5,32	68,47	3,88	57,75	9,01	72,41	7,20	69,36	5,04	61,05
I.3.	Lizingo (finansinės nuomos) įsipareigojimai		0,29	4,02	0,37	4,78	0,66	9,76	0,54	4,35	0,57	5,46	0,37	4,48
I.4.	Ilgalaikės prekybos skolos		0	0	0,18	2,35	0,08	1,17	0,10	0,84	0,06	0,56	0,47	5,66
I.5.	Ilgalaikės mokėtinos sumos susijusioms šalims		0	0	0,01	0,10	0	0	0	0	0	0	0	0
I.6.	Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimas		0,43	5,87	0,13	1,68	0,29	4,24	0,49	3,95	0,37	3,53	0,34	4,15
I.7.	Kiti ilgalaikiai įsipareigojimai		0,38	5,23	0,04	0,52	0,07	1,06	0,06	0,50	0,08	0,81	0,14	1,72
II.	Trumpalaikiai įsipareigojimai		46,83	100	40,70	100	39,65	100	38,67	100	39,21	100	42,96	100
II.1.	Ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis		2,43	5,18	1,46	3,58	2,43	6,12	2,02	5,22	4,22	10,75	6,01	13,98
II.2.	Ilgalaikių lizingo (finansinės nuomos) įsipareigojimų einamųjų metų dalis		0,17	0,36	0,15	0,38	0,30	0,75	0,26	0,67	0,25	0,65	0,28	0,65
II.3.	Trumpalaikės paskolos		29,64	63,29	25,98	63,83	17,85	45,02	20,27	52,42	20,35	51,90	17,49	40,72
II.4.	Prekybos skolos		7,75	16,54	7,09	17,43	11,69	29,49	10,35	26,77	8,93	22,76	13,02	30,31
II.5.	Susijusioms šalims mokėtinos sumos		0,90	1,92	0,53	1,30	0,39	0,98	0,69	1,80	0,01	0,02	0,46	1,06
II.6.	Mokėtinas pelno mokestis		0,48	1,03	1,85	4,56	0,76	1,92	0,15	0,39	0,10	0,24	0,10	0,24
II.7.	Kiti trumpalaikiai įsipareigojimai		5,47	11,68	3,63	8,93	6,23	15,71	4,92	12,73	5,36	13,67	5,60	13,05
	NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:		100		100		100		100		100		100	

19 priedas. AB „Linas Agro Group“ WACC dinamika 2011-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Metai	2011-06-30	2012-06-30	2013-06-30	2014-06-30	2015-06-30	2016-06-30
Skolinto kapitalo kaštai (R_D), proc.	9,31	5,48	4,68	4,69	4,03	3,47
Nuosavo kapitalo kaštai (R_E), proc.	10,02	7,95	6,57	4,82	4,51	4,04
Skolinto kapitalo dalis bendrame kapitale (k_D), koef.	0,54	0,48	0,46	0,51	0,50	0,51
Nuosavo kapitalo dalis bendrame kapitale (k_E), koef.	0,46	0,52	0,54	0,49	0,50	0,49
WACC, proc.	8,88	6,35	5,37	4,39	3,97	3,48

20 priedas. AB „Linas Agro Group“ vertė, nustatyta EVA metodu, 2011-2013 m. ir 2014-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Metai	2011-06-30	2012-06-30	2013-06-30
<i>EBIT, tūkst. Eur</i>	6 603	36 305	31 817
<i>Pelno mokesčio įtaka (1-0,15), koef.</i>	0,85	0,85	0,85
NOPAT, tūkst. Eur	5 613	30 860	27 045
Kapitalo kaina, tūkst. Eur	15 694	12 710	12 775
EVA, tūkst. Eur	-10 081	18 149	14 269
<i>Diskonto koeficientas (1+WACC)ⁿ</i>	1,0888	1,1855	1,2908
Diskontuota EVA, tūkst. Eur	-9 259	15 310	11 055
Įmonės vertė EVA metodu, tūkst. Eur	254 996		

Metai	2014-06-30	2015-06-30	2016-06-30
<i>EBIT, tūkst. Eur</i>	26 893	12 928	7 761
<i>Pelno mokesčio įtaka (1-0,15), koef.</i>	0,85	0,85	0,85
NOPAT, tūkst. Eur	22 859	10 989	6 597
Kapitalo kaina, tūkst. Eur	13 667	12 535	11 561
EVA, tūkst. Eur	9 192	-1 546	-4 964
<i>Diskonto koeficientas (1+WACC)ⁿ</i>	1,0439	1,0898	1,1377
Diskontuota EVA, tūkst. Eur	8 805	-1 419	-4 364
Įmonės vertė EVA metodu, tūkst. Eur	314 127		

21 priedas. AB „Linas Agro Group“ vertė, nustatyta DCF metodu, 2011-2013 m. ir 2014-2016 m. (šaltinis: sudaryta darbo autorės, remiantis AB „Linas Agro Group“ finansinėmis ataskaitomis, 2011-2016)

Metai	2011-06-30	2012-06-30	2013-06-30
Laisvieji pinigų srautai (FCFF), tūkst. Eur	13 266	35 674	30 657
<i>Diskonto koeficientas $(1+WACC)^n$</i>	<i>1,0888</i>	<i>1,1855</i>	<i>1,2908</i>
Diskontuoti FCFF, tūkst. Eur	12 184	30 092	23 751
<i>FCFF_n, tūkst. Eur</i>	<i>30 657</i>		
<i>$(1+WACC)^n$, koef.</i>	<i>1,2908</i>		
TV dabartinė vertė, tūkst. Eur	267 471		
Įmonės vertė DCF metodu, tūkst. Eur	333 497		

Metai	2014-06-30	2015-06-30	2016-06-30
Laisvieji pinigų srautai (FCF), tūkst. Eur	54 911	24 243	13 578
<i>Diskonto koeficientas $(1+WACC)^n$</i>	<i>1,0439</i>	<i>1,0898</i>	<i>1,1377</i>
Diskontuoti FCF, tūkst. Eur	52 600	22 245	11 935
<i>FCFF_n, tūkst. Eur</i>	<i>13 578</i>		
<i>$(1+WACC)^n$, koef.</i>	<i>1,1377</i>		
TV dabartinė vertė, tūkst. Eur	271 669		
Įmonės vertė DCF metodu, tūkst. Eur	358 450		

22 priedas. AB „Linas Agro Group“ finansinio vertinimo rezultatų po jungimo apibendrinimas
(šaltinis: sudaryta darbo autorės)

Poveikio aspektas		Poveikio kryptis ir mastas		
		2014	2015	2016
Pajamos		-1,21 proc.	-1,85 proc.	+7,35 proc.
Sąnaudos	Pardavimo savikaina	-0,83 proc.	-1,68 proc.	+8,23 proc.
	Veiklos sąnaudos	+28,84 proc.	+4,04 proc.	+8,70 proc.
Pelnas, pelningumas	Grynasis pelnas	-9,81 proc.	-61,11 proc.	-57,10 proc.
	ROCE	-8,04 proc. punkto	-7,35 proc. punkto	-2,61 proc. punkto
	ROE	-5 proc. punkto	-9,77 proc. punkto	-3,34 proc. punkto
	ROA	-3,42 proc. punkto	-4,69 proc. punkto	-1,72 proc. punkto
	EBITDA marža	-0,30 proc. punkto	-2,14 proc. punkto	-0,91 proc. punkto
	EPS	-0,03 Eur akcijai	-0,08 Eur akcijai	-0,03 Eur akcijai
Turto apyvartumas	Viso turto apyvartumas	-0,61 punkto	-0,06 punkto	+0,03 punkto
	Trumpalaikio turto apyvartumas	-0,59 punkto	-0,07 punkto	+0,14 punkto
	Ilgalaikio turto apyvartumas	-3,12 punkto	-0,24 punkto	-0,10 punkto
Kapitalo struktūra	Struktūra (nuosavo kapitalo dalis struktūroje)	-4,74 proc. punkto	+1,52 proc. punkto	-1,63 proc. punkto
	Finansinis svertas	+0,18 punkto	-0,06 punkto	+0,07 punkto
Likvidumas	Bendrasis likvidumas	-0,13 punkto	-0,04 punkto	-0,18 punkto
	Kritinis likvidumas	-0,17 punkto	+0,07 punkto	-0,22 punkto
	Absolūtus likvidumas	-0,03 punkto	-0,02 punkto	-0,01 punkto
Įmonės vertė	EVA	+59,132 mln. Eur		
	DCF metodu	+24,952 mln. Eur		

**23 priedas. AB „Linas Agro Group“ veiklos vertinimo rezultatų po jungimo apibendrinimas
(šaltinis: sudaryta darbo autorės)**

Poveikio aspektas		Poveikio kryptis ir mastas			
		2014	2015	2016	
Žmogiškasis kapitalas	Darbuotojų skaičius		+118,09 proc.	+3 proc.	-3,13 proc.
	Darbuotojų išsilavinimas	Aukštasis ir aukštesnysis	+41,23 proc.	+12,81 proc.	-1,29 proc.
		Vidurinis ir pagrindinis	+200 proc.	-1,92 proc.	-4,19 proc.
	Investicijų į žmogiškąjį kapitalą grąža	HCROI	-0,48 Eur	-0,94 Eur	-0,35 Eur
		HCVA	-24,04 Eur	-5,69 Eur	-0,33 Eur
Rinkos dalis		+0,55 proc. punkto	+0,38 proc. punkto	+3,58 proc. punkto	
Produktų asortimentas		Papildyta paukštiena bei kitais maisto produktais			