

**KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS**

Monika Adomaitytė

AB „VILKYŠKIŲ PIENINĖ“ VERTĖS NUSTATYMAS

Bakalauro darbas

Darbo vadovė: Finansai, doc. dr. Ginta Railienė

Darbo vadovė: Apskaita, asist. dokt. Sima Jegelevičiūtė

Kaunas 2015

**KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS**

AB „VILKYŠKIŲ PIENINĖ“ VERTĖS NUSTATYMAS

Finansai

Apskaita

Bakalauro darbas

Studentė

Monika Adomaitytė, VFBA-1

2015 m. gegužės 27 d.

Vadovė

Finansai, doc. dr. Ginta Railienė

2015 m. gegužės 27 d.

Recenzentė.....

Finansai, doc. dr. Rasa Norvaišienė

2015m.

Vadovė.....

Apskaita, asist. dokt. Sima Jegelevičiūtė

2015 m. gegužės 27 d.

Recenzentė

Apskaita, asist. dokt. Viktorija Varaniūtė

2015 m.

Kaunas 2015



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

Monika Adomaitytė

Finansai 612N30001; Apskaita 612N40002

Baigiamojo bakalauro darbo „AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymas“

AKADEMINIO SĄŽININGUMO DEKLARACIJA

2015 m. gegužės 27 d.
Kaunas

Patvirtinu, kad mano **Monikos Adomaitytės** baigiamasis bakalauro darbas tema „AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymas“ yra parašytas visiškai savarankiškai, o visi pateikti duomenys ar tyrimų rezultatai yra teisingi ir gauti sąžiningai. Šiame darbe nei viena dalis nėra plagijuota nuo jokių spausdintinių ar internetinių šaltinių, visos kitų šaltinių tiesioginės ir netiesioginės citatos nurodytos literatūros nuorodose. Įstatymų nenumatytų piniginių sumų už šį darbą niekam nesu mokėjęs.

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

(vardas, pavardė)

(parašas)

Adomaitytė, M. (2015). Valuation of AB Vilkyškių pieninė. Bachelor's Final Degree Project:
- in Major Finance. Study Programme 612N30001. Supervisor Assoc. Prof., Dr. G. Railienė;
- in Minor Accounting. Study Programme 612N40002. Supervisor PhD student S. Jegelevičiūtė.
Kaunas: School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

SUMMARY

The relevance of the topic. Investment attractiveness of the company's shares is valuing by comparing market price to its fair value. In other words the main goal of the business valuation is to help in decisions making on purchasing or selling that company. Business valuation is relevant not only to the company itself but also for existing and future investors, businessmen and other persons who are interested in business activities. Business valuation is required when owners of the company are changing, when somebody want to buy the company or in case of the restructuring or reorganization of the company. Business value can also be used to evaluate the companies in bankruptcy and other cases related to the company's structural changes. One of the most dynamic industrial sector in Lithuania is milk processing. Uncertainty in Lithuania dairy sector is growing due to embargo on exportation to Russia, therefore for this reasons was chosen milk processing company AB Vilkyškių pieninė. **The main goal of this paper** is to set AB Vilkyškių pieninė business value by using the discounted cash flow method and evaluate business performance applying balanced scorecard. **Object of this paper** is AB Vilkyškių pieninė business value.

AB Vilkyškių pieninė valuation starts from financial statement analysis. The company's capital structure was 40% of equity and 60% of debts. Asset consists of 70% of long-term assets and 30% of short-term assets. Gross profit ratio of AB Vilkyškių pieninė was the lowest in compare with its competitors. It means that the company should reduce production costs. Liquidity ratios shown that AB Vilkyškių pieninė hasn't enough current asset to cover short-term liabilities. It means that the company may faces with a risk of insolvency. P/E and P/Bv ratios of Vilkyškių pieninė were lower than its competitors so shares of Vilkyškių pieninė are considered to be undervalued.

Literature review shown that discounted cash flow method is commonly used for setting business value. This method shows the value changes of money over the time. Some authors state that discounted cash flow method is only one which can reliably determine the value of the business.

AB Vilkyškių pieninė business value obtained by discounted cash flow method is 216 million litas and shares fair value is 18,14 litas. In compare it with value obtained by application multiple method is 18,85 litas. On 12th of May AB Vilkyškių pieninė shares market price was 6,46 litas. Fair shares prices obtained by discounted cash flow and multiple methods are very similar and they show that shares fair value is less than market price, therefore shares are undervalued in the market.

Keywords: Discounted cash flow, business value, AB Vilkyškių pieninė, fair shares price, market price.

Turinys

IVADAS.....	8
1. AB „VILKYŠKIŲ PIENINĖ“ SITUACIJOS ANALIZĖ	10
1.1. Bendra informacija apie įmonę AB „Vilkyškių pieninė“	10
1.2. Įmonės finansinės būklės ir rinkos rodiklių analizė	12
1.2.1. Horizontalioji balanso ir pelno (nuostolių) ataskaitos analizė	12
1.2.2. Vertikaliąją balanso ir pelno (nuostolių) ataskaitos analizė	15
1.2.3. Santykinį rodiklių analizė	17
2. VERSLO VERTĖS NUSTATYMAS TEORINIŲ ASPEKTU.....	23
2.1. Verslo vertės samprata	23
2.2. Verslo vertės nustatymo metodų palyginamoji analizė.....	24
2.3. Diskontuotų laisvųjų pinigų srautų metodo analizė	27
3. AB „VILKYŠKIŲ PIENINĖ“ VERTĖS NUSTATYMAS.....	32
3.1. Makroekonominės aplinkos analizė ir prognozė.....	32
3.2. AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymas taikant diskontuotų pinigų srautų metodą	33
3.3. AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymas taikant daugiklį metodus	40
3.4. Verslo vertės jautrumo analizė	41
4. SUBALANSUOTŲ RODIKLIŲ SISTEMOS PARENGIMAS AB „VILKYŠKIŲ PIENINEI“ ..	43
4.1. Vidinės ir išorinės AB „Vilkyškių pieninė“ aplinkos analizė	43
4.2. Subalansuotų rodiklių sistemos samprata, raida ir keturios jos perspektyvos	48
4.3. Subalansuotų rodiklių sistemos diegimas AB „Vilkyškių pieninėje“	53
IŠVADOS.....	59
LITERATŪRA.....	61
PRIEDAI	64

Paveikslų sąrašas

1 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ turto (a) ir nuosavybės bei įsipareigojimų (b) dinamika 2010-2014 m.	13
2 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ trumpalaikio turto (a) ir ilgalaikio turto (b) straipsnių dinamika 2010-2014 m.	13
3 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ įsipareigojimų (a) ir nuosavo kapitalo (b) straipsnių dinamika 2010-2014m.	14
4 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ finansiniai rezultatai 2010-2014 m.	14
5 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ turto struktūra (a) ir ilgalaikio turto struktūra (b) 2010-2014m.	15
6 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ nuosavybės struktūra.	16
7 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ skolų struktūra: a) ilgalaikės skolos; b) trumpalaikės skolos	16
8 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ bendrasis, veiklos ir grynasis pelningumai	17
9 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ pelningumo rodikliai (a) ir likvidumo rodikliai (b) 2010-2014m.	18
10 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ apyvartumo (a) ir skolos (b) rodikliai 2010-2014m.	19
11 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ akcijų rinkos kaina (a) ir kapitalizacija (b) 2010-2015m.	20
12 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ a) kainos ir peno santykis; b) pelnas akcijai 2010-2014m.	21
13 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ akcijos tikrosios vertės koeficientas 2010-2014m.	21
14 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ a) Dividendai akcijai; b) Dividendų pajamingumas 2010-2014m.	22
15 pav. Vidutinė šviežio pieno supirkimo kaina 2009-2014 m.	33
16 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ akcijų kainos ryšys su OMXBBGI indeksu	39
17 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ vertės palyginimas su rinkos kaina	41
18 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ darbuotojų kaita (a) ir jų pasiskirstymas pagal išsilavinimą (b) 2010-2014 m.	43
19 pav. Subalansuotų rodiklių sistemos struktūra.	50
20 pav. Subalansuotų rodiklių sistemos įgyvendinimo schema.	53

Lentelių sąrašas

1 lentelė. Pardavimo pajamų struktūra pagal produktų segmentus, tūkst. Lt.....	10
2 lentelė. Pardavimo pajamų skirstymas pagal geografinius segmentus, tūkst. Lt	11
3 lentelė. BVP, namų ūkių vartojimo išlaidų ir pardavimo pajamų prognozė 2015-2019 m.....	34
4 lentelė. Paskirstymo sąnaudų prognozė 2015-2019m., tūkst. Lt.....	35
5 lentelė. Dividendų mokėjimai 2015-2019m.....	36
6 lentelė. Turto pardavimo, įsigijimo ir nusidėvėjimo dinamika 2011-2019m., tūkst. Lt	37
7 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė“ apyvartinio kapitalo poreikis 2015-2019m., tūkst. Lt.....	37
8 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė“ laisvojo pinigų srauto įmonei apskaičiavimas, tūkst. Lt	38
9 lentelė. Laisvųjų pinigų srautų įmonei diskontavimas ir įmonės vertės apskaičiavimas	40
10 lentelė. Verslo vertės elastingumas	42
11 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė“ vidutinis metinis vieno darbuotojo darbo užmokestis ir DU fondo pokytis	44
12 lentelė. Vidutinio vieno darbuotojo išdirbio ir pardavimo pajamų pokyčiai, priklausomai nuo darbo rinkos veiksnių	45
13 lentelė. Pieno žaliavos ir pagamintos produkcijos santykis	46
14 lentelė. Pagamintų pieno produktų pelningumas, Lt/tonai.....	46
15 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė“ SSGG analizė	47
11 lentelė. Finansų perspektyvos tikslai ir rodikliai.....	51
12 lentelė. Klientų perspektyvos tikslai ir rodikliai	51
13 lentelė. Pagrindiniai vidinių procesų perspektyvos tikslai ir rodikliai	52
14 lentelė. Pagrindiniai darbuotojų mokymosi ir tobulėjimo perspektyvos tikslai ir rodikliai.....	52
20 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė“ subalansuotų rodiklių sistemos sąvadas.....	56

IVADAS

Temos aktualumas. Dėl ilgalaikių investuotojų siekiamybės uždirbti didesnę grąžą su kuo mažesne rizika, dažnai pasirenkami nepakankamai įvertinti vertybiniai popieriai su augimo perspektyva. Būtent dėl šios priežasties įmonės investicinis patrauklumas vertinamas akcijos rinkos kainą lyginant su jos tikrąją verte, o pats verslo vertės nustatymas yra aktualus ne tik pačiai įmonei, bet ir esamiems bei būsimiems investuotojams. Kuo teisingiau nustatoma verslo vertė, tuo tikslingiau nukreipiami turimi ištekliai ir pritraukiama daugiau investuotojų. Kitaip tariant verslo vertinimo pagrindinis tikslas – padėti priimant sprendimus dėl verslo įsigijimo ar pardavimo. Verslo ar įmonės vertė svarbi verslo atstovams, investuotojams ir kitiems privatiems asmenims. O pats verslo vertės nustatymas reikalingas tuomet, kai keičiasi įmonės savininkai, verslas sujungiamas, vykdoma įmonės restruktūrizaciją ar reorganizaciją. Verslo vertė taip pat gali būti naudojama bankrutuojančioms įmonėms įvertinti bei kitais atvejais, susijusiais su įmonės struktūriniais pokyčiais.

Šiuo metu Lietuvoje vienas labiausiai besivystančių pramonės sektorių yra pieno perdirbimas. Baltijos vertybinių popierių biržoje Nasdaq OMX į Baltijos oficialųjį prekybos sąrašą yra įtrauktos 3 pieno perdirbimo įmonės – AB „Rokiškio sūris“, AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Vilkyškių pieninė“ – o papildomajame sąraše dar viena pieno perdirbimo įmonė – AB „Žemaitijos pienas“. Atsižvelgiant į šio sektoriaus augimo prognozes, didėjančią pasaulinę pieno produktų paklausą, draudimą eksportuoti į Rusijos rinką ir augančią žaliavinio pieno kainą, neapibrėžtumas pieno sektoriuje veikiančių įmonių atžvilgiu vis didėja. Todėl šiame darbe bus nustatinėjama tikroji AB „Vilkyškių pieninė“ vertė.

Nagrinėjama problema. Investuotojui yra aktualu kiek verta mokėti už įmonės akcijas, t.y. ar įmonės akcijų siūloma pardavimo kaina atitinka jų tikrąją vertę?

Objektas. AB „Vilkyškių pieninė“ verslo vertė

Darbo tikslas. Nustatyti AB „Vilkyškių pieninė“ verslo vertę taikant diskontuotų pinigų srautų metodą ir sukurti subalansuotą rodiklių sistemą įmonei.

Uždaviniai.

- 1) Atlikti AB „Vilkyškių pieninė“ finansinės būklės ir kapitalo rinkos rodiklių analizę;
- 2) Išanalizuoti pagrindinius verslo vertės nustatymo metodus teoriniu aspektu;
- 3) Pritaikyti diskontuotų pinigų srautų metodą AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymui ir tikrajai akcijų vertei apskaičiuoti bei nustatyti vertės kitimo ribas taikant jautrumo analizę;
- 4) Parengti subalansuotą rodiklių sistemą AB „Vilkyškių pieninei“.

Tyrimo metodai. Vertinant įmonės finansinę būklę buvo panaudoti horizontaliosios, vertikaliosios ir santykinų rodiklių analizės metodai bei grafinės analizės metodas. Analizuojant literatūros šaltiniuose apibūdinamą verslo vertės sampratą ir įmonės vertės nustatymo metodus, buvo panaudoti mokslinės literatūros analizės ir sintezės, lyginamosios ir loginės analizės metodai.

Skaičiuojant AB „Vilkyškių pieninė“ vertę panaudoti tokie vertės nustatymo metodai: diskontuotų pinigų srautų, ekonominės pridėtinės vertės ir daugiklių. Taip pat panaudotas jautrumo analizės metodas.

Trumpas tyrimo dalių aprašymas. Bakalauro baigiamąjį darbą apie AB „Vilkyškių pieninės“ vertės nustatymą sudaro 4 dalys. Pirmoje darbo dalyje pateikiama bendra informacija apie Vilkyškių pieninę bei atliekama įmonės veiklos finansinė analizė. Šiai analizei atlikti panaudoti horizontaliosios, vertikaliosios ir santykinio rodiklio metodai. Gauti santykiniai rodikliai palyginami su kitų pieno pramonės įmonių rodikliais. Ypatingas dėmesys skirtas kapitalo rinkos rodikliams. Antroje darbo dalyje atliekama literatūros šaltinių analizė, kurioje siekiama įsigilinti į verslo vertės sampratą ir pagrindinius vertės nustatymo metodus. Šioje dalyje taip pat aptariamas diskontuotų pinigų srautų metodas. Trečioje darbo dalyje atliekamas įmonės finansinių ataskaitų prognozavimas, apskaičiuojama galutinė Vilkyškių pieninės vertė ir tikroji akcijų kaina. Ketvirtoje darbo dalyje pateikiami gretutinės studijų krypties sprendimai, kur Vilkyškių pieninei pritaikoma subalansuotų rodiklių sistema. Kiti papildomi skaičiavimai ir bakalauro baigiamajam darbui reikalinga informacija pateikiama prieduose.

Bakalauro baigiamąjį darbą sudaro 64 puslapiai, 20 lentelių, 20 paveikslų ir 14 priedų.

1. AB „VILKYŠKIŲ PIENINĖ“ SITUACIJOS ANALIZĖ

Šiame skyriuje pristatoma AB „Vilkyškių pieninė“, pateikiama įmonės išorinės bei vidinės aplinkos analizė bei identifikuojama problema, kuri toliau bus tyrinėjama šiame rašto darbe.

1.1. Bendra informacija apie įmonę AB „Vilkyškių pieninė“

AB „Vilkyškių pieninė“ įkurta 1993 m. gegužės 10 d., įmonės kodas – 277160980. 2005 m. sausio 21 d. Vilkyškių pieninė iš uždarnosios akcinės bendrovės persitvarkė į akcinę bendrovę ir nuo 2006 metų yra išplatinusi 25,10 proc. Vilkyškių pieninės laisvųjų akcijų (free float). Bendrovė šiuo metu valdo apie 18 proc. šalies sūrių rinkos ir apie 12 proc. šviežio pieno produktų rinkos.

AB Vilkyškių pieninė yra viena moderniausių pieno produktų gamintojų Lietuvoje, vienintelė specializuota sūrių gamykla Lietuvoje, kuri pagal originalias receptūras gamina daugiau kaip 30 skirtingų pavadinimų sūrių, iš kurių 10 gurmaniški.

AB „Vilkyškių pieninė“ grupės pagrindinė veikla – pieno produktų gamyba. Įmonių grupę sudaro 4 įmonės: AB „Vilkyškių pieninė“, AB „Modest“, AB „Kelmės pieninė“ ir AB „Pieno logistika“. AB „Vilkyškių pieninė“ specializuojasi fermentinių sūrių gamyboje, taip pat gamina pasterizuotą grietinėlę bei perdirba išrūgas. AB „Modest“ gamina pelėsinius, lydytus, rūkytus sūrius ir Mozzarella bei Brinza sūrius. AB „Kelmės pieninė“ gamina šviežius pieno produktus – įvairius varškės produktus, grietinę, sviestą, geriamą pieną, kefyrą, jogurtus ir glaistytus varškės sūrelius. Visas AB Vilkyškių pieninės grupės asortimentas – 84 skirtingų pavadinimų sūriai, 14 pavadinimų sviesto ir sviesto mišiniai, 5 pavadinimų grietinė bei 26 pavadinimų varškės produktai.

Daugiausiai pajamų uždirbama iš fermentinių sūrių, grietinėlės ir varškės produktų (žr. 1 lent.). Dėl šios priežasties pajamoms, pelnui ir bendrai įmonės finansinei būklei įtakos gali padaryti neigiami sūrio paklausos ir/arba kainos pokyčiai sūrių rinkoje. Neigiamai sūrio produktų kainą gali paveikti konkurencija tarptautinėje ir vietinėje sūrio rinkoje.

1 lentelė. Pardavimo pajamų struktūra pagal produktų segmentus (sudaryta pagal įmonės 2010-2014 m. finansines ataskaitas)

	2010	2011	2012	2013	2014
Sūriai ir sūrio produktai	49%	47%	49%	47%	48%
Švieži pieno produktai	21%	23%	30%	27%	23%
Kiti produktai	30%	30%	20%	26%	29%

Įmonė savo produkciją parduoda ne tik Lietuvoje, bet ir eksportuoja į Latviją, Estiją, Skandinavijos šalis, Vokietiją, Izraelį, Rusiją, Kroatiją, Čekiją, Lenkiją ir kitas šalis. Eksportas sudaro 64 proc. bendrovės pardavimų (žr.2 lentelė). Grupė iš vieno pagrindinio pirkėjo 2010 m. uždirbo 14% visų pajamų (34,748 tūkst. litų); 2011 m. – 24% visų pajamų (69,520 tūkst. litų); 2012 m. – 25% visų

pajamų (73,578 tūkst. litų). 2013m. ir 2014 m. grupė turėjo vieną pirkėją Rusijoje, kuriam pardavimai sudarė daugiau nei 10% visų pardavimo pajamų.

2 lentelė. Pardavimo pajamų skirstymas pagal geografinius segmentus (sudaryta autorės, remiantis AB „Vilkyškių pieninė“ grupės finansinėmis ataskaitomis), tūkst. Lt

	2010	2011	2012	2013	2014
Lietuva	91.626	105.526	109.260	107.444	119.378
ES šalys, išskyrus Lietuvą	84.431	97.594	87.734	113.495	141.330
Rusija	62.661	78.594	87.054	126.075	94.434
Kitos šalys	5.555	8.419	11.711	17.418	23.491
	244.273	290.133	295.759	364.432	378.633

2007 m. Vilkyškių pieninė baigė įgyvendinti gamybos technologijų modernizacijos projektą „Europos Sąjungos reikalavimų įgyvendinimas ir gamybos bazės modernizavimas“, kurio vertė – 8 mln. litų, iš kurių 3,5 mln. litų buvo gauta iš Europos Sąjungos struktūrinių fondų. Šio projekto metu buvo modernizuota sūrinė, dėl to išaugo maksimalūs įmonės gamybos pajėgumai – nuo 10 iki 14 tūkst. tonų sūrio per metus. Vilkyškių pieninė turi įsidiegusi maisto saugos ir kokybės sistemą, kuri atitinka ISO 9001 ir ISO 22000 standartų reikalavimus.

2008 m. AB „Modest“ buvo įdiegta nauja mocarelos sūrių gamybos linija, kurios vertė siekia 4 mln. litų, iš kurių 1,5 mln. litų buvo gauta iš Europos Sąjungos struktūrinių fondų.

2009 m. pradėta vykdyti Lietuvos kaimo plėtros 2007–2013 m. programa, pagal kurią siekiama pridėtinės vertės didinimo perdirbant žemės ūkio produktus. Per 2010 m. panaudota 4,2 mln. litų, bei gauta 0,8 mln. litų parama. Vykdam šią programą buvo įsigyta šaldymo įranga, sūrių pjaustymo ir pakavimo linija bei pradėtas sandėlio valdymo sistemos diegimo projektas.

2012 m. pradėta naudoti nauja sūrių gamybos linija, kurios vertė 16 mln. Lt., dėl kurios sūrių gamybos pajėgumai padidėjo 30 procentų. Taip pat įdiegta nauja pakavimo–plastikautavimo linija už 9,5 mln. Lt, dėl kurios gaminami aukštesnę pridėtinę vertę turintys sūriai.

2013 m. buvo investuota į išrūgų produktų cechą, investuota 5,3 mln. litų. Po cecho praplėtimo, per parą galima apdirbama iki 600 tonų išrūgų. Taip pat įgyvendintas išrūgų ultrafiltracijos projektas, kurios metu įdiegta nauja technologija, skaidanti išrūgas į sudedamąsias dalis. Dėl šios technologijos panaudojimo gaunami nauji pelningi produktai, didinantys įmonės konkurencingumą rinkoje. AB Kelmės pieninėje įdiegta skystų pieno produktų fasavimo linija į Tetra top kartonines pakuotes, kurios patikimai apsaugo produktus nuo aplinkos poveikio (šviesos, oro, kenksmingų mikroorganizmų), tausoja aplinką ir yra patogios vartoti.

2014 m. AB Vilkyškių pieninė įgyvendino investicinį projektą už 2 mln. Lt iš kurių 0,4 mln. Lt ES fondų parama. Buvo įsigytos pieno produktų laikymo talpos ir sūrių pjaustymo įrenginys. 2014 m. taip pat pradėta sūrių sūdymo baseino rekonstrukcija ir valymo įrengimų rekonstrukcija.

Iš kitų rinkos dalyvių įmonė išsiskiria efektyviu gamybos organizavimu, lanksčia valdymo struktūra, aukšta gaminių kokybe ir personalo kompetencija. Taip pat didelis bendrovės pranašumas – patikimi tiekėjai, ilgalaikė pardavimų srities partnerystė ir patraukli kainų politika.

Viena pagrindinių įmonės vertybių – inovacijos, todėl AB „Vilkyškių pieninė“ kiekvienais metais skiria milijonines sumas įrangos ir kito turto modernizacijai, tokiu būdu išlikdama konkurencinga rinkoje ir siūlydama naujų technologijų dėka sukurtus inovatyvius produktus, išsiskiriančius ypatingu skoniu.

1.2. Įmonės finansinės būklės ir rinkos rodiklių analizė

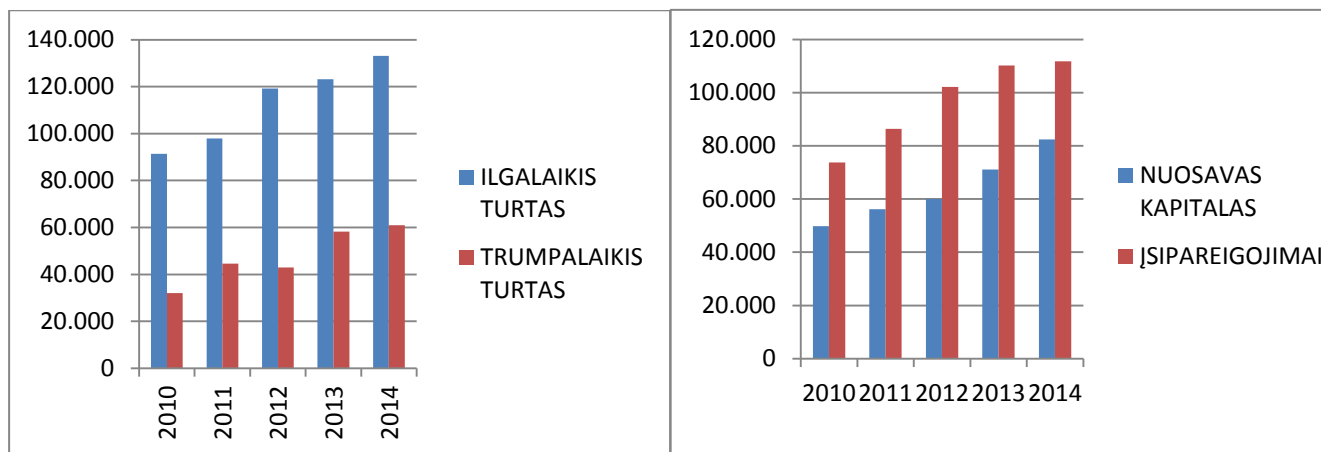
Investuotojas prieš įsigydamas investiciją privalo nuodugniai įvertinti ar verta tokią investiciją įsigyti, ar gaus iš šios investicijos pelno, kokios kitos galimos alternatyvos ar įsigyjamoms investicijoms kaina atitinka tikrąją jos vertę. Pagrindinė problema ilgalaikiam investuotojui yra kiek verta mokėti už įmonės akcijas. Į šiuos klausimus galima rasti atsakymą atlikus įmonės finansinę analizę bei įvertinus santykinius rodiklius, ypač rinkos vertės, kurie parodo svarbiausias akcijos charakteristikas.

Toliau atliekama AB „Vilkyškių pieninė“ horizontalioji ir vertikalioji analizės balanso ir pelno nuostolių ataskaitos straipsniams, taip pat pelningumo, mokumo ir rinkos vertės santykinių rodiklių analizės. Analizei pasirinktas 2010-2014 metų laikotarpis, nes literatūroje rekomenduojamas laikotarpis 3-7 metai. Taip pat finansinės analizės rezultatai padės nustatyti įmonės problemines veiklos sritis bei atlikti praeities duomenų analizę, kurios rezultatai bus reikalingi ateinančių laikotarpių prognozei.

1.2.1. Horizontalioji balanso ir pelno (nuostolių) ataskaitos analizė

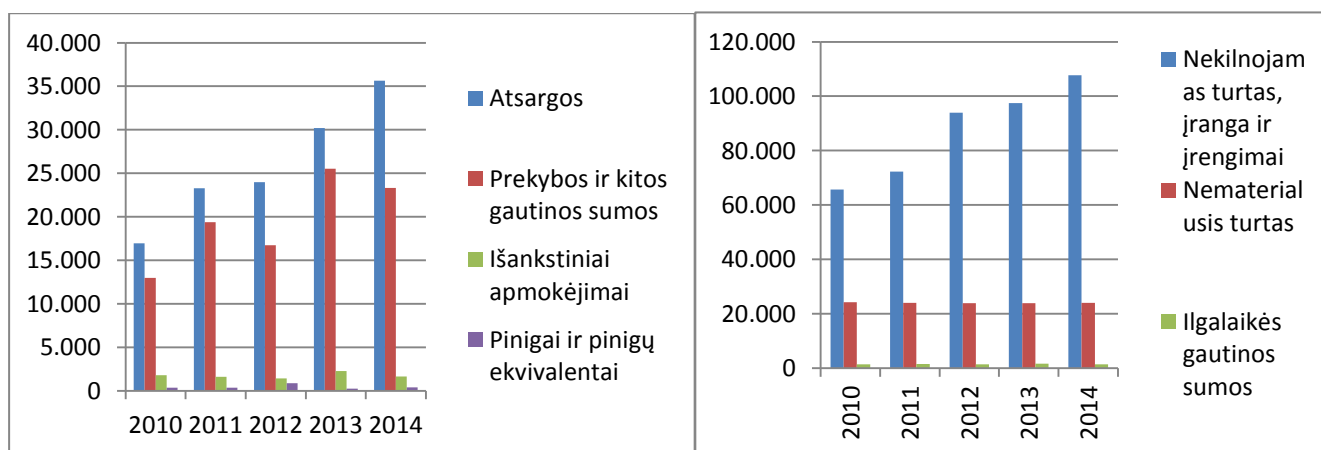
Mackevičius, Poškaitė ir Villis (2011) teigia, jog horizontalioji analizė padeda nustatyti ataskaitų straipsnių dinamiką absoliučiuoju bei procentiniu dydžiu, bei parodo nukrypimus nuo bazinio rodiklio. Horizontaliosios analizės pagalba vertinami ilgalaikio ir trumpalaikio turto, pajamų ir sąnaudų bei apyvartinio kapitalo pokyčiai. Tačiau ši analizė turi esminį trūkumą – nėra galimybės nustatyti rodiklių pokyčių priežasties.

Detalūs horizontaliosios balanso analizės rezultatai pateikti 1 priede. Atlikus AB „Vilkyškių pieninė“ 2010-2014 metų horizontaliąją balanso analizę iš 1a) paveikslo matyti, kad Vilkyškių pieninės turtas kasmet augo. Lyginant 2014 m. su 2010m. visas turtas išaugo 70,655 mln. litų, tai yra 57,2 procento dėl ilgalaikio turto augimo, kuris per 2010-2014 m. laikotarpį išaugo 45,64 proc., t.y. 41,727 mln. litų. Tokį ilgalaikio turto augimą lėmė investicijos į įrangą, įrengimus ir nekilnojamąjį turtą, nematerialusis turtas bei ilgalaikės gautinos sumos išliko panašiam lygyje (žr. 2b) pav.).



1 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ turto (a) ir nuosavybės bei įsipareigojimų (b) dinamika 2010-2014 m.

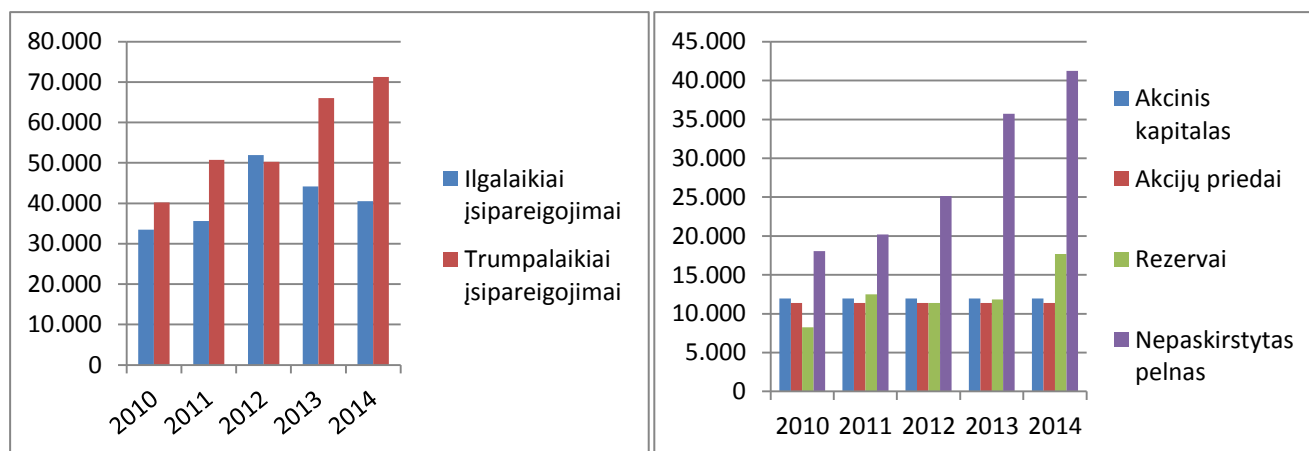
Trumpalaikis turtas lyginant 2014 m. su 2010m. išaugo 90,16 proc., o tai yra 28,928 mln. litų (žr. 1a) pav.). Trumpalaikis turtas kasmet didėjo dėl atsargų straipsnio (žr. 2a) pav.), kurio augimas tiesiogiai siejamas su pardavimo pajamų augimu. Išankstiniai apmokėjimai visu analizuotu laikotarpiu išliko panašiam lygyje. 2012 m. pastebimas pinigų kiekio padidėjimas (161,13% lyginant su 2011m.), kuris siejamas su sumažėjusiomis gautinomis sumomis, t.y. buvo atgauta paskola.



2 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ trumpalaikio turto (a) ir ilgalaikio turto (b) straipsnių dinamika 2010-2014 m.

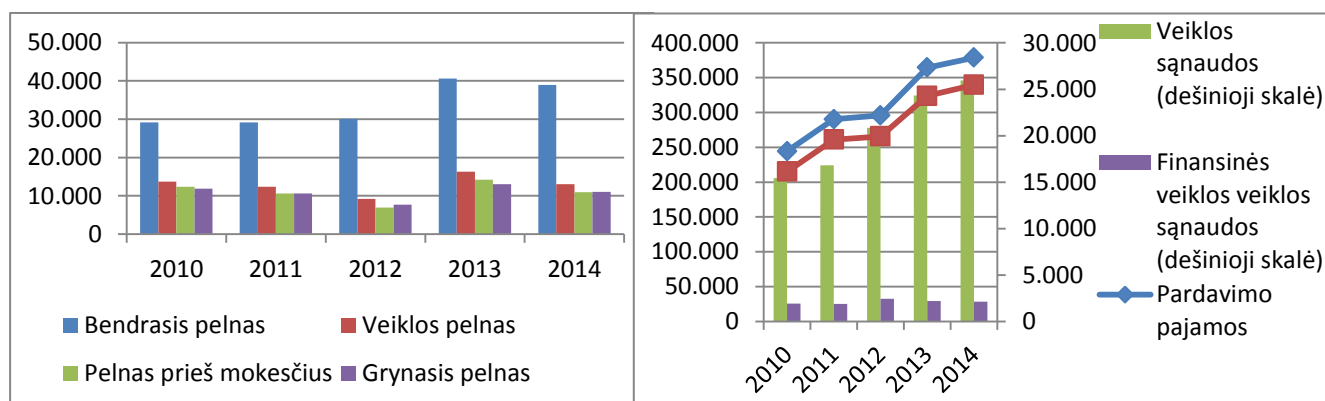
Kaip pastebėta 1 b) paveiksle, nuosavybės ir įsipareigojimų dalis taip pat augo. Nuosavas kapitalo augimą 2010-2014m. lėmė nepaskirstytojo pelno didėjimas nuo 18,067 mln. Lt 2010 metais iki 41,241 mln. Lt 2014 metais (žr. 3b) pav.). Įstatinis kapitalas ir akcijų priedai absoliučiuoju dydžiu išliko nepakitę. Kaip matyti 3a) paveiksle įmonės įsipareigojimai 2010-2014m. augo. Pastebėta, kad trumpalaikių skolų yra daugiau nei ilgalaikių, o tai reiškia, kad stengiamasi sumažinti palūkanų sąnaudas, kadangi beveik pusę trumpalaikių įsipareigojimų sudaro mokėtinos sumos tiekėjams. Ilgalaikiai įsipareigojimai šoktelėjo 2012m. kai bankas refinansavo bankrutavusio banko „Snoras“ paskolas. 2013 metais ženkliai išaugo trumpalaikiai įsipareigojimai dėl ilgalaikių paskolų einamųjų metų augimo, nes 2013 AB Vilkyškių pieninei suteikta 1,700 tūkst. eurų paskola 2013-2014 metų

investicijų finansavimui, taip pat padidintas kreditas AB „Kelmės pieninei“ nuo 1,160 tūkst. eurų iki 2,666 tūkst. eurų. Ilgalaikius įsipareigojimus daugiausia sudaro paskolos ir finansinio lizingo įsipareigojimai bei vyriausybės dotacijos. Būtina paminėti įmonė turi išvestinių finansinių priemonių palūkanų normos kitimui apdrausti.



3 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ įsipareigojimų (a) ir nuosavo kapitalo (b) straipsnių dinamika 2010-2014m.

Detali pelno nuostolių ataskaitos horizontalioji analizė pateikiama 2 priede ir 4 paveiksle. 2010-2014 metų pelno (nuostolių) ataskaitos horizontaliosios analizės rezultatai rodo, kad pardavimo pajamos išaugo 55%, t.y. nuo 244,273 mln. Lt iki 378,633 mln. Lt. Pardavimo pajamos augo dėl padidėjusių sūrio iki kitų pieno produktų pardavimų bei išaugusio eksporto. Pardavimų savikaina per 2010-2014m. laikotarpį išaugo 58%, todėl bendrasis pelnas išaugo 39%, t.y. nuo 29,153 mln. Lt iki 38,947 mln. litų 2014 metais dėl spartesnio nei pardavimai savikainos augimo. Veiklos pelnas 2010 – 2012m. laikotarpiu mažėjo: 2012m. sumažėjo 33% lyginant su 2010m. dėl itin mažo (1,9%) pardavimo pajamų augimo lyginant su 2011m. Tačiau 2013 metais pastebėtas veiklos pelno augimas, kuris sudarė apie 77 procentus lyginant su 2012m. ir 19% lyginant su 2010-aisiais.



4 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ finansiniai rezultatai 2010-2014 m.

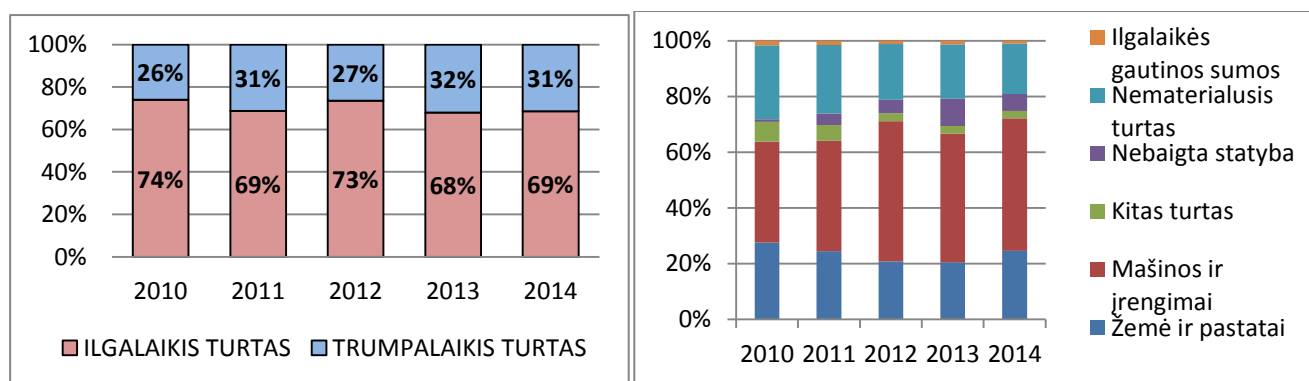
Veiklos pelno augimui 2013 metais įtakos turėjo lėtesnis veiklos sąnaudos augimas lyginant su pardavimo pajamomis, t.y. pardavimų pajamos išaugo 22,23% o veiklos sąnaudos išaugo 16,76%. Grynasis pelnas 2012 metais buvo mažiausias per visą analizuotą laikotarpį, tačiau būtina atkreipti, jog

rezultatą pagerino teigiamas pelno mokestis, susidarantis skaičiuojant efektyvų pelno mokesčio tarifą, kai vienai iš grupės įmonių, dėl turimo socialinės įmonės statuso, taikomas neapmokestinamasis pelno dydis. Grynasis pelnas visu analizuojamu laikotarpiu (išskyrus 2013m.) mažėjo dėl augančių finansinės veiklos sąnaudų. Grynasis 2013m pelnas išaugo dėl ženkliai išaugusių pardavimų pajamų.

1.2.2. Vertikaloji balanso ir pelno (nuostolių) ataskaitos analizė

Anot Mackevičiaus et al. (2011) vertikaloji analizė (struktūrinė analizė) padeda nustatyti tam tikro straipsnio lyginamąją visumos dalį procentais. Šios analizės dėka nustatomi finansavimo struktūros pokyčiai, įmonės pajamų ir sąnaudų struktūra, atskleidžiamos finansinės būklės kitimo tendencijos. Atliekant struktūrinę analizę, turtas iš viso, nuosavybė ir įsipareigojimai bei pardavimai prilyginami 100 %.

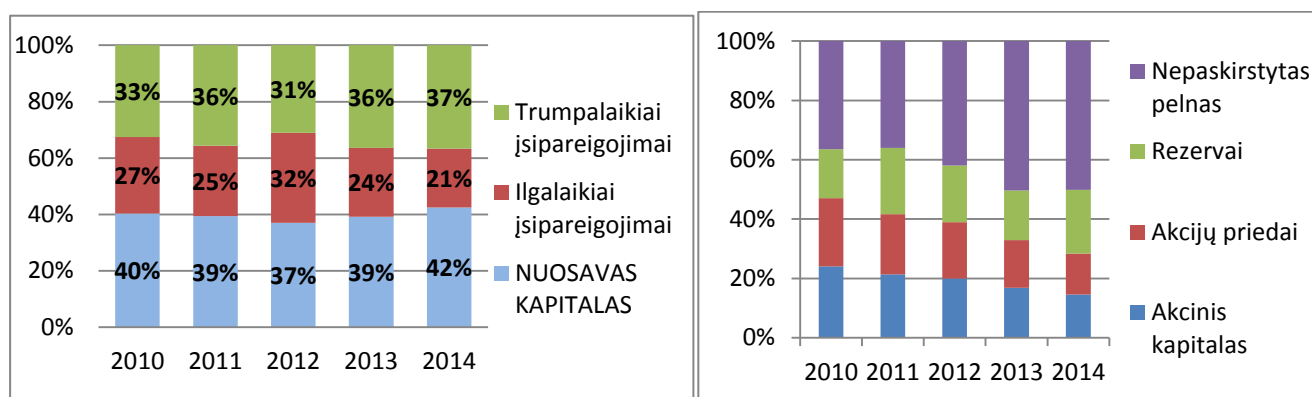
Detalūs vertikalios balanso analizės rezultatai pateikti 3 priede. Atlikus AB „Vilkyškių pieninė“ 2010-2014 metų vertikaliąją balanso analizę, galima teigti, kad įmonės vadovybė laikosi gan agresyvios turto valdymo politikos. Visu nagrinėjamu laikotarpiu ilgalaikis turtas sudaro apie 70% turimo turto (žr. 5a) pav.), o trumpalaikis apie 30%. Agresyvi turto valdymo politika pasireiškia pinigų, vertybinių popierių, atsargų ir pirkėjų įsiskolinimo minimizavimu. Reikėtų atkreipti dėmesį į tai, kad ilgalaikis turtas sudaro daugiau kaip 60 %, o tai reiškia, kad įmonė turi mažiau likvidaus turto. Ilgalaikiame turte (žr. 5b) pav.) mašinos ir įrengimai vidutiniškai sudarė 44%, žemė ir pastatai 24% ir nematerialusis turtas 22%. Ilgalaikės gautinos sumos, nebaigta statyba ir kitas turtas sudaro labai nedidelę dalį ilgalaikiame turte. Žvelgiant į trumpalaikio turto sudėtį atsargos vidutiniškai sudarė apie 15% (50% trumpalaikio turto), o gautinos sumos apie 10-14% viso turto (40% trumpalaikio turto). Pinigai ir pinigų ekvivalentai analizuojamu laikotarpiu nebuvo stabilūs ir svyravo nuo 0,13% iki 0,54% viso turto, o trumpalaikiame turte vidutiniškai tesudarė tik apie 1%.



5 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ turto struktūra (a) ir ilgalaikio turto struktūra (b) 2010-2014m.

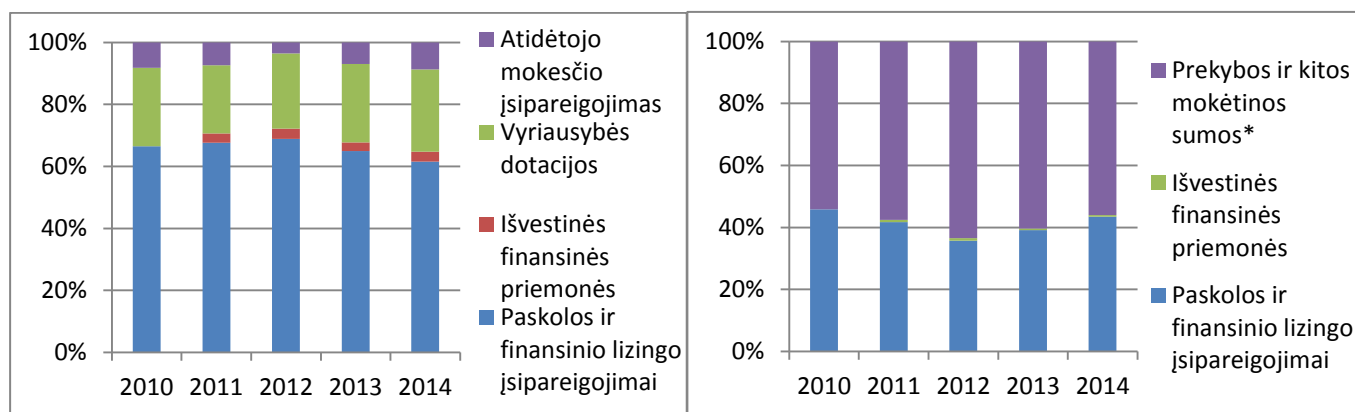
Akcininkų nuosavybės ir įsipareigojimų dalyje, būdingas tokio pat pobūdžio valdymas, kaip ir turto dalyje. Nuosavas kapitalas 2010-2014 metais sudaro vidutiniškai 40%, o įsipareigojimai apie 60% visos akcininkų nuosavybės (žr. 6 pav.). Per analizuojamą laikotarpį, bendrovės akcinis kapitalas bei akcijų priedai absoliučiojo dydžiu išlieka tokie pat, tačiau struktūriškai mažėja, nes bendra

akcininkų nuosavybės suma kasmet auga dėl nepaskirstytojo pelno augimo. Nepaskirstytas pelnas bendroje nuosavybės struktūroje sudaro 14%-21% (kasmet auga).



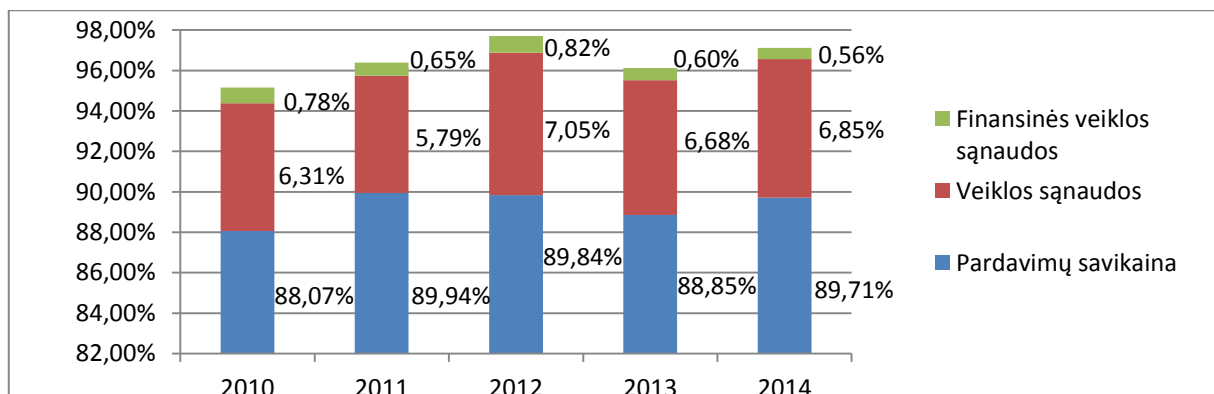
6 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ nuosavybės struktūra

Ilgalaikius įmonės įsipareigojimus (žr. 7a pav.) daugiausia sudaro paskolos ir finansinio lizingo įsipareigojimai – apie 60%. Finansinės išvestinės priemonės naudojamos paskolų palūkanų normai apdrausti, todėl jos vidutiniškai sudaro apie 4% paskolų sumos. 2010-2014m. vyriausybės dotacijos sudarė 25% visų ilgalaikių skolų. Žvelgiant į trumpalaikes skolas (7b pav.) apie 58% iš jų sudaro prekybos ir mokėtinos sumos, o likusi dalis ilgalaikių paskolų einamųjų metų dalis.



7 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ skolų struktūra: a) ilgalaikės skolos; b) trumpalaikės skolos

Detalūs vertikaliosios pelno (nuostolių) ataskaitos analizės rezultatai pateikti 4 priede ir 8 paveiksle. Atlikus AB „Vilkyškių pieninė“ vertikaliąją pelno (nuostolių) ataskaitos analizę nustatyta, kad analizuojamu laikotarpiu pardavimo savikaina vidutiniškai sudaro 89% pardavimo pajamų. Tai reiškia, kad bendrasis pelnas sudaro tik apie 11% nuo pardavimo pajamų. Savikainą didžiąja dalimi sudaro žaliavos (2010m. – 82%; 2011m. - 80%; 2012-2014m. – 75%) bei personalo sąnaudos (2010m.-2012m. – 7%; 2013m.-2014m. – 6,43%), todėl savikainos pokyčiai yra priklausomi nuo žaliavų rinkos kainų ir darbuotojų darbo užmokesčio sąnaudų. Veiklos pelnas sudaro apie 4,18% pardavimuose, o didžiąją dalį veiklos sąnaudų sudaro administracinės ir paskirstymo sąnaudos, kurios vidutiniškai sudaro po 3% pardavimo pajamose.



8 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ bendrasis, veiklos ir grynasis pelningumai

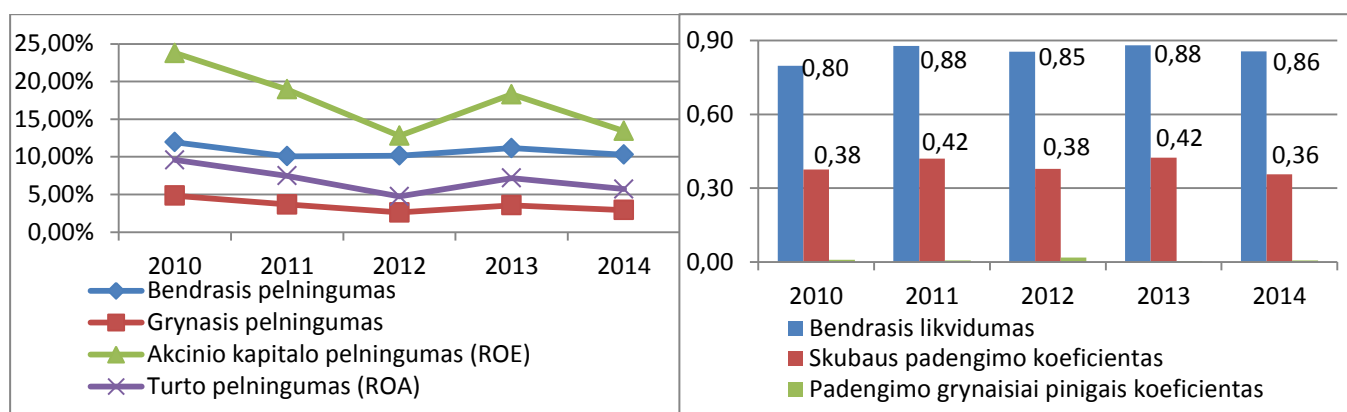
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos ir pelno mokestis per analizuojamą laikotarpį tesudarė apie 1%, ir dėl to sąlyginai turėjo nedidelę įtaką įmonės veiklos rezultatams. Grynasis pelnas vidutiniškai sudarė apie 3,5%. 2010 metais pasiektas geriausias grynojo pelno rezultatas 4,85% nuo pajamų, o mažiausias 2012 m. – 2,6%.

1.2.3. Santykinų rodiklių analizė

Vertikaliosios ir horizontaliosios analizės rezultatai yra pagrindas santykiniai analizei. Mackevičius et al. (2011) teigia, jog santykiniai rodikliai – tai vieno ar keleto absoliučių rodiklių santykis su kitu absoliučiuoju rodikliu. Santykinų rodiklių dėka įvertinamas finansinių procesų dinamika laike, nustatoma finansinių reiškinių struktūra, o kartu objektyviau įvertinami gauti rezultatai. Gauti rezultatai lyginami su įmonių-konkurentų, kurių akcijos taip pat listinguojamos Baltijos vertybinių popierių biržoje rezultatais. Tiriamos pelningumo, apyvartumo, likvidumo, įsipareigojimų ir rinkos vertės rodiklių grupės.

Pelningumo rodikliais įvertinama ar įmonės veikla efektyvi įvairiais aspektais. Duomenys apie įmonės ir konkurentų pelningumo rodiklius pateikiami 5 priede. O pagrindiniai AB „Vilkyškių pieninė“ pelningumo rodikliai pateikti 9a paveiksle. **Bendrasis pelningumas** parodo ar pagrindinė įmonės veikla yra efektyvi ir ar ne per brangi produktų gamyba. AB „Vilkyškių pieninė“ bendrojo pelningumo rodiklis svyruoja apie 10%, išskyrus 2010 m., kai po ekonominio sunkmečio atsigavo rinkos ir bendrasis pelningumas siekė 11,93%. AB „Pieno žvaigždės“ bendrasis pelningumas svyruoja apie 17,8%, AB „Rokiškio sūris“ apie 12%, todėl daroma išvada, kad AB „Vilkyškių pieninei“ reikėtų mažinti savikainą, nes ji lyginant su konkurentų per aukšta. Bendrojo pelningumo reikšmė iki 15% vertinama patenkinamai (Krušinskas et al. (2013)). **Grynasis pelningumas** apibūdina įmonės veiklos efektyvumą, atskleidžia kiek grynojo pelno tenka vienam pardavimų litui. AB „Vilkyškių pieninė“ grynasis pelningumas yra nepastovus: 2010m. – 4,85 proc., 2011m. – 3,67 proc., 2012m. – 2,6 proc., 2013m. – 3,57 proc. ir 2014m. – 2,92proc. Vertinant pagal orientacinę rodiklio reikšmę ji būtų nepatenkinama (<5%) (Krušinskas et al. (2013)). Tačiau lyginant su konkurentų, Vilkyškių pieninės

rodikliai buvo mažesni tik 2012-2013 metais, o 2014 metais grynasis Vilkyškių pieninės pelningumas buvo didžiausias tarp 4 pieno perdirbimo įmonių. **Nuosavo kapitalo pelningumas** parodo efektyvumą, panaudojant investuotą kapitalą. Analizuojamu laikotarpiu nuosavo kapitalo pelningumas svyravo nuo 12,8 iki 23,8 proc. Pagal orientacines rodiklio reikšmes vertinama gerai ($>10\%$) (Krušinskas et al. (2013)). Lyginat su konkurentų, Vilkyškių pieninės ROE rodiklis buvo mažiausias tik 2012m, o 2010-2011m. ir 2013-2014m. buvo didžiausi iš visų 4 analizuotų įmonių, o tai reiškia, kad įmonė efektyviai išnaudoja investuotą kapitalą. **Turto pelningumas** vidutiniškai svyravo apie 7%, o Žemaitijos pieno apie 8%. Vertinant pagal orientacinę rodiklio reikšmę turto pelningumas vertinamas patenkinamai tiek Vilkyškių pieninės tiek Žemaitijos pieno.

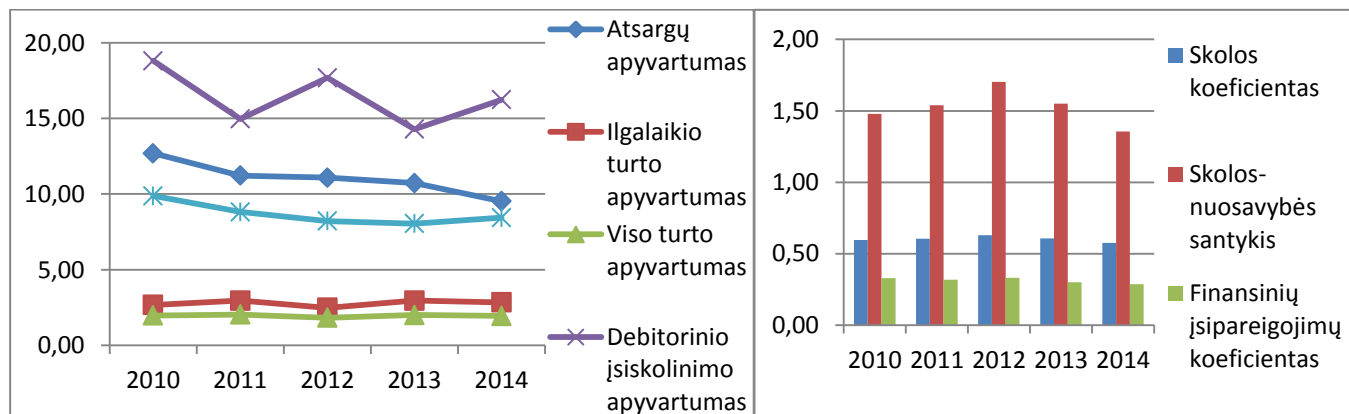


9 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ pelningumo rodikliai (a) ir likvidumo rodikliai (b) 2010-2014m.

Likvidumo rodikliai apibūdina įmonės finansinį patikimumą. Likvidumo rodikliai parodo ar įmonė gebės įvykdyti savo įsipareigojimus. Duomenys apie įmonės ir jos konkurentų likvidumo rodiklius pateikiami 6 priede, o pagrindiniai AB „Vilkyškių pieninė“ likvidumo rodikliai pateikti 9b paveiksle. **Grynasis apyvartinis kapitalas** parodo, kokia suma trumpalaikis turtas viršija trumpalaikius įsipareigojimus, iš esmės tai absoliutinė bendrojo likvidumo rodiklio reikšmė. Vilkyškių pieninės grynasis apyvartinis kapitalas visu analizuojamu laikotarpiu neigiamas, o tai rodo, kad įmonė turi per mažai trumpalaikio turto. **Bendrasis likvidumas** parodo koku laipsniu trumpalaikiai įsipareigojimai yra padengti trumpalaikiu turtu, kuo jis didesnis, tuo saugesnė situacija. AB „Vilkyškių pieninė“ bendrasis likvidumas svyruoja apie 0,8 ir tai reiškia, kad trumpalaikio turto nepakanka trumpalaikiams įsipareigojimams padengti. Pagal orientacinę reikšmę (<1) bendrojo likvidumo rodiklis Vilkyškių pieninėje vertinamas blogai. Lyginant su konkurentais, kurių bendrojo likvidumo koeficientas svyruoja 1 iki 3 rodo, kad bendrasis likvidumas Vilkyškių pieninėje yra prastas. **Skubaus padengimo koeficientas** eliminuoja patį nelikvidžiausią trumpalaikį turtą – atsargas, kadangi jų pardavimas užtrunka ilgokai. Patenkinama reikšmė nuo 0,5. Vilkyškių pieninės skubaus padengimo koeficientas svyruoja apie 0,4. Lyginant su konkurentais, kurių kritinio likvidumo koeficientas svyruoja nuo 0,6 iki 1,2 taip pat patvirtina, kad Vilkyškių pieninės skubaus padengimo koeficiento reikšmės vienos prasčiausių. **Padengimo gryniaisiais koeficientas** – konservatyviausias likvidumo rodiklis, nes parodo

faktišką pinigų sumą, kuria įmonė gali padengti trumpalaikius įsipareigojimus. Vilkyškių pieninės padengimo grynaisiais koeficientas yra 0,01, o tai reiškia kad įmonė pinigais galėtų padengti tik 1 centą trumpalaikių įsipareigojimų lite. Pieno žvaigždžių padengimo grynaisiais koeficientas svyruoja apie 0,03, Rokiškio sūrio 0,1 todėl situacija nėra tokia bloga, tačiau reiktų padidinti grynų pinigų kiekį.

Apyvartumo rodikliai parodo kaip greitai per metus keičiasi atsargos, turtas, gautinos ir mokėtinos sumos. Duomenys apie įmonės ir jos konkurentų apyvartumo rodiklius pateikiami 7 priede. AB „Vilkyškių pieninės“ apyvartumo rodikliai pateikti 10a paveiksle. Apskaičiavus **debitorinių ir kreditorinių įsiskolinimų apyvartumą dienomis** matyti, kad pirkėjai su įmone vidutiniškai atsiskaito per 22 dienas (Pieno žvaigždės – 33d.), o su tiekėjais įmonė atsiskaito per 42 dienas (Pieno žvaigždės – 36d.). Vertinant pagal orientacines rodiklių reikšmes Vilkyškių pieninės debitorinių skolų apyvartumas dienomis (<30) vertinamas labai gerai, o kreditorinių (<45) nepatenkinamai (Krušinskas et al. (2013)). Tačiau lyginant su konkurentais tai geriausios rodiklių reikšmės. Vilkyškių pieninės **pinigų ciklas** parodo, kad nuo žaliavų įsigijimo iki produkto pardavimo yra apie 14 dienų. Lyginant su konkurentais, tai trumpiausias pinigų ciklas, ilgiausias buvo Žemaitijos pieno ir siekė net virš 100 dienų. Pieno sektoriuje toks greitas pinigų ciklas gaunamas diferencijuojant produktus, kadangi sūrių gamyba sąlyginai ilga, o pvz. jogurto gan trumpa. **Viso turto apyvartumas** parodo kaip veiksmingai panaudojamas turtas pardavimų procesui užtikrinti. Viso turto apyvartumas lyginant su konkurentų yra neblogas, nes vienam turto litui tenka apie 2 litus pardavimo pajamų, o konkurentams – 2,3. Vertinant pagal orientacinę rodiklio reikšmę (>2) Vilkyškių pieninės turto apyvartumas vertinamas labai gerai (Krušinskas et al. (2013)).

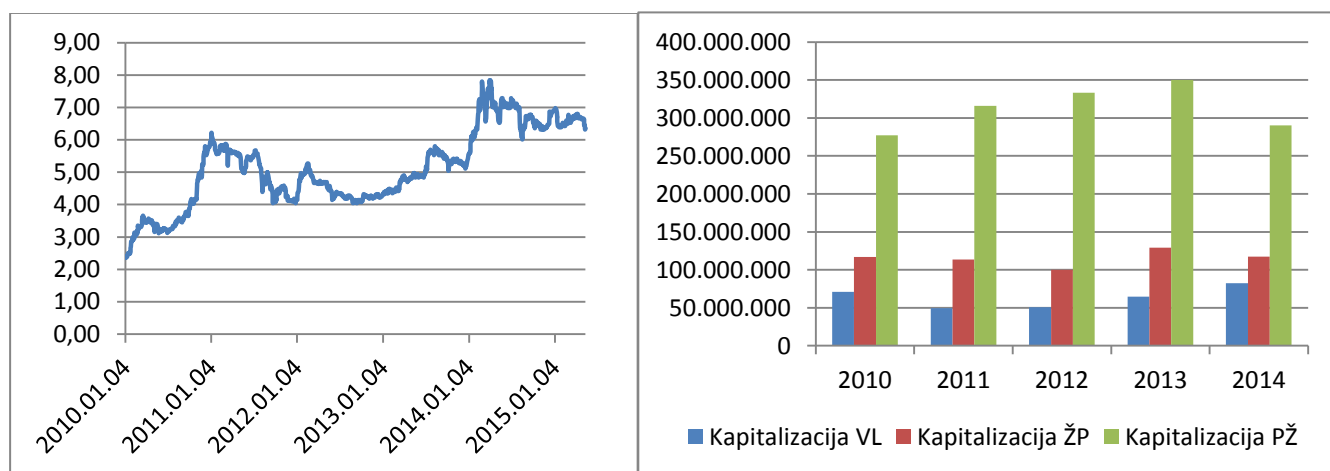


10 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ apyvartumo (a) ir skolos (b) rodikliai 2010-2014m.

Įsipareigojimų rodikliai. Duomenys apie įmonės ir jos konkurentų įsipareigojimų rodiklius pateikiami 10 priede. AB „Vilkyškių pieninės“ apyvartumo rodikliai pateikti 10b paveiksle. **Skolos koeficientas** Vilkyškių pieninėje yra 0,6, o tai parodė, kad turtas yra įsigytas 60% skolintomis lėšomis ir 40% nuosavomis. Lyginant su konkurentų, rodiklio reikšmė yra prasta, nes Žemaitijos pieno skolos rodiklis yra apie 0,32, o tai reiškia jog turtas įgyjamas didžiąją dalimi iš savo lėšų. Vertinant pagal orientacinę rodiklio reikšmę (<0,7) skolos koeficientas vertinamas patenkinamai (Krušinskas R. ir kt.

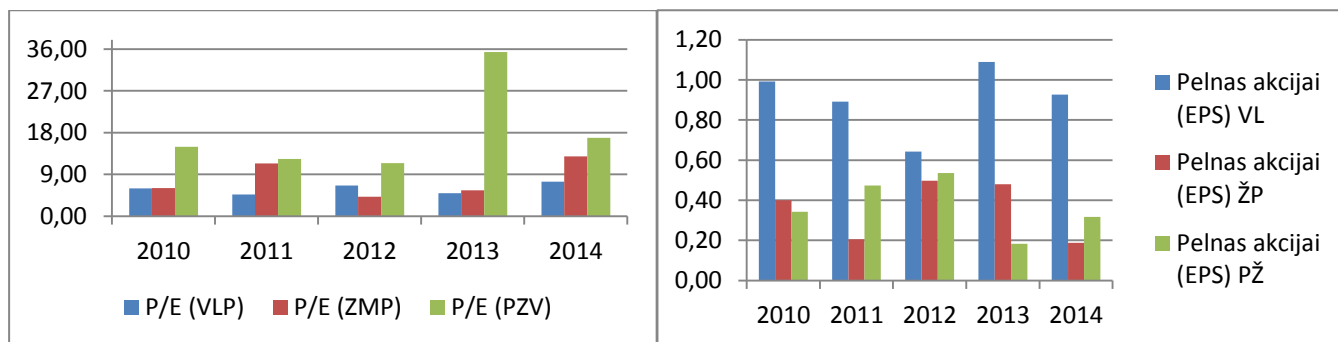
(2013)). **Skolos-nuosavybės santykis** parodo kokią dalį nuosavo kapitalo sudaro įsipareigojimai. Skolos yra 1,5 karto didesnės nei nuosavas kapitalas. Žemaitijos pieno skolos ir nuosavybės santykis yra apie 0,48, tai reiškia kad Vilkyškių pieninė turi labai daug skolų. **Finansinių skolų koeficientas** parodo kokia turto dalis finansuojama paskolomis. Vilkyškių pieninėje apie 30% turto yra įsigyta už finansines paskolas. Pieno žvaigždžių finansinės skolos rodiklis didesnis ir siekia 37%, kitų dviejų įmonių rodiklio reikšmė buvo mažesnės nei Vilkyškių pieninės.

Rinkos vertės rodiklių analizė. Mackevičius et al. (2011) teigia, kad šie rodikliai yra itin svarbūs esamiems ir potencialiems investuotojams, nes jie padeda įvertinti akcinės bendrovės akcinio kapitalo struktūrą, veiklos efektyvumą ir pan. Labai svarbu ne tik išanalizuoti rinkos rodiklius, bet ir apžvelgti akcijų rinkos kainos pokyčius. AB „Vilkyškių pieninė“ akcijų rinkos kaina (žr. 11a pav.) augo. Pagrindiniai įmonės ir jos konkurentų kapitalo rinkos rodikliai pateikti 8 priede. **Rinkos kapitalizacija** – tai suma, kurią investuotojas turėtų sumokėti norėdamas įsigyti įmonę tam tikru laiko momentu, taip pat augo. Atlikus AB „Vilkyškių pieninė“ ir jos pagrindinių konkurentų rinkos vertės rodiklių analizę matyti, kad 2010-2014 metais AB „Vilkyškių pieninė“ yra pigiausia bendrovė iš trijų analizuotų, nes jos kapitalizacijos rodiklis yra mažiausias (žr. 11b pav.). Tokia maža reikšmė buvo gauta dėl mažo Vilkyškių pieninės akcijų skaičiaus (akcijos kaina panaši į Pieno Žvaigždžių, tačiau pastaroji turi net 54mln. akcijų, o Vilkyškių pieninė 11mln.).



11 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ akcijų rinkos kaina (a) ir kapitalizacija (b) 2010-2015m.

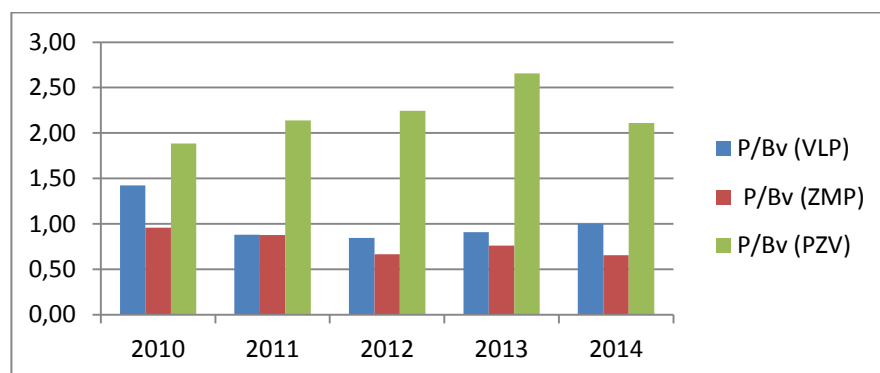
Kainos ir pelno santykis (P/E) atspindi, kiek investuotojas moka už vieną įmonės pelno litą. Šio rodiklio dėka galima palyginti keletą įmonių, nes pastarasis parodo ryšį tarp akcijos rinkos kainos ir jai tenkančio pelno dalies. AB „Vilkyškių pieninės“ P/E koeficientas buvo mažiausias (išskyrus 2012m.) t.y. investuotojai už vieną įmonės grynojo pelno litą sutiko mokėti mažiau nei į kitas pieno sektoriaus įmones (žr. 12a pav.). P/E rodiklis rodo, jog įmonės akcijos yra nepakankamai įvertintos.



12 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ a) kainos ir peno santykis; b) pelnas akcijai 2010-2014m.

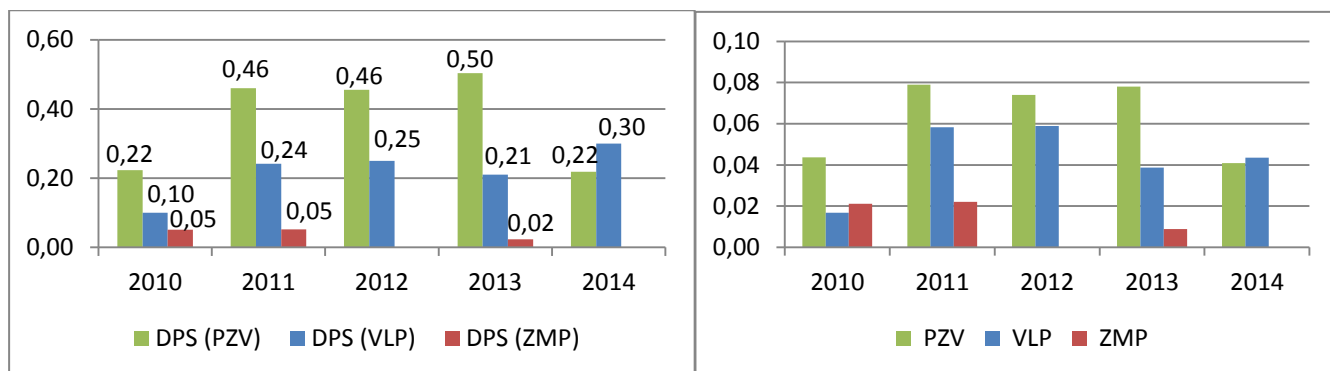
Pelnas akcijai (EPS) parodo vienos paprastosios akcijos uždirbtą pelną, kuomet šis rodiklis didesnis, tuo investuotojų susidomėjimas auga. Tačiau priešingai nei kainos ir pelno santykis, Vilkyškių pieninės pelnas akcijai (EPS) yra didžiausias (apie 0,9) iš visų analizuotų pieno sektoriaus įmonių (žr. 12b pav.), nes Vilkyškių pieninė lyginant su kitomis įmonėmis turi mažai akcijų (virš 11 mln., Žemaitijos Pienas – 48mln., Pieno Žvaigždės 54 mln. akcijų).

Akcijos tikrosios vertės koeficientas (P/Bv) parodo kiek investuotojas moka už vieną turto litą, į kurį jis galėtų pretenduoti likviduojant įmonę. Akcijos tikrosios vertės koeficientas (P/Bv) rodo, kad Vilkyškių pieninės vienas nuosavo kapitalo litas rinkoje vidutiniškai vertinamas 0,26 lito, o konkurentų vertinamas žymiai labiau – Žemaitijos pieno P/Bv koeficientas 0,78, Pieno Žvaigždės 2,21 (žr. 13 pav.). Todėl galima teigti, jog Vilkyškių pieninės akcijos yra nepakankamai įvertintos.



13 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ akcijos tikrosios vertės koeficientas 2010-2014m.

Dividendų pajamingumas rodo investicijų į akcijas pajamingumą, vertina ar investicija pelninga bei ar pagrįsta akcijos rinkos kaina. Dividendų pajamingumas lyginamas su depozitų ar vyriausybės obligacijų palūkanomis. Vilkyškių pieninės akcijoms dividendų pajamingumas yra 4%, o Pieno Žvaigždžių - 6% (žr. 14b pav.). Lietuvos banko duomenimis (2015) šalies depozitų rinkoje siūloma 0,4% [23] palūkanų norma, o vyriausybės obligacijų, kurios bus išpirtos 2020 metais – 2,723% [24]. Vadinasi investicija į Vilkyškių pieninės akcijas yra gana patrauklus sprendimas. **Dividendai akcijai** parodo, kiek grynojo pelno tenka vienai įmonės akcijai. Analizuotu laikotarpiu Vilkyškių pieninės DPS rodiklis buvo 0,25, o Pieno Žvaigždžių vidutiniškai 0,35.



14 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ a) Dividendai akcijai; b) Dividendų pajamingumas 2010-2014m.

Atlikus horizontaliąją, vertikaliąją ir santykinį rodiklių analizes galima teigti, kad AB „Vilkyškių pieninė“ finansinė padėtis iš esmės gera, nors kai kurie rodikliai yra blogesni lyginant su konkurentų. AB „Vilkyškių pieninė“ kapitalo struktūra 2010-2014m išliko beveik nepakitusi: 60% skolinto ir 40% nuosavo kapitalo. Žvelgiant į turto sudėtį 70% turto sudaro ilgalaikis ir 30% trumpalaikis. Tokia nuosavybės ir turto struktūra rodo, kad įmonė turi daug finansinių skolų, kurių padengimui neužtenka trumpalaikio turto. Dėl aukšto skolų lygio įmonė gali susidurti su likvidumo problemomis. Šią išvadą pagrindžia ir grynojo apyvartinio kapitalo bei bendrojo likvidumo rodikliai. Vilkyškių pieninės apyvartumo rodikliai lyginant su konkurentų 2010-2014m. buvo geriausi, tai rodo, kad įmonė gerai tvarkosi su apyvartiniu kapitalu. Rinkos rodiklių analizė parodė, kad AB „Vilkyškių pieninė“ akcijos rinkoje yra nepakankamai įvertintos dėl skolų lygio įmonėje ir dėl to kylančios likvidumo rizikos.

Nustatytos 2 probleminės įmonės veiklos sritys: trumpalaikio turto nepakankamumo ir per aukštos savikainos. Trumpalaikio turto nepakankamumo problemai išspręsti galima rinktis kelis variantus:

1) Didinti trumpalaikį turtą sąskaitoje laikant daugiau pinigų. Tai pagerintų ir bendrojo likvidumo ir padengimo pinigais koeficientą. Taip pat galima pirkimus daugiau finansuoti iš anksto per išankstinius apmokėjimus.

2) Mažinti prekybos skolas, apmokant ūkininkams dalinai iš anksto. Taip pat siūloma mažinti finansinius įsipareigojimus, kadangi įmonė turi nemažai ilgalaikių įsipareigojimų, kurių einamųjų metų dalis priskiriama trumpalaikiams įsipareigojimams. Geriausias variantas derinant abi alternatyvas.

Savikainos mažinimui siūloma rinkis pigesnių žaliavų alternatyvą. Kadangi dalis pieno žaliavos yra importuojama, būtų galima surasti daugiau Lietuvos ūkininkų ar kaimyninių valstybių tiekėjų, kurie žaliavą galėtų pristatyti už mažesnę kainą.

Atlikus AB „Vilkyškių pieninė“ finansinę analizę bei santykinį rodiklių analizę pastebėta, jog tiriant rinkos santykinius rodiklius išryškėjo keliama prielaida, jog įmonės akcijos rinkoje šiuo metu yra nepakankamai įvertintos. Siekiant išsiaiškinti ar tikrai įmonės akcijos yra nekankamai įvertintos yra būtina nustatyti tikrąją jos vertę. Tik žinant tikrąją akcijos vertę galima ją lyginti su rinkos kaina.

2. VERSLO VERTĖS NUSTATYMAS TEORINIU ASPEKTU

Šioje darbo dalyje aptariama verslo vertės samprata, pateikiamos skirtingų autorių teorijos, kuriose vertinami pagrindiniai įmonės vertės nustatymo metodai bei pateikiama trumpa jų analizė. Taip pat šiame skyriuje plačiau analizuojamas diskontuotų pinigų srautų metodas, nes tai vienas iš svarbiausių ir tiksliausių metodų, padedančių nustatyti tikrąją verslo vertę.

2.1. Verslo vertės samprata

Visų pirma reikia suprasti kas yra verslo vertė ir koku tikslu ji naudojama. Vertės nustatymo mechanizmai yra labai svarbūs priimant strateginius sprendimus dėl pardavimo, įsigijimo, susijungimo bei padeda nustatyti ekonominės vertės kūrimo šaltinius. Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme verslo vertė apibrėžiama kaip verslo naudingumo tam tikru metu matas, kuris įvertinamas atliekant verslo vertinimą pagal atitinkamą vertinimo metodą, kurio taikymas yra nustatytas Turto ir verslo vertinimo metodikoje (2011). Anot Kazlauskaitės (2005) verslo vertė tai kompleksinis verslo įvertis, išreikštas piniginiu matu ir apskaičiuotas pagal atitinkamą verslo vertinimo metodą.

Fernández (2015) teigia, kad įmonės vertė dažnai painiojama su įmonės rinkos kaina, nors tai skirtingi dalykai. Dažniausiai skirtumą tarp tikrosios vertės ir rinkos kainos lemia skirtingi pirkėjų ir/ar pardavėjų lūkesčiai arba skirtingas įmonės perspektyvų vertinimas. Todėl Fernández (2015) siūlo verslo vertę nustatyti kai:

- 1) Verslas yra parduodamas ar perkamas – tokiu atveju ji pirkėjui parodo didžiausią kainą, kurią galima sumokėti už įmonę, o pardavėjui – mažiausią kainą, už kurią galima parduoti.
- 2) Įmonė yra listinguojama – tokiu atveju lyginama tikroji akcijos kaina su jos rinkos kaina ir tokiu būdu sprendžiama dėl akcijų pardavimo, pirkimo ar tolesnio laikymo. Taip pat galima palyginti kelias skirtingas įmones.
- 3) Vyksta pasirengimas viešam akcijų siūlymui – tokiu atveju vertės nustatymas yra naudojamas kaip akcijų kainos, už kurią jos bus parduodamos, pagrindas, t.y. padeda nustatyti pirminę leidžiamą akcijų kainą.
- 4) Kuriamos atlygio schemos, paremtos vertės kūrimu. Įmonės ar jos padalinio vertinimas yra svarbus norint kiekybiškai įvertinti įmonės ar jos padalinio kuriamą vertę. Pagal sukurtos vertės dydį vertinamas vadovų darbas ir atitinkamai skiriamas atlygis. Tokiu būdu identifikuojami pagrindiniai vertę kuriantys veiksniai.
- 5) Turtas yra paveldimas arba sudaromas testamentas – tokiu atveju vertės nustatymas padeda palyginti akcijų vertę (įmonės vertę) su kitų rūšių turtu.

6) Norima priimti strateginius sprendimus dėl tolesnės įmonės veiklos – įmonės vertės nustatymas yra pirmas žingsnis prieš priimant sprendimus, kurie susiję su įmonės veiklos tęstinumu, jos pardavimu, plėtra ar kitų įmonių įsigijimu.

7) Strategiškai planuojama, kuriuos produktus, departamentus, įmones, klientus ir t.t. išlaikyti, plėsti ar nutraukti veiklą. Vertinimas taip pat suteikia galimybę išmatuoti galimą bendrovės politikos ir strategijų poveikį vertės kūrimui.

Remiantis Lietuvos Respublikos Turto ir verslo vertinimo metodika, kuri apima nematerialiojo turto, finansinio turto, finansinių įsipareigojimų ir viso verslo vertės vertinimą, įmonės vertė yra nustatoma tokiais atvejais:

- 1) Sudarant finansines ataskaitas, tokiu būdu nustatoma tikroji ir rinkos vertės;
- 2) Apmokestinimo atvejais, kai nustatoma mokestinė – vidutinė rinkos vertė arba rinkos vertė;
- 3) Įkeičiant ar perleidžiant nuosavybės teises, tokiu būdu nustatoma rinkos vertė;
- 4) Vertybinių popierių privalomojo oficialaus siūlymo ir akcijų pirkimo–pardavimo atvejais.
- 5) Kitais tikslais.

Aptarus kas yra verslo vertė ir koku tikslu ji nustatoma, būtina aptarti pagrindinius įmonės vertės nustatymo metodus ir jų grupes. Skirtingų autorių pasiūlytos vertės nustatymo metodų grupės ir atitinkami jų metodai bus aptariami 2.2 poskyryje.

2.2. Verslo vertės nustatymo metodų palyginamoji analizė

Mokslinėje literatūroje išskiriama nemažai verslo vertės nustatymo metodų ir jų skirstymo į atitinkamas grupes, autoriai savo teorijas grindžia skirtingomis prielaidomis, tačiau nepaisant to, dauguma teorijų turi panašumų.

Damodaran (2002) siūlo tris pagrindinius verslo vertės nustatymo metodų grupes: diskontuotų pinigų srautų metodų grupę – metodai, susiję su verslo generuojamų būsimųjų pinigų srautų perskaičiavimu į esamąją vertę (PV); palyginamosios vertės metodų grupę – verslo vertė nustatoma atsižvelgiant į kitų panašių įmonių lyginamuosius rodiklius, pvz. pajamas, pinigų srautus, balansinę vertę ar pardavimo pajamas; ir opcionių metodų grupę – kuri, remiasi opcionių kainų modeliais, kuriuose opcionių charakteristikos priklauso nuo turto, pvz. varantai suteikia teisę pirkti ar parduoti finansinį turtą, o kai kurie opcionai remiasi tikru turtu (nafta, patentais, projektais ir t.t.).

Pagal LR turto vertinimo metodiką (2012) išskiriamos trys verslo vertinimo metodų grupės: palyginamosios vertės metodų grupę – įmonė palyginama su analogišku arba panašiu verslu per palyginamuosius rodiklius (kainos ir pelno santykį, įmonės vertės ir pardavimų santykį, akcijos kainos ir grynojo pelno santykį, įmonės vertės ir EBITDA santykį ir kt. bei per panašaus ar analogiško verslo pardavimo sandorių vertes; pajamų metodų grupę – kai, gryniesiems būsimiesiems pinigų srautams yra perskaičiuojami į esamąją vertę, t.y. atliekamas įmonės laisvųjų būsimųjų pinigų srautų

perskaičiavimas į dabartinę vertę; ir mišrus – kai verslo vertė yra nustatoma turto rinkos vertę nustatančiais metodais, atmetus įsipareigojimus.

Pinto, Henry, Robinson ir Stowe (2010) teigia, jog yra dvi verslo vertinimo metodų grupės – absoliučios vertės (angl. absolute valuation) ir santykinio vertinimo (angl. relative valuation). Autorių teigimu, tikroji įmonės vertė yra nustatoma taikant absoliučios vertės metodus, o gautą tikrąją vertę galima palyginti su rinkos kaina. Anot Pinto et al. (2010) esminiai šios grupės metodai yra diskontuotų pinigų srautų. Santykinis vertinimas neatspindi tikros akcijos kainos, bet parodo rinkos kainą, kurią galima palyginti su panašiomis įmonėmis. Santykinis vertinimas remiasi idėja, kad panašios įmonės vertinamos panašia kaina. Pinto et al. (2010) vertinant santykinio vertinimo metodu siūlo naudoti kainos ir verslo vertės daugiklius.

Fernández (2015) siūlo verslo vertinimo metodus klasifikuoti į šešias grupes: balanso; pelno (nuostolių) ataskaitos; mišrius (prestižo); pinigų srautų diskontavimo; vertės kūrimo ir opcionų. Fernandez (2015) išskirti pagrindiniai šių grupių metodai pateikti 9 priede. Toliau aptariamos svarbiausios metodų grupės.

Balanso metodų grupė. Tai metodai, kurie vertina turimą įmonės turtą ir pagal tai nustato įmonės vertę. Naudojantis šia metodų grupe įmonės vertę galima apskaičiuoti iš balanse pateiktos informacijos. Šios metodų grupės esminis trūkumas – statiškumas, kadangi remiantis tik balansu neatsižvelgiama į veiksnius, kurie gali turėti įtakos įmonės vertei, pvz. situacija rinkoje ar kiti, kurie nėra vaizduojami balanse. **Balansinės vertės metodas** naudojamas įmonėms, kurios neturi nematerialiojo turto bei yra stabilios. Verslo balansinė vertė dar vadinama grynąją verte ir yra apskaičiuojama kaip viso turto ir įsipareigojimų skirtumas, t.y. parodo savininkų nuosavybės vertę balanse. Fernandez (2015) šio metodo esminiu trūkumu nurodo tai, kad metodas remiasi tik apskaitos principais, kurie yra subjektyvūs, tad šiuo metodu apskaičiuota verslo vertė beveik visada neatitinka rinkos vertės. **Pakoreguotosios balansinės vertės metodas** – tai skirtumas tarp įmonės turto ir įsipareigojimų rinkos verčių, t.y. perkainojus turtą ir įsipareigojimus. Tačiau šis metodas neįvertina nematerialių veiksnių tokių kaip žmogiškieji ištekliai, todėl šis metodas taip pat nėra tinkamas įmonės vertei nustatyti. **Likvidavimo vertės metodas** – parodo įmonės vertę, jei ji būtų likviduojama ir visas jos turtas būtų parduodamas, o skolos grąžinamos. Šiuo metodu verslo vertė apskaičiuojama iš pakoreguotos balansinės vertės atimant likvidavimo išlaidas (mokesčių, darbuotojų atleidimo ir t.t.). Anot Fernandez (2015) esminis šio metodo trūkumas, kad jis gali būti naudojamas tik likviduojant įmonę, bei esant nuostolingai veiklai šiuo metodu gauta vertė gali būti didesnė nei veikiančios pelningai. Taigi iš esmės balanso metodai nėra tinkami verslo vertei nustatyti.

Pelno (nuostolių) ataskaitos metodų grupė. Šios grupės metodai vertina įmones pagal pelną, pajamas ir kitus rodiklius, randamus pelno (nuostolių) ataskaitoje. Tai greičiausias būdas verslo vertei apskaičiuoti dėl šioje metodų grupėje naudojamų daugiklių. Fernández (2015) teigia, kad daugikliais

paremti metodai yra skirti patikrinimui, nes daugiklių metodu gautą verslo vertę galima palyginti su kitu metodu apskaičiuota verslo verte. Daugiklių metodų atitikmenys yra LR turto ir verslo vertės vertinimo metodikoje (2012) nurodytas palyginamosios vertės metodas bei Pinto et al. (2010) nurodyti santykinio vertinimo metodai. **Pelno daugiklio metodas** – verslo vertė gaunama sudauginus grynąjį pelną su rinkos kainos ir pelno vienai akcijai santykiu (angl. PER arba Price to Earnings ratio). Remiantis CFA Instituto medžiaga (2014) šiam metodui apskaičiuoti dažnai naudojamas būsimas kainos ir pelno vienai akcijai santykis, kuris gaunamas prognozuojant duomenis. Esminis šio metodo trūkumas – esant nuostoliams šio metodo rezultatai netenka prasmės. PER koeficientas palygina dabartinę įmonės akcijos kainą su pelnu akcijai. PER koeficientas daugiausiai naudojamas akcijų rinkose, tai yra pelno akcijai daugiklis mokamas akcijų biržose. PER koeficientas susieja rinkos elementą – akcijų kainą su grynu apskaitos straipsniu – pelnu. 1 formulė apibendrina pelno daugiklio metodo apskaičiavimą pagal Damodaran (2011):

$$V = \text{PER} \times p \quad (1 \text{ formulė})$$

Kur: V – verslo vertė;

p – grynasis pelnas, tenkantis akcijai;

PER – kainos ir pelno vienai akcijai koeficientas. PER rodiklis surandamas Damodaran duomenų bazėje, o p apskaičiuojamas pagal formulę: $p = \text{EPS} = \text{grynasis pelnas} / \text{akcijų skaičius}$.

Uždarbio daugikliai, pardavimo pajamų daugiklio metodai: Verslo vertė apskaičiuojama pardavimo pajamas padauginus iš atitinkamo daugiklio. Paprastai šie metodai taikomi listinguojamų įmonių akcijoms, nes uždarbio daugikliuose atsispindi rinkos lūkesčiai. Daugiklių apskaičiavimas nesudėtingas, tačiau vertę lemia daugiklio M pasirinkimas. Dažniausiai daugiklis M priklauso nuo šakos ir verslo augimo perspektyvų. Apskaičiuojamas pagal formulę: $V = \text{pardavimo pajamos} \times M$; kur M – Argos Mid-Market indeksas [11]. Fernandez (2015) nurodo, kad esminis šio metodo trūkumas – prielaida, kad augant pardavimams kartu didėja ir pelningumas, nors pardavimai nebūtinai lemia pelningumą. **Įmonės vertės ir EBIT santykis** (Enterprise value multiple). Įmonės vertės ir EBIT santykis parodo, kiek investuotojas pasirengęs sumokėti už vieną įmonės uždirbtą EBIT litą ir paskaičiuojamas kaip santykis tarp įmonės vertės ir EBIT dydžio. Rodiklis palygina teorinę įmonės pirkimo vertę su jos EBIT pelno dydžiu, kitaip pasakius, pinigai kuriuos pasiryžęs sumokėti įmonės pirkėjas palyginami su įmonės sugeneruojamu EBIT pelnu. **Dividendų daugiklio metodu** akcijos vertė apskaičiuojama dividendus akcijai (DPS) padalinus iš investuotojų reikalaujamos grąžos. Šio metodo trūkumas – remiamasi prielaida, kad vienintelis reguliarus pinigų srautas tenkantis akcininkams yra dividendai (Fernandez (2015)).

Kuriamos vertės metodų grupė. Šios grupės metodai naudojami vadovų ar verslo vienetų veiklai vertinti, pagal sukurtą vertę. **Ekonominės pridėtinės vertės metodas (EVA)** – remiasi prielaida, kad akcininkai turi gauti grąžą, kuri kompensuotų prisiimtą riziką. Anot Petravičiaus (2008)

investuotas kapitalas turi uždirbti ne mažesnę grąžą, nei investavus į panašią riziką turinčią įmonę kapitalo rinkoje. Jei investuotas kapitalas generuoja mažesnę grąžą nei investicija į alternatyvias įmones, tokiu atveju laikoma, jog pelnas nebuvo uždirbtas. Jei EVA lygi nuliui laikoma, kad investuoto kapitalo grąža kompensavo prisiimtą riziką. EVA esant didesnei už nulį akcininkų kapitalas didėja ir analogiškai, jei EVA mažesnė už nulį – akcininkų kapitalas mažėja. Ekonominė pridėtinė vertė yra skirtumas tarp grynojo pelno po mokesčių, neatskaičius palūkaninių mokėjimų ir pelnui uždirbti skirto investuoto kapitalo kainos. Apibendrinta EVA metodo formulė pagal Petravičių (2008):

$$EVA = EBIT_t \times (1 - t) - k_w \times IC_{t-1} \quad (2 \text{ formulė})$$

Kur:

EBIT – pelnas prieš mokant palūkanas;

t – pelno mokesčio tarifas;

k_w – kapitalo kaina (WACC);

IC – kapitalo vertė.

Šio rodiklio apskaičiavimui reikalinga kapitalo grąžos ir kapitalo kainos vertės. EVA metodo privalumas lyginant su prieš tai buvusiais metodais – leidžia nustatyti pelningas įmonės veiklas ir nuo nepelningų, leidžia priskirti vertę žmonėms ar padaliniams, kurie ją sukūrė. Įmonės vertė apskaičiuojama diskontuojant EVA vidutine svertine kapitalo kaina (WACC). **Ekonominio pelno metodo rezultatas** - pelnas, likęs atėmus kapitalo sąnaudas. Petravičius (2008) ekonominį pelną traktuoja kaip likutinį pelną (3 formulė), kur I yra viso turto balansinė vertė metų pradžioje (taikant Fernandez formulę I reikštų nuosavo kapitalo vertę.

$$EP = RI = Gr.pelnas - k \times I_{t-1} \quad (3 \text{ formulė})$$

Fernandez (2015) nurodo, kad tai pelno po mokesčių ir kapitalo balansinės vertės, padaugintos iš reikalaujamos kapitalo grąžos, skirtumas, kur E yra nuosavo kapitalo vertė. Tačiau jei nuosavo kapitalo grąža ir kapitalo kaina išreikšta koeficientu galima taikyti 4 formulę:

$$EP = (ROE - K_e) \times E_{bv_0} \quad (4 \text{ formulė})$$

Atlikus įvairių autorių pasiūlytas vertės nustatymo metodų grupes visose jų yra minimas diskontuotų pinigų srautų metodas. Atsižvelgus į autorių nuomones, kad diskontuotų pinigų srautų metodas yra vienas universaliausių ir tiksliausiai parodantis tikrąją įmonės vertę, nuspręsta šį metodą patyrinėti nuodugniau. Išsamesnė diskontuotų pinigų srautų metodo analizė pateikta 2.3 poskyryje.

2.3. Diskontuotų laisvųjų pinigų srautų metodo analizė

Diskontuotų pinigų srautų metodai padeda nustatyti įmonės vertę, remiantis būsimaisiais pinigų srautais ir diskontuojant juos į esamąją vertę su diskonto norma, atitinkančia įmonės riziką. Pinigų srautų diskontavimo metodai dažniausiai taikomi praktikoje dėl savo universalumo. Tačiau pinigų srautų metodai reikalauja išsamios ir atidžios prognozės kiekvienam laikotarpiui ir kiekvienam

finansiniam straipsniui, susijusiam su pinigų srautais, kaip pavyzdžiui pardavimo pajamos, pirkėjų skolų atgavimas, paskolų grąžinimas ir t.t. Diskontuotų pinigų srautų metodų privalumas yra tas, kad jie parodo tikrą verslo vertę tuomet, kai pinigų srautų prognozė atlikta pagrįstai, tačiau dažnai tai gali tapti ir trūkumu, dėl to nustatyta vertė gali būti netiksli. LR turto ir verslo vertinimo metodikoje diskontuotų pinigų srautų metodai yra vadinami pajamų metodais.

Diskontuotų pinigų srautų metodu verslas vertinamas kaip objektas, iš kurio tikimasi gauti ilgalaikius pinigų srautus. Kaip anksčiau minėta šio metodo esmė – pinigų srautų diskontavimas su diskonto norma, kuri atspindi kapitalo grąžą ir riziką, susijusią su vertinama verslu. Dzikevičius, Michnevič ir Ževžikova (2008) teigia, kad investuotojas už verslą nemokės daugiau nei dabartinė pinigų srautų vertė, kuriuos tas verslas generuos. Apžvelgus įvairių autorių (Fernandez (2015), Dzikevičius et al. (2008) ir Damodaran (2011)) siūlomus diskontuotų pinigų srautų metodus išskiriami tokie pagrindiniai etapai:

- 1) Praeities rezultatų analizė;
- 2) Ateities rezultatų prognozė;
- 3) Laisvųjų pinigų srautų apskaičiavimas;
- 4) Diskonto normos nustatymas;
- 5) Verslo vertės apskaičiavimas ir gauto rezultato vertinimas.

Kitaip tariant pirmiausiai atliekama praeities duomenų analizė, po to prognozuojama būsima įmonės veikla, nustatoma diskonto norma bei tęstinė verslo vertė ir galiausiai atliekami skaičiavimai bei interpretuojami gauti rezultatai.

Verslo vertė yra lygi diskontuotų būsimųjų pinigų srautų ir tęstinės verslo vertės sumai, o norint sužinoti tikrąją įmonės akcijų vertę, gautą verslo vertę reikia padalinti iš akcijų skaičiaus. **Verslo vertė** (V) diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuojama pagal 5 formulę (Fernandez (2015)):

$$V = \frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_n+TV_n}{(1+WACC)^n} \quad (5 \text{ formulė})$$

Kur:

FCF_n – laisvieji pinigų srautai įmonei n-tąjį laikotarpį;

WACC – svertiniai kapitalo kaštai;

TV_n – tęstinė verslo vertė n-tuoju laikotarpiu.

Diskonto norma. Laisvieji pinigų srautai diskontuojami vidutinių svertinių kapitalo kaštų dydžiu (angl. Weighted Average Cost Of Capital (WACC)), kuris apskaičiuojamas atsižvelgiant į įmonės finansavimo struktūrą bei nuosavo bei skolinto kapitalo kainą. Tai koeficientas, kuriuo diskontuojami pinigų srautai. Įmonės kapitalą pritraukia iš savininkų bei skolintojų. Už investicijas yra tikimasi gauti investicinę grąžą, t.y. skolintojai reikalauja palūkanų, o investuotojai – dividendų. Bendruoju atveju WACC apskaičiuojami pagal 6 formulę:

$$WACC = (k_e \times W_e) + (k_d \times W_d) \quad (6 \text{ formulė})$$

Kur:

K_e – nuosavo kapitalo kaina;

W_e – nuosavo kapitalo dalis visame kapitale;

K_d – skolinio kapitalo kaina;

W_d – skolinio kapitalo dalis visame kapitale.

Nuosavo kapitalo kaina praktikoje dažniausiai apskaičiuojama remiantis kapitalo įkainojimo modeliu (angl. Capital Asset Pricing Model (CAMP)). Pinto et al (2010) taip pat siūlo nuosavo kapitalo kainą apskaičiuoti kapitalo įkainojimo modeliu (CAMP), kuris apskaičiuojamas pagal 7 formulę:

$$k_e = k_{rf} + RP_M \times \beta \quad (7 \text{ formulė})$$

Kur:

k_{rf} – laisva nuo rizikos pelno norma;

RP_M – akcijų rinkos rizikos priedas;

β – beta koeficientas.

Skolinio kapitalo kaina k_d įvertina vidutinius įmonės skolinimosi kaštus – vidutinę paskolų palūkanų normą, bei mokesčių efektą ir yra apskaičiuojamas pagal 8 formulę, kur i – palūkanų norma, o T – pelno mokesčio tarifas: $k_d = i + (1 - T)$ (8 formulė)

Tęstinė įmonės vertė. Tęstinė verslo vertė (angl. Terminal Value) apskaičiuojama darant prielaidą, jog po paskutinių prognozavimo laikotarpio metų įmonė augs pastoviu tempu. Remiantis tęstinumo principu, taikant diskontuotų pinigų srautų metodus yra vertinamos tik veikiančios ir artimiausiais periodais veiksiančios įmonės. Todėl iš karto daroma prielaida, kad įmonė savo veiklą vykdys ir ateityje. Blasco ir Ribal (2011) tęstinę verslo vertę apskaičiuoja remianti Gordono modeliu taikant 9 formulę, kur $WACC > g$:

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

Laisvasis pinigų srautas įmonei (FCFF). Tai pinigų srautas, liekantis įmonei po investicijų į turtą padengimo ir apyvartinio kapitalo poreikio, kai nėra naudojamas skolintas kapitalas. Apskaičiavus laisvuosius pinigų srautus pastarieji yra diskontuojami vidutine svertine kapitalo kaina ($WACC$) ir sudedami – suminis pinigų srautas parodys įmonės vertę. Anot Fernandez (2015) laisvasis pinigų srautas tai įprastinės veiklos pelnas atskaičius mokesčius, pridėjus nepinigines išlaidas (nusidėvėjimą) bei atėmus apyvartinių lėšų poreikį bei investicijas, skirtas įrangai ar kitam turtui. Pinto et al. (2010) teigia, jog šio metodo išskirtinumas – prielaida, jog įmonė nenaudoja skolinio kapitalo.

Pinto et al. (2010) išskiria du laisvųjų pinigų srautų prognozavimo metodus: pirmasis, kai iš bendrovės istorinių finansinių duomenų apskaičiuojami istoriniai laisvieji pinigų srautai, kuriems

pritaikomas tam tikras augimo procentas ir tokiu būdu prognozuojama; arba antrasis, kai pinigų srautas išskaidomas į atskirus elementus, kurie prognozuojami kiekvienas atskirai, remiantis tam tikromis pagrįstomis prielaidomis. Pastarasis metodas yra tikslesnis dėl atskirai apžvelgiamos kiekvienos pinigų srauto dedamosios. Būtina atkreipti dėmesį, kad laisvieji pinigų srautai neapima finansinės veiklos pinigų srautų (palūkanų, dividendų ir pan.). Laisvasis pinigų srautas įmonei apskaičiuojamas pagal 10 formulę (Fernandez (2015)):

$$FCFF = \text{pardavimai} - \text{savikaina} - \text{veiklos sąnaudos} - \text{pelno mokestis} + \text{nusidėvėjimas ir amortizacija} - \text{apyvartinio kapitalo pokytis} - \text{investicijos į ilgalaikį turtą} \quad (10 \text{ formulė})$$

Literatūroje minimi ir kitokie pinigų srautų tipai. Fernandez (2015) ir Pinto et al. (2010) išskiria keturis pinigų srautų tipus. **Pinigų srautas nuosavybei (ECF)**. Taikant šį pinigų srauto apskaičiavimo metodą verslo vertė apskaičiuojama prie laisvojo pinigų srauto pridendant naują skolintą kapitalą ir eliminuojant palūkanas bei paskolos mokėjimus, o gautas pinigų srautas diskontuojamas vidutine nuosavo kapitalo kaina (K_e). Kitaip tariant tai įmonės pinigų srautas po finansinių sąnaudų apmokėjimo. **Pinigų srautas kapitalui (CCF)**. Pinigų srautai kapitalui tai pinigų srauto nuosavybei ir skolintam kapitalui suma. Pinigų srautai skolintam kapitalui susideda iš palūkanų bei paskolos grąžinimo mokėjimų. Kartais pinigų srautai kapitalai yra maišomi su laisvaisiais pinigų srautais, tačiau būtina suprasti, kad skaičiuojant laisvuosius pinigų srautus tikima, kad įmonė skolinto kapitalo neturi, o pinigų srautas kapitalui vertina ir skolintą kapitalą. Fernandez (2015) ir Pinto et al. (2010) išskiria **dividendų diskontavimo metodą**, kuris remiasi hipoteze, jog dividendais neišmokėtas pelnas liekantis įmonei yra reinvestuojamas, todėl sėkmingos investicijos ateityje turėtų padidinti išmokamus dividendus. Šis metodas tinkamas tik tada kai yra išmokami dividendai, o jų išmokėjimo politika turi aiškią sąsają su pelnu.

Atlikus verslo vertės nustatymo metodų lyginamąją analizę, nustatyta, kad vertę lengviausia nustatyti balanso metodais, tačiau jais gaunama tik buhalterinė vertė, kuri neparodo tikrosios rinkos vertės, dėl to šie metodai nėra tinkami. Palyginamuoju metodu galima nesunkiai palyginti kelias įmones ir vertinti jų verslo vertes, tačiau sunku identifikuoti panašias įmones dėl skirtingų vertės veiksnių ir subjektyvaus daugiklio pasirinkimo. Skaičiavimo požiūriu palyginamieji metodai yra nesudėtingi. Vertę pridedantys metodai parodo įmonės vertės kitimą laike, bet šie metodai neatsižvelgia į pinigų laiko veiksnį. Tiksliausiai įmonės vertę parodo diskontuotų pinigų srautų metodas, kadangi jis remiasi būsimaisiais įmonės pinigų srautais ir diskonto norma, tačiau šis metodas sunkiausias dėl diskonto normos parinkimo, duomenų gausos ir prognozės tikslumo. DCF metodai iš kitų išskiria tuo, kad skaičiavimuose naudojami pinigų srautai, kapitalo struktūra, pardavimų augimas, mokesčių sistema ir pan. Tai vienintelė metodų grupė įvertinanti laiko įtaką pinigų srautams.

Atlikus verslo vertės nustatymo metodų analizę ir susipažinus su moksline literatūra buvo nuspręsta, jog AB „Vilkyškių pieninės“ vertinimui tinkamiausias yra diskontuotų laisvųjų pinigų

srautų metodas, o gautų rezultatų palyginimui bus naudojamas santykinų daugiklių metodas. Siekiant kuo tiksliau nustatyti verslo vertę pasirinktas ne vienas, o keli metodai, nes skirtingi metodai gali parodyti skirtingą verslo vertę dėl kitokių prielaidų, kuriomis remtasi skaičiavime.

3. AB „VILKYŠKIŲ PIENINĖ“ VERTĖS NUSTATYMAS

Šiame skyriuje pateikiamas AB „Vilkyškių pieninė“ vertės apskaičiavimas. Pirmajame poskyryje aptariami tyrimui tinkami metodai, kurie bus naudojami atliekant skaičiavimus. Antrajam poskyryje skirtingais vertės nustatymo metodais apskaičiuojama esama AB „Vilkyškių pieninės“ vertė. Paskutiniajame poskyryje bus analizuojami gauti rezultatai.

3.1. Makroekonominės aplinkos analizė ir prognozė

Pieno pramonės įmonėse didžiąją dalį kaštų sudaro produktų gamyba. Kaip anksčiau aptarta finansiniams rezultatams įtakos gali turėti pasikeitusios pieno žaliavos kainos, darbo užmokesčio pasikeitimai, bei parduodamų sūrio produktų kainos, todėl ekonominė aplinka yra vienas svarbiausių faktorių, kuris gali paveikti įmonės veiklą. Ekonominė aplinka analizuojama remiantis namų ūkių vartojimo išlaidomis, nedarbo lygio rodikliais, ES BVP pokyčiu bei pieno supirkimo kainų lygio pokyčiais.

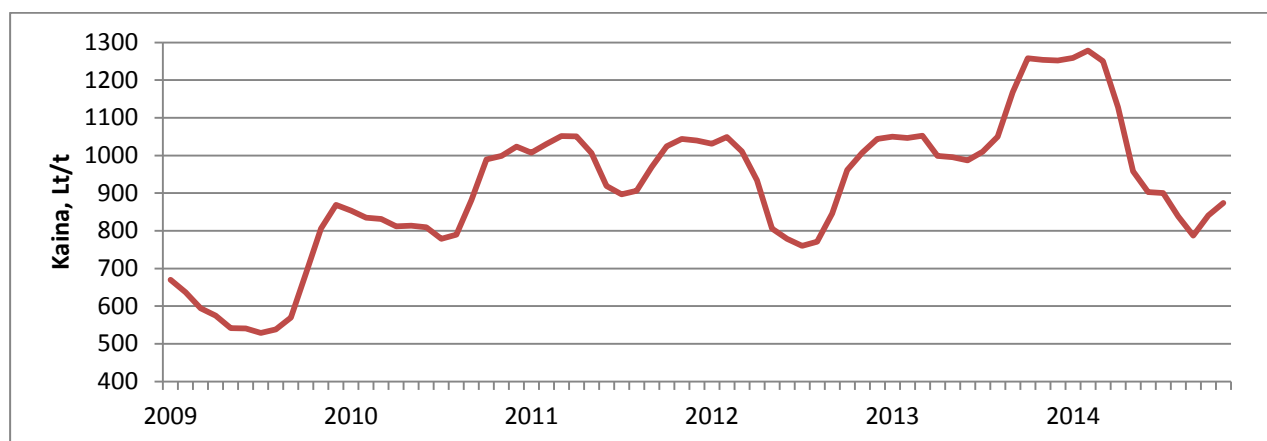
2013 metais Lietuvos BVP išaugo 3,3 procento, o 2014 metais 2,9%. 2010 m. ES BVP išaugo 2,1% lyginant su 2009m., augimas stebimas ir 2011m – 1,7%, 2012 metais Europos Sąjungos BVP lyginant su 2011m. sumažėjo 0,5%, o 2013m išliko tokia pačia lygyje kaip ir 2012m. [14]. Tikimasi, kad 2015m. ES ir euro zonos BVP augs sparčiau, nei 2014 m., o 2016 m. augs dar sparčiau dėl 2016 m. sustiprėjančios ES valstybių vidaus ir užsienio paklausos. 2014 metais ES BVP išaugo 1,3 proc., tikimasi, jog 2015m. pastarasis išaugs 1,7 proc., o 2016-2019m. augs 2,1% [25]. Tikėtina, kad dėl BVP augimo išaugs ir AB „Vilkyškių pieninė“ pardavimo pajamos.

BVP yra gana abstraktus rodiklis, todėl analizuojamas namų ūkių vartojimo išlaidos, kur daroma prielaida, kad šiam rodikliui augant, pirkėjai išleidžia daugiau pinigų prekių ir paslaugų pirkimui. Tikėtina, kad išaugus namų ūkių vartojimui bus nupirka daugiau analizuojamos įmonės prekių. Namų ūkių vartojimo išlaidos 2014m. lyginant su 2013m. išaugo 5,6 procento, dėl sparčiau nei infliacija augusio darbo užmokesčio, sumažėjusio nedarbo ir valiutos pasikeitimo. 2015-2019 metais prognozuojamas vidutinis 5 procentų namų ūkių vartojimo išlaidų augimas (2015m.- 4,1; 2016m.- 4,4; 2017m.- 4,7; 2018m.- 4,9; 2019m.- 4,9) [25]. 2010-2014 m. laikotarpiu vartojimo išlaidos taip pat palaipsniui augo [27].

Nedarbo lygis Lietuvoje 2014 m. sudarė 10,7%, lyginant su 2013 m. sumažėjo 1,1 procentinio punkto [15]. 2010-2014 m. nedarbo lygis mažėjo, planuojama, kad gerėjanti ES valstybių ekonominė padėtis ir darbo rinkos reformos, kurių imtasi mažins nedarbo lygį, todėl darbo rinkos padėtis vidutiniu laikotarpiu nuosekliai gerės (nedarbo lygis 2015m.- 9,9%, 2016m.- 9,1%, 2017m.- 8,1%, 2018m.- 7,1%). Mažėjant bedarbystei, mažėja darbuotojų pasiūla, todėl darbo užmokestis turėtų kilti. Įmonių

pelno mažėjimas rodo, kad atlyginimų augimas 2015 m. bus lėtesnis, dėl kvalifikuotos darbo jėgos stygiaus vėlesniais vidutinio laikotarpio metais spaudimas didinti darbo užmokestį didės [25].

2014 metais buvo supirktas 1435,5 tūkst. tonų šviežio pieno, t. y. 7,2% daugiau nei 2013 m. (1339,5 tūkst. t). 2014 m. kovo mėnesį pieno supirkimo kainos pradėjo mažėti, nes kainų kritimui įtakos turėjo vis mažėjančios pieno gaminių kainos visame pasaulyje. 2014 metų rugpjūtį pieno supirkimo kainos dar labiau sumažėjo (rugpjūčio-rugsėjo mėn. vidutinė pieno supirkimo kaina sumažėjo apie 12,6 proc.) dėl paskelbto draudimo importuoti pieno gaminius į Rusiją.



15 pav. Vidutinė šviežio pieno supirkimo kaina 2009-2014 m. (sudaryta pagal Žemės ūkio ir kaimo verslo centro duomenis (2014))

Vidutinė 2014 metų šviežio pieno kaina – 968 litų už toną. Stambiausi gamintojai, tokie kaip AB „Vilkyškių pieninė“, vidutinė šviežio pieno kaina yra 21% didesnė ir siekia 1172 Lt/tonai, o importuoto pieno kaina 1117 Lt/tonai [29]. Remiantis Europos Komisijos bei FAO (Jungtinių Tautų maisto ir žemės ūkio organizacijos) prognozėmis, pieno ir pieno produktų kainos didės dėl populiacijos didėjimo bei didėjančio pieno produktų populiarumo pasaulyje, tad tikėtina, jog Vilkyškių pieninė gamins daugiau produktų dėl paklausos išaugimo.

Apžvelgus makroekonominę aplinką, galima teigti, kad situacija yra palanki tolesnei AB „Vilkyškių pieninės“ veiklai. Dėl mažų pieno supirkimo kainų, augančių namų ūkių vartojimo išlaidų ir tikėtina didėjančios paklausos įmonė gamins daugiau savo produkcijos, o darbo užmokesčio augimas bus ne toks spartus.

3.2. AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymas taikant diskontuotų pinigų srautų metodą

Daroma prielaida, jog įmonė artimiausiais metais vykdys savo veiklą toliau ir jos veikloje neįvyks jokių esminių pokyčių. Taikomi 5 pagrindiniai žingsniai, reikalingi verslo vertės nustatymui.

Ataskaitų prognozavimas. Pirmiausiai reikia sudaryti prognozuojamą pelno nuostolių ataskaitą ir balansą 2015-2019 metų laikotarpiui. Prognozė pradedama nuo pardavimų pajamų prognozavimo

2015-2019 metais. Atsižvelgus į pieno perdirbimo rinkos tendencijas, ES ir Lietuvos ekonominę situaciją bei AB „Vilkyškių pieninė“ vykdomą strategiją pardavimai augs panašiai kaip ir namų ūkių vartojimo išlaidos. Kaip ir anksčiau minėta (žr. 3.1 poskyrį), daroma prielaida, kad augant ekonomikai, didėjant BVP, auga namų ūkių vartojimo išlaidos, o pirkėjai išleidžia daugiau pinigų prekių ir paslaugų pirkimui. Tad tikėtina, kad išaugus namų ūkių vartojimui bus nupirkta daugiau analizuojamos įmonės prekių. Tačiau 2015 metais dėl draudimo eksportuoti į Rusijos rinką išaugs importuotų prekių pasiūla, o pieno produktų pardavimo kainos eksporto rinkose bus vienos žemiausių per pastaruosius kelerius metus, dėl to pardavimo pajamos augs daug lėčiau nei prognozuotas vartojimų išlaidų augimas. 2015 metais dėl draudimo eksportuoti į Rusiją bendrai eksportas sumažės 2,8%, todėl pardavimo pajamų augimas 2015 metais tesudarys 1,3 procento (namų ūkių vartojimo išlaidų pokytis atėmus eksporto sumažėjimą). 2016 ir 2017 metais pardavimai taip pat augs lėčiau nei vartojimo išlaidos, po truputį gerės eksporto rinkų situacija, kol galiausiai situacija stabilizuosis 2018 metais ir pardavimo pajamos pasieks namų ūkių vartojimo išlaidų augimo tempą. Pardavimai vidutiniškai didės 3,4 procento, o lyginant 2019 m. su 2014m. pardavimai išaugs 18,1% (2011-2014m. pokytis sudarė 11,96%). Pardavimo pajamų prognozė pateikta 3 lentelėje:

3 lentelė. BVP, namų ūkių vartojimo išlaidų ir pardavimo pajamų prognozė 2015-2019 m.

	2014	Prognozė				
		2015	2016	2017	2018	2019
ES BVP pokytis	1,30%	1,70%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%
Namų ūkių vartojimo išlaidų pokytis	5,60%	4,10%	4,40%	4,70%	4,90%	4,90%
Pardavimai, tūkst. Lt	378.633	383.555	393.536	407.310	427.268	448.204
Pardavimų pokytis, proc.	3,9%	1,3%	2,4%	3,5%	4,9%	4,9%

Atlikus pardavimo pajamų prognozė toliau galima prognozuoti kitus pelno nuostolių ataskaitos straipsnius. Iš vertikaliosios AB „Vilkyškių pieninė“ 2010-2014 metų pelno (nuostolių) ataskaitos analizės (žr. 4 priedą), nustatyta, kad pardavimo savikaina visą analizuojamą laikotarpį vidutiniškai sudarė apie 90% pardavimų. Todėl remiantis 2010-2014m. savikainos vidurkiu, kuris yra 89,28% prognozuojama, kad AB „Vilkyškių pieninė“ pardavimo savikaina 2015-2019 metais atitiks savikainos vidurkį.

Paskirstymo sąnaudas sudaro darbuotojų darbo užmokestis, logistikos, transportavimo sąnaudos ir kitos pardavimų sąnaudos. Paskirstymo sąnaudos sudaro vidutiniškai 4 procentus nuo pardavimo pajamų. 34% paskirstymo sąnaudų tenka prekių paskirstymui Lietuvoje ir 66% eksportavimo sąnaudoms. Logistikos ir transportavimo sąnaudos yra susijusios su eksportu, todėl 2015 m. eksportui sumažėjus 2,8%, sumažės transportavimo sąnaudos į užsienį. 2017-2019m. transportavimo sąnaudos į užsienį kasmet augs po 1%. Kitos pardavimų sąnaudos keisis pagal pardavimo pajamas. Darbuotojų darbo užmokestis keisis atitinkamai pagal darbo užmokesčio pokyčius, atsižvelgiant į nedarbo lygį t.y.

jam mažėjant mažėja darbuotojų pasiūla, todėl darbo užmokestis didės. Paskirstymo sąnaudų prognozė pateikiama 4 lentelėje:

4 lentelė. Paskirstymo sąnaudų prognozė 2015-2019m., tūkst. Lt

	2014	Prognozė				
		2015	2016	2017	2018	2019
Nedarbo lygio pokytis, proc. punktais	-1,1	-0,8	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9
Logistikos ir transporto sąnaudos	7.835	7.690	7.716	7.767	7.819	7.870
Personalo išlaikymo sąnaudos	2.096	2.113	2.130	2.151	2.173	2.192
Kitos pardavimų sąnaudos	6.982	7.073	7.243	7.496	7.863	8.249
Viso paskirstymo sąnaudų	16.913	16.876	17.089	17.414	17.854	18.311
Paskirstymo sąnaudų pokytis	-2,29%	-0,22%	1,26%	1,91%	2,53%	2,56%
Paskirstymo sąnaudų dalis nuo pardavimų	4,47%	4,40%	4,35%	4,28%	4,19%	4,09%

Administracinės sąnaudos taip pat keisis atitinkamai pagal darbo užmokesčio pokytį, atsižvelgiant į nedarbo lygio pokytį ir papildomai didės dar po 2% kasmet dėl didėjančių komunalinių mokesčių, banko mokesčių ir kuro sąnaudų kainų. Kitos veiklos pajamos analizuotu 2010-2014 m. laikotarpiu kito vidutiniškai išaugo 17%, todėl 2015-2019 metais kitos veiklos pajamos kasmet išaugs po 17%. Kitos veiklos pajamos nuo visų pardavimo pajamų vidutiniškai sudarė apie 0,63%, o prognozuojamais metais sudarys 0,79%. Kitos veiklos sąnaudos 2010-2014 metais sudarė apie trečdalį kitos veiklos pajamų, todėl 2015-2019 metų laikotarpiu jos sudarys 30% nuo kitos veiklos pajamų.

Finansinės veiklos pajamos vidutiniškai sudarė 6,8% nuo ilgalaikių gautinų sumų, todėl prognozuojamu laikotarpiu finansinės veiklos pajamos taip pat sudarys po 6,8%. Finansinės veiklos sąnaudos apskaičiuojamos pagal efektyviąją palūkanų normą. Iš praeities duomenų analizės nustatyta, kad ji vidutiniškai buvo apie 3,8%, todėl ateinančiais laikotarpiais palūkanų norma taip pat bus 3,8% (kadangi įmonė turi ir ilgalaikių ir trumpalaikių įsipareigojimų pagal ECB ilgalaikių paskolų palūkanų norma vasario mėnesį buvo 4,88%, o trumpalaikių – 2,5%, todėl efektyvioji palūkanų norma buvo 3,7%).

Prognozuojamu laikotarpiu pelno mokesčio sąnaudų nebus patirta, dėl dukterinės įmonės AB „Kelmės pieninės“ turimo socialinės įmonės statuso, kuriai taikomas 0% pelno mokesčio tarifas, bei per praėjusius laikotarpius susidariusių pelno mokesčio permokų (2010-2014 m. laikotarpiu sudėjus pelno mokesčių artėjama prie nulio), todėl pelnas prieš mokesčius bus lygus ataskaitinių metų pelnui. Prognozuojama 2015-2019 m. pelno nuostolių ataskaita pateikta 12 priede.

Toliau atliekama balanso prognozė, kurioje patys svarbiausi straipsniai, susiję su apyvartiniu kapitalu bei ilgalaikis turtas. Atsargos, prekybos skolos (pirkėjų skolos) ir prekybos skolos (skolos tiekėjams) prognozuojama atitinkamai pagal pardavimo pajamų prognozuojamą pokytį. Išankstiniai apmokėjimai yra glaudžiai susiję su pardavimų savikaina, kuri 2010-2014 metais vidutiniškai sudarė 0,63% nuo savikainos, todėl 2015-2019m. išankstiniai apmokėjimai taip pat sudarys 0,63%. Ilgalaikės

gautinos sumos kasmet mažės 0,5%, nes analizuotu 2010-2014m. laikotarpiu ilgalaikės gautinos sumos mažėjo 0,5%, nors pokytis kasmet pasiskirstė netolygiai (2010m. išaugo 4,84%, 2011m. sumažėjo 10,52%, 2012 m. vėl išaugo 20,29% ir 2014m. vėl sumažėjo 16,45%). Nematerialusis turtas visu analizuotu 2010-2014m. laikotarpiu išliko 24 mln. Lt lygyje, todėl analizuojamu laikotarpiu nematerialusis turtas taip pat išliks 24 mln. lygyje ir 2015-2019m. laikotarpiu nekis. Balansas bus lyginamas per pinigų straipsnį.

Akcinis kapitalas ir akcijų priedai 2010-2014 metų laikotarpiu išliko nepakitę, todėl tikėtina, kad liks tokie pat ir 2015-2019m. Rezervų straipsnis 2015-2019 m. išliks tokia lygyje kaip ir 2014m., kadangi įmonei nebereikia pervesti įmokų į privalomąjį rezervą, bei į rezervą savoms akcijoms supirkti nes artimiausiu metu įmonė neplanuoja supirkti savo akcijų. Rezervų sumą keičia tik perkainojimo rezervo pokytis, kuris atsiranda perkainojus turtą, o nustatyti tikrąją turto vertę rinkos kainomis ateinančiu laikotarpiu yra sudėtinga. Atsižvelgiant į įmonės dividendų politiką, dividendai turėtų būti ne didesni nei 29 procentai nuo pajamų ir sudaryti apie 0,25 lito akcijai. Dividendų išmokėjimo sumos ir pagrindiniai rodikliai pateikiami 5 lentelėje:

5 lentelė. Dividendų mokėjimai 2015-2019m.

	2015	2016	2017	2018	2019
Dividendai, tūkst. Lt	2.275	2.413	2.610	2.909	3.422
Akcijų skaičius, tūkst. vnt.	11943	11943	11943	11943	11943
Dividendai akcijai, Lt/vnt.	0,19	0,20	0,22	0,24	0,29

Nepaskirstytojo pelno straipsnis apskaičiuotas iš ataskaitinių metų grynojo pelno atimant dividendų išmokėjimo sumą ir gautą skirtumą pridėjus prie praėjusio laikotarpio nepaskirstytojo pelno. Mažumos dalis nuosavame kapitale sudaro 0,24%.

Įmonė kasmet investuoja į įrangos, įrenginių ir turto modernizaciją, kuri didina AB Vilkyškių pieninės grupės konkurencingumą rinkoje bei didins pardavimus naujose rinkose. Planuojamos investicijos į tolesnį išrūgų perdirbimą, kuris leis gaminti dar pelningesnius išrūgų produktus. Kas metus į ilgalaikį turtą investuojama beveik dvigubai daugiau nei metinė nusidėvėjimo suma. Ilgalaikį turtą išskaidžius į atskiras dedamąsias turto grupes, buvo nustatytas kiekvienos turto grupės nusidėvėjimo koeficiento ir investavimo koeficiento vidurkiai 2011-2015 m., kurių vidurkiai taip pat turės atitikti 2011-2019m. laikotarpiu. Ilgalaikio turto ir jo nusidėvėjimo apskaičiavimas pateikiamas 11 priede. Turto suma balanse, turto įsigijimai ir pardavimai ir nusidėvėjimas 2011-2019 metais pateikiama 6 lentelėje:

6 lentelė. Turto pardavimo, įsigijimo ir nusidėvėjimo dinamika 2011-2019m., tūkst. Lt

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nekilnojamo turto, įrangos ir įrengimų suma balanse	72.344	93.927	97.493	107.761	119.110	131.655	145.521	160.848	177.788
TURTO ĮSIGIJIMAI	13.864	29.632	13.484	20.278	19.315	16.025	23.241	25.725	23.859
<i>TURTO PARDAVIMAI</i>	-2.445	-3.781	-2.692	-2.962	-2.970	-3.185	-2.493	-2.763	-3.375
NUSIDĖVĖJIMAS	6.722	7.783	9.140	9.759	8.351	8.886	10.795	13.971	14.623

Ilgalaikės išvestinės finansinės priemonės sudaro vidutiniškai 5 procentus nuo ilgalaikių įsipareigojimų, todėl analizuojamu laikotarpiu taip pat sudarys po 5 procentus. Trumpalaikės išvestinės finansinės priemonės 2010-2014 m. laikotarpiu vidutiniškai sudarė 2 procentus nuo trumpalaikių įsipareigojimų sumos, todėl 2015-2019m. jos taip pat sudarys 2% nuo trumpalaikių įsipareigojimų. Mokėtinas pelno mokestis 2015-2019m. bus lygus nuliui, nes kaip anksčiau minėta įmonė nemokės pelno mokesčio dėl socialinės įmonės statuso bei pelno mokesčio permokų ankstesniais laikotarpiais. Atidėtojo pelno mokesčio įsipareigojimas susidaro dėl ilgalaikio turto perkainojimo, todėl išanalizavus 2010-2014 m. pelno mokesčio įsipareigojimo ir ilgalaikio turto ryšį, nustatyta, kad jis vidutiniškai sudarė 3,2% nuo ilgalaikio turto, todėl prognozuojamu laikotarpiu jis taip pat sudarys 3,2%. Vyriausybės dotacijos skiriamos ilgalaikio turto įsigijimui pagal specialias programas, todėl šis straipsnis nėra pastovus. Taip pat dotacijų suma amortizuojasi atitinkamai pagal įgyto turto sumą. Paskolos yra skirtos ilgalaikio turto įsigijimui finansuoti, faktoringo išlaidoms padengti, finansinio lizingo būdu įsigyto turto išpirkimui bei apyvartinėms lėšoms papildyti. Kai kurios jau turimos įmonės paskolos yra išmokamos ir imamos naujos turto įsigijimui finansuoti, todėl paskolų suma tai didėja tai mažėja. Trumpalaikėje paskolų sumoje yra apskaityta ta paskolos suma, kuri turės būti sumokėta per ateinančius metus. Prognozuojamas 2015-2019 m. balansas pateikiamas 13 priede.

Pinigų srauto apskaičiavimas. Prieš apskaičiuojant pinigų srautus reikia apskaičiuoti apyvartinio kapitalo pokytį, kuris apskaičiuojamas iš einamųjų metų apyvartinio kapitalo atimat praėjusių metų apyvartinį kapitalą. Apyvartinis kapitalas apskaičiuojamas prie atsargų pridedant pirkėjų skolas ir atimat skolas tiekėjams. Apyvartinio kapitalo poreikis pateikiamas 7 lentelėje:

7 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė apyvartinio kapitalo poreikis 2015-2019m., tūkst. Lt

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Apyvartinis kapitalas	19.111	19.359	19.824	20.518	21.523	22.578
<i>atsargos</i>	<i>35.637</i>	<i>36.100</i>	<i>36.967</i>	<i>38.261</i>	<i>40.135</i>	<i>42.102</i>
<i>pirkėjų skolos</i>	<i>23.328</i>	<i>23.631</i>	<i>24.198</i>	<i>25.045</i>	<i>26.273</i>	<i>27.560</i>
<i>skolos tiekėjams</i>	<i>39.854</i>	<i>40.372</i>	<i>41.341</i>	<i>42.788</i>	<i>44.885</i>	<i>47.084</i>
Apyvartinio kapitalo pokytis		248	465	694	1.005	1.055

Apskaičiavus apyvartinio kapitalo pokytį galima apskaičiuoti laisvuosius pinigų srautus įmonei, kurie apskaičiuojami pagal 10 formulę. Laisvųjų pinigų srautų įmonei apskaičiavimas 2015 – 2019 metais pateikiamas 8 lentelėje:

8 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė“ laisvojo pinigų srauto įmonei apskaičiavimas 2015-2019m., tūkst. Lt

	2015	2016	2017	2018	2019
Pardavimai	383.555	392.761	406.507	426.426	447.321
Savikaina	342.445	350.664	362.937	380.721	399.377
Veiklos sąnaudos	27.819	28.338	29.001	29.789	30.591
Pelno mokestis	0	0	0	0	0
Nusidėvėjimas	8.351	8.886	10.795	13.971	14.623
Apyvartinio kapitalo pokytis	248	465	694	1.005	1.055
Investicijos į ilgalaikį turtą	16.345	12.840	20.748	22.962	20.484
Laisvas pinigų srautas įmonei (FCFF)	5.049	9.340	3.922	5.920	10.437

Diskonto normos nustatymas. Diskonto normos nustatymas yra vienas iš sudėtingiausių žingsnių norint apskaičiuoti verslo vertę. Kaip anksčiau minėta, skaičiuojant AB „Vilkyškių pieninė“ verslo vertę laisvieji pinigų srautai įmonei bus diskontuojami vidutine svertine kapitalo kaina.

Pirmiausiai apskaičiuojama nuosavo kapitalo kaina, kuri kaip anksčiau minėta apskaičiuojama naudojant CAMP modelį – kapitalo įkainojimo modelį pagal 7 formulę. Laisva nuo rizikos pelno norma (k_{rf}) yra lygi ilgalaikių vyriausybės obligacijų palūkanų normai. Atlikus Europos centrinio banko (ECB) pateiktą informaciją apie ilgalaikių vyriausybės vertybinių popierių, kurių išpirkimo terminas neviršija 10 metų, palūkanų normas, nustatyta, kad laisva nuo rizikos pelno norma bus 1,2% (pagal ECB vasario mėnesio duomenis [12]). Akcijos rizikos priedą (RP_M) sudaro išsivysčiusių kapitalo rinkų rizikos premija bei šalies rizika. Šalies rizika Lietuvai, atsižvelgiant į Damodaran (2015) pateiktus duomenis, yra 2,36% [7], išsivysčiusių kapitalo rinkų rizikos premija 5,75% [6]. Akcijų rizikos priedas (RP_M) yra lygus $8,11\% = 2,36\% + 5,75\%$. Beta koeficientas AB „Vilkyškių pieninei“ nustatomas pagal Bloomberg Business duomenų bazę, kurioje galima rasti beta koeficientą apskaičiuotą iš SXXE indekso ir OMXBBGI indekso. Pagal SXXE indeksą beta koeficientas Vilkyškių pieninei yra 0,587, o pagal OMXBBGI – 0,863. Kadangi Lietuvos ir Baltijos šalių vertybinių popierių rinka nėra tokia išsivysčiusi kaip Londono ar Amerikos, todėl tinkamiausia naudoti Baltijos vertybinių popierių rinkos OMXBBGI indeksą, pagal kurį $\beta = 0,587$.

Nustačius laisvą nuo rizikos pelno normą, akcijų rinkos rizikos priedą ir beta koeficientą galima apskaičiuoti nuosavo kapitalo kainą, kuri yra lygi:

$$k_e = 1,2 + 8,11 \cdot 0,587 = 5,96057$$



16 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ akcijų kainos ryšys su OMXBBGI indeksu

Skolinto kapitalo kaina (k_d) apskaičiuojama paskolų palūkanų normą padauginus iš prognozuojamo pelno mokesčio efekto. Skolintam kapitalui apskaičiuoti imama tokia paskolų palūkanų norma, kokią turėtų mokėti įmonė už naujai imamą paskolą. Apžvelgus ECB duomenis ilgalaikių paskolų palūkanų norma ne finansinėms institucijoms vasario mėnesį buvo 4,89% [13]. Kaip anksčiau minėta įmonė dėl Kelmės pieninės turimo socialinės įmonės statuso bei analizuotu 2010-2014m. pelno mokesčio sumos artėjimo į nulį, Vilkyškių pieninė nepatirs pelno mokesčio sąnaudų, todėl skolinto kapitalo kaina atitiks ilgalaikių paskolų palūkanų normą.

Apskaičiavus nuosavo ir skolinto kapitalo kainą galima apskaičiuoti svertinius kapitalo kaštus (WACC) pagal 6 formulę, kur nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų dalis visame kapitale bus apskaičiuojami pagal 2014 metų balanso duomenis.

$$WACC = \left(5,96057 * \frac{82442}{194175} \right) + \left(4,89 * \frac{111733}{194175} \right) = 2,53 + 2,81 = 5,34$$

Tęstinės verslo vertės nustatymas. Apskaičiavus diskonto normą, ir laisvuosius pinigų srautus įmonei (FCFF) 2015-2019 metams dar būtina apskaičiuoti tęstinę verslo vertę, kadangi buvo daroma prielaida, kad įmonė veiks ir po prognozavimo laikotarpio. Tęstinė verslo vertė apskaičiuojama pagal 9 formulę, kurioje labai svarbu teisingai nustatyti augimo tempą g . Literatūroje rekomenduojama augimo norma g svyruoja tarp 1-4%. Atsižvelgiant į tai, jog AB „Vilkyškių pieninė“ yra mažiausia iš visų listinguojamų pieno pramonės sektoriaus įmonių pasirinkta 1% amžinojo augimo norma.

$$TV = \frac{10437 * (1 + 0,01)}{0,0534 - 0,01} = \frac{10541,37}{0,0434} = 242\,888,7098 \text{ tūkst. Lt}$$

Galutinės AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymas. Turint tęstinę verslo vertę, apskaičiuotus laisvuosius pinigų srautus įmonei bei svertinius kapitalo kaštus jau galima apskaičiuoti verslo vertę. Verslo vertė gaunama sudėjus visų metų diskontuotus pinigų srautus ir diskontuotą tęstinę verslo vertę. Apskaičiuotą verslo vertę padalinus iš akcijų skaičiaus gaunama tikroji akcijos vertė. AB „Vilkyškių pieninė“ verslo vertė ir tikroji akcijos kaina, pateikiama 9 lentelėje ir 14 priede.

9 lentelė. Laisvųjų pinigų srautų įmonei diskontavimas ir įmonės vertės apskaičiavimas 2015-2019m.

Laisvieji pinigų srautai įmonei (FCFF)	5.049	9.340	3.922	5.920	10.437
Tęstinė verslo vertė					242.895
Diskontuoti pinigų srautai	4.793	8.417	3.355	4.807	195.310
Sukaupti diskontuoti pinigų srautai	4.793	13.210	16.565	21.372	216.677
VERSLO VERTĖ					216.682
Akcijų skaičius					11.943
AKCIJOS TIKROJI VERTĖ					18,14

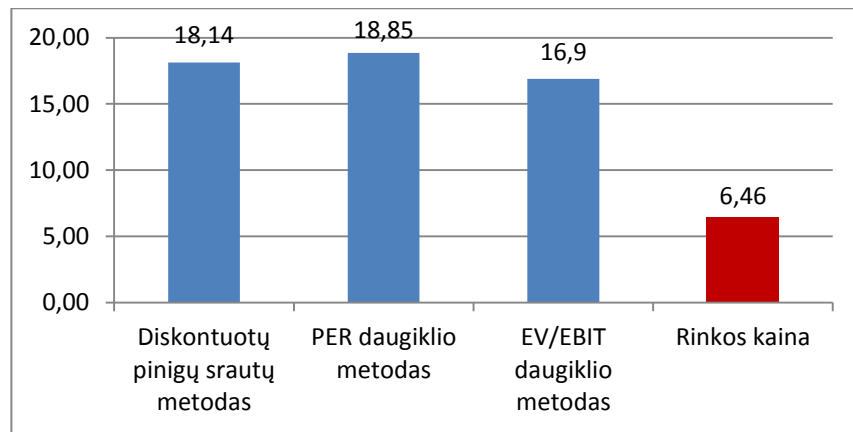
Diskontuotų pinigų srautų metodu apskaičiuota AB „Vilkyškių pieninės“ vertė yra 216,682 mln. Lt, o akcijos tikroji vertė yra 18,14 Lt. Dabartinė akcijos kaina (2015-05-11) yra 6,46 Lt. Palyginus kainų skirtumą, galima teigti, kad Vilkyškių pieninės akcijų kaina rinkoje yra nepakankamai įvertinta, nes tikroji akcijos vertė yra žymiai didesnė nei akcijos rinkos kaina. Diskontuotų pinigų srautų metodu gauti rezultatai patvirtino 1.2 poskyryje iškeltą prielaidą, kad akcijos yra nepakankamai įvertintos.

3.3. AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymas taikant daugiklių metodus

Naudojant daugiklių metodus, gautas verslo vertės galima nesunkiai palyginti su kitais metodais apskaičiuotomis vertėmis, o visais naudojamais metodais apskaičiuota verslo vertė turėtų būti panaši. Daugiklių metodai yra vieni iš paprasčiausių skaičiavimo atžvilgiu dėl skaičiavime naudojamų daugiklių, tačiau daugiklių pasirinkimas yra subjektyvus dalykas.

Pelno akcijai daugiklio metodas. Šiam metodui apskaičiuoti reikalingas PER koeficientas – pelno akcijai daugiklis mokamas akcijų biržose, palyginantis dabartinę įmonės akcijos kainą su pelnu akcijai. Verslo vertė taikant pelno daugiklio metodą apskaičiuojama pagal 1 formulę. Damodaran (2015) duomenų bazėje kainos-pajamų daugiklių (ang. Price earnings multiples) grupėje 2015 metų sausio mėn. duomenimis Vakarų Europos maisto perdirbimo pramonės PER koeficientas buvo 20,34 [8]. Įmonės vertė apskaičiuojama grynąjį pelną padauginus iš PER koeficiento. 2014 m. grynasis pelnas 11,073 mln. Lt, Verslo vertė $V = 11.073 \cdot 20,34 = 225,225$ mln. Litų, o akcijos tikroji vertė yra 18,85 Lt (verslo vertė/akcijų skaičius: $225225/11943$).

Įmonės vertės ir EBIT daugiklio metodas. Verslo vertė apskaičiuojama pardavimo pajamas arba EBIT padauginus iš atitinkamo daugiklio. Uždarbio daugikliuose atsispindi rinkos lūkesčiai, todėl dažniausiai taikomi tik toms įmonėms, kurios akcijas pardavinėja biržose. Verslo vertė daugiausia lemia daugiklio pasirinkimas. Daugiklis EV/EBIT atsižvelgiant į Damodaran (2015) duomenimis Europos maisto perdirbimo pramonei buvo 15,52, o veiklos pelnas 2014 metais 13,004mln. Lt, todėl verslo vertė lygi 201,822 mln. Lt ($V = 15,52 \cdot 13004 = 201,822$ mln. Lt), o akcijos tikroji vertė 16,90 Lt.



17 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ vertės palyginimas su rinkos kaina

Pritaikius pelno daugiklį AB „Vilkyškių pieninė“ vertė yra lygi 225,225 mln. litų, o akcijos tikroji vertė 18,85 lito. Taikant uždarbio daugiklio metodą Vilkyškių pieninės vertė yra 201,822 mln. Lt, o akcijos tikroji vertė 16,90 lito. Lyginant daugiklių metodais apskaičiuotą Vilkyškių pieninės vertę su diskontuotų pinigų srautų metodu (18,14) gautas panašus vertės rezultatas. Akcijos rinkos kaina 2015 gegužės 12 dieną buvo 6,46 Lt, todėl abu metodai įrodo, kad akcijos rinkoje yra nepakankamai įvertintos (žr. 8 pav.). AB „Vilkyškių pieninės“ akcijos rinkoje vertinamos nepakankamai dėl to, kad Vilkyškių pieninė yra pati mažiausia iš keturių stambiųjų pieno perdirbimo įmonių. Taip pat įmonės akcijos gali būti vertinamos tokia žema kaina dėl aukšto įsiskolinimų lygio, kuris kelia likvidumo riziką ir gali sukelti nemokumo problemų.

3.4. Verslo vertės jautrumo analizė

Jautrumo analizė atlikta siekiant parodyti, kaip kinta apskaičiuota verslo vertė, diskontuotų pinigų srautų modelyje keičiant pardavimo pajamas, apyvartinį kapitalą, grynąją, diskonto ir pastovaus augimo normas. Šis rizikos vertinimo būdas leidžia nustatyti verslo vertės kintamumą, kintant vienam atitinkamam parametru. Tokiu būdu įvertinamas verslo vertės jautrumas įvairiems kintamiesiems. Pagrindiniai kintamieji, lemiantys verslo vertės pokyčius:

- **Pardavimo pajamų pokytis.** Nekintant sąnaudoms, pardavimo pajamos labiausiai paveikia grynąjį pelną, o kartu ir pinigų srautus.
- **Apyvartinio kapitalo pokytis.** Apyvartinio kapitalo pokytis daro įtaką laisviesiems pinigų srautams, nuo kurių priklauso verslo vertė.
- **Kapitalo kaštų pokytis.** Diskontuojant pinigų srautus yra naudojama kapitalo kaina. Didėjant arba mažėjant kapitalo kaštų normai, keičiasi diskontuojamų pinigų srautų dydis, o kartu ir verslo vertė.
- **Augimo normos g pokytis.** Augimo normos pokyčiai lemia tęstinės verslo vertės pokyčius, kurie sudaro didžiąją dalį suminio diskontuoto pinigų srauto, o kartu lemia ir galutinę verslo vertę.

Darant prielaidą, kad įmonės vertei didžiausią įtaką daro aukščiau paminėtų kintamųjų pokyčiai, yra apskaičiuojamos naujos verslo vertės reikšmės. Nuspręsta, kad pardavimo pajamų, apyvartinio kapitalo ir kapitalo kaštų pokytis bus +5 proc. ir -5 procentai, o augimo norma baziniame variante 1, bus pakeista į 0, -1 ir 2. Jautrumo analizės rezultatai pateikti 10 lentelėje, kur verslo vertę veikiantys veiksniai išrikiuoti verslo vertės pagal vertės elastingumą.

10 lentelė. Verslo vertės elastingumas

	Kintamojo pokytis	Nauja verslo vertės reikšmė	Verslo vertės pokytis	Verslo vertės santykinis pokytis	Elastingumas
Augimo norma g (baziniu variantu 1)	+1 (g = 2)	275.158	58.476	0,27	26,98
	-1 (g = 0)	180.107	-36.575	-0,17	-16,88
	-2 (g = -1)	155.070	-61.612	-0,28	-14,21
Pardavimo pajamos	-5%	153.957	-62.725	-0,29	5,79
	5%	253.521	36.839	0,17	3,40
Kapitalo kaštai	-5%	231.738	15.056	0,07	-1,39
	5%	203.381	-13.301	-0,06	-1,23
Apyvartinis kapitalas	5%	215.223	-1.459	-0,0065	-0,13
	-5%	219.166	2.484	0,0114	-0,23

Iš lentelės matyti, kad verslo vertė labiausiai reaguoja į amžinojo augimo normos g pokyčius, kadangi testinė vertė sudaro didžiąją dalį verslo vertės. Baziniame variante buvo pasirinkta 1% augimo norma. Jei augimo norma būtų pasirinkta 2% tai verslo vertė išaugtų 26,98%. Tačiau jei vertinant verslo vertę būtų nepasirinkta jokia augimo norma, t.y. g=0, tai verslo vertė nuo bazinės sumažėtų 16,88%

Verslo vertė taip pat jautriai reaguoja į pardavimo pajamų pokyčius. Pardavimo pajamoms sumažėjus 1 proc. verslo vertė sumažėja 5,79 procento. Konkrečiu atveju, pardavimo pajamoms sumažėjus 5 proc. verslo vertė sumažėja iki 153,957 mln. Lt. (baziniu variantu verslo vertė lygi 216,682 mln. Lt), o pardavimo pajamoms augant kartu išauga ir verslo vertė. Taip pat verslo vertė jautriai reaguoja į kapitalo kaštų pokyčius, t.y. kapitalo kaštams mažėjant verslo vertė auga, o WACC augant verslo vertė mažėja. Kapitalo kaštams sumažėjus 1 proc. verslo vertė padidėja 1,39 procento, o WACC padidėjus 1% verslo vertė sumažėja 1,23%. Taip pat jautrumo analizė parodė verslo vertę reaguoja ir į apyvartinio kapitalo pokyčius. Apyvartiniam kapitalui padidėjus 1% verslo vertė sumažėja 0,13%, ir atitinkamai apyvartiniam kapitalui sumažėjus 1% verslo vertė išauga 0,23%.

4. SUBALANSUOTŲ RODIKLIŲ SISTEMOS PARENGIMAS AB „VILKYŠKIŲ PIENINEI“

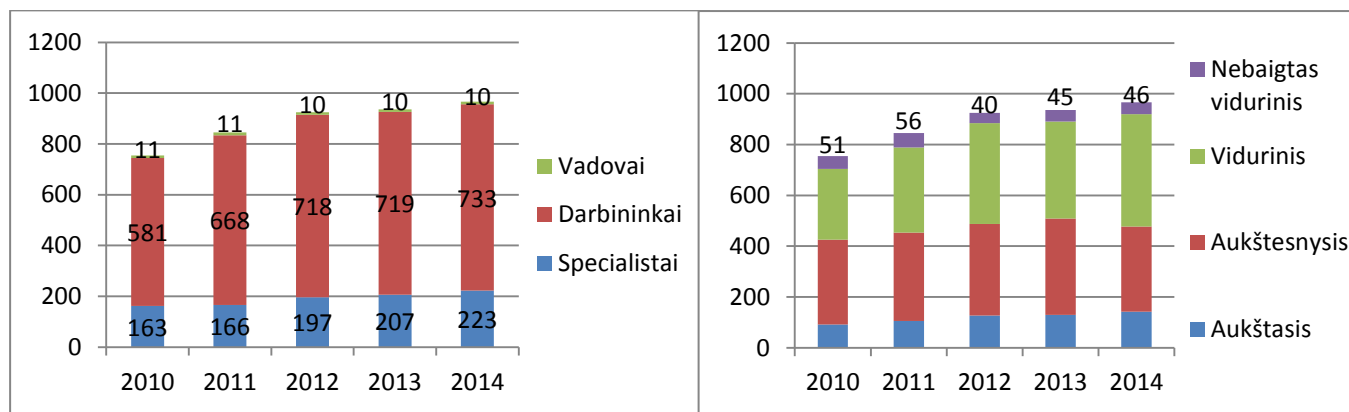
Šioje darbo dalyje bus kalbama apie subalansuotų rodiklių sistemos sampratą, sistemos kūrimą ir jos diegimo galimybes. Sukūrus ir įdiegus subalansuotų rodiklių sistemą AB „Vilkyškių pieninėje“ būtų matomi konkretūs veiksmai įmonės strategijos įgyvendinimui, kurie išmatuojami visiems įmonės darbuotojams suprantamais rodikliais. Taip pat, parengus šią sistemą, būtų paskirti atsakingi už sistemos įgyvendinimą asmenys, tokiu būdu būtų pasidalinta atsakomybė įmonėje. Jautrumo analizė parodė, kad pardavimo pajamų dydis lemia verslo vertę, o subalansuotų rodiklių sistemos finansų perspektyvos vienas pagrindinių tikslų – gauti didesnę naudą. Todėl parengus subalansuotų rodiklių sistemą AB „Vilkyškių pieninėi“ kartu parengiamas ir įmonės vertės didinimo planas.

4.1. Vidinės ir išorinės AB „Vilkyškių pieninė“ aplinkos analizė

Prieš pradedant rengti subalansuotų rodiklių sistemą būtina išsiaiškinti ir suprasti įmonės vidinę aplinką, ypač veiksnius susijusius su darbuotojais, nes tik dėl darbuotojų indėlio uždirbamos pajamos. Taip pat labai svarbi ir išorinė įmonės aplinka, būtina įvertinti stipriąsias ir silpnąsias įmonės sritis lyginant su konkurentais, veikiančiais rinkoje. Tad šiame poskyryje bus tiriama žmogiškasis ir finansinis įmonės kapitalas bei bus atliekama SSGG analizė siekiant ištirti įmonės padėtį rinkoje.

Vidinės aplinkos analizė. Vidinė aplinka – tai sritis, kurią gali ir turi valdyti pati įmonė, vidinės aplinkos analizė turi parodyti kaip efektyviai naudojami įmonės ištekliai.

Žmogiškasis kapitalas. Išanalizavus darbuotojų kaitą ir kiekvieno iš jų darbo našumą įmonė analizuoja kiek papildomų išlaidų patiriama samdant naujus darbuotojus, kiek išlaidų patirtų įmonė, jei nebeturėtų pakankamai darbuotojų ir pan. Norint nustatyti ar įmonės darbuotojai dirba efektyviai būtina atlikti darbuotojų skaičiaus kaitos analizę, kurios rezultatai pateikiami 18 paveiksle.



18 pav. AB „Vilkyškių pieninė“ darbuotojų kaita (a) ir jų pasiskirstymas pagal išsilavinimą (b) 2010-2014 m. (sudaryta pagal metinių pranešimų duomenis)

Kaip matyti iš aukščiau pateiktų duomenų AB „Vilkyškių pieninės“ darbuotojų skaičius kasmet auga (2010m. 755; 2011m. 845; 2012m. 925; 2013m. 936; 2014m. 966), o žvelgiant struktūriškai

vadovų skaičius išliko beveik pastovus, darbininkų skaičius išaugo 26,16%, o specialistų – 36,8%. Lyginant bendrąjį darbuotojų skaičių 2014m. darbuotojų skaičius išaugo beveik 28% lyginant su 2010m. Bendroje darbuotojų struktūroje vadovai sudaro apie 1% visų darbuotojų, darbininkai vidutiniškai sudaro 75% visų darbuotojų, o specialistai – 22%. Darbuotojų skaičiaus augimui įtakos turėjo sparti įmonės plėtra bei gamybos pajėgumų didinimas, kai įmonė gamina vis daugiau produktų. Iš 18b paveikslo matyti, jog AB „Vilkyškių pieninė“ daugiausiai darbuotojų įgijusių vidurinį išsilavinimą bei turinčių aukštesnįjį išsilavinimą. Taip pat pastebėta, kad kasmet dirba apie 47 darbuotai nebaigę vidurinės mokyklos. Įmonėje vidutiniškai tik 13% darbuotojų turi aukštąjį išsilavinimą.

11 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė“ vidutinis metinis vieno darbuotojo darbo užmokestis ir DU fondo pokytis

Eil. Nr.	Rodiklis	2010	2011	2012	2013	2014
1	Vidutinis metinis darbuotojų skaičius	755	845	925	936	966
2	Gamybos darbuotojų skaičius	744	834	915	926	956
3	Pardavimų pajamos, tūkst. Lt	244.273	290.133	295.759	364.432	378.633
4	Grynasis pelnas prieš mokesčius, tūkst. Lt	12.346	10.604	6.903	14.207	10.949
5	Bendrasis pelnas, tūkst. Lt	29.153	29.178	30.054	40.639	38.947
6	Pardavimų apimtis vienam darbuotojui, tūkst. Lt (3:1)	323,540	343,353	319,739	389,350	391,960
7	Grynasis pelnas, tenkantis vienam darbuotojui, tūkst. Lt (4:1)	16,352	12,549	7,463	15,178	11,334
8	Produktyvumas, tūkst. Lt (5:2)	39,184	34,986	32,846	43,887	40,740
9	Darbuotojų darbo užmokesčio fondas, tūkst. Lt	1.758	1.752	1.801	1.923	2.106
10	Vidutinis metinis DU, tūkst. Lt (9:1)	26,206	32,380	46,319	27,406	35,799

Išanalizavus 11 lentelę pastebėta, kad augant pardavimo pajamos auga ir darbuotojų skaičius, o kartu augo ir vieno darbuotojo įmonei uždirbtos pajamos, išskyrus 2012 metus, kai pajamos augo lėčiau nei darbuotojų skaičius įmonėje, todėl ir vidutinis darbo užmokestis 2012m buvo mažiausias. Taip pat pastebėta, kad 2011 metais sumažėjo darbo užmokesčio fondas nors darbuotojų skaičius išaugo, todėl galima teigti, jog įmonėje buvo sumažinti visų darbuotojų darbo užmokesčiai. 2013 metais smarkiai išaugo darbo užmokesčio fondo suma vienam papildomam naujam darbuotojui. Tokia situacija susidarė, nes 2013m. buvo samdomas tik vienas papildomas darbininkas ir net 10 specialistų, o kaip žinia aukštesnės kvalifikacijos darbuotojų darbo užmokestis yra aukštesnis už paprastų darbininkų. Taip pat nustatyta, kad vienas gamybos darbuotojas sugeneruoja apie 38 tūkst. Lt bendrojo pelno ir kiekvienas įmonės darbuotojas sukuria 12,5 tūkst. litų grynojo pelno.

Toliau būtina ištirti koks yra vidutinis metinis vieno darbuotojo išdirbis, tai yra kiek pardavimo pajamų sukuria vienas darbuotojas per vieną darbo dieną. Dienos išdirbis priklauso nuo darbuotojų skaičiaus, generuojančio įmonės pajamas ir darbo dienų skaičiaus metuose. Taip pat vienas svarbiausių įmonei rodiklių – pardavimo pajamos – taip pat priklauso nuo to, kiek darbuotojų jas uždirba ir kiek

dienų tie darbuotojai dirba. Vidutinio vieno darbuotojo išdirbio pokyčiai bei pardavimo pajamas lemiančių veiksnių, susijusių su darbo rinka, rezultatai pateikiami 12 lentelėje.

12 lentelė. Vidutinio vieno darbuotojo išdirbio ir pardavimo pajamų pokyčiai, priklausomai nuo darbo rinkos veiksnių

Eil. Nr.	Rodiklis	2010	2011	2012	2013	2014
1	Pardavimų pajamos, Lt	244.273.000	290.133.000	295.759.000	364.432.000	378.633.000
2	Vidutinis metinis darbuotojų skaičius	755	845	925	936	966
3	Vidutinis vieno darbuotojo dirbtų dienų skaičius per metus	254	253	252	251	252
4	Vidutinis vieno darbuotojo išdirbis per dieną, Lt (1:2:3)	1.274	1.357	1.269	1.551	1.555
5	Išdirbio pokytis dėl dirbtų dienų skaičiaus, Lt (4 eil. $_{2014}$ - 1 eil. $_{2014}$ / 2 eil. $_{2014}$ / 3 eil. $_{2010}$)	12,25				
6	Išdirbio pokytis dėl darbuotojų skaičiaus, Lt (4 eil. $_{2014}$ - 1 eil. $_{2014}$ / 2 eil. $_{2010}$ / 3 eil. $_{2014}$)	-434,69				
7	Pardavimo pajamų pokytis dėl dirbtų dienų skaičiaus, Lt ($2_{2014} * 3_{2014} - 2_{2014} * 3_{2010}$) * 4_{2014}	-3.005.024				
8	Pardavimo pajamų pokytis dėl darbuotojų skaičiaus, Lt ($2_{2014} * 3_{2014} - 2_{2010} * 3_{2014}$) * 4_{2014}	82.703.481				

Atlikus skaičiavimus, iš 12 lentelės, matyti, kad vidutinis vieno darbuotojo dienos išdirbis (vieno darbuotojo sugeneruojamos pardavimo pajamos per dieną) yra nepastovus dėl mažėjančio darbo dienų skaičiaus ir augančio darbuotojų skaičiaus. 2012 m. stebimas mažiausias vieno darbuotojo išdirbis, kadangi pardavimo pajamos išaugo (1,9%) sąlyginai nedaug lyginant su kitais laikotarpiais, darbo dienų skaičius sumažėjo 1 diena, o darbuotojų skaičius augo greičiau nei pardavimo pajamos (9,5%). Taigi išdirbiui įtakos turi darbuotojų skaičius ir darbo dienų skaičius metuose, kaip matyti 16 lentelės 5 ir 6 eilutėse, didžiausią įtaką išdirbio kitimui daro darbuotojų skaičius, t.y. jei išmonė norėtų uždirbti 2014 metų pardavimo pajamas per 252 darbo dienas, bet darbuotojų skaičius vietoj 966 būtų 755, vieno darbuotojo išdirbis būtų 434,69 lito didesnis. Taigi tam, kad vieno darbuotojo išdirbis augtų, reikia, kad pardavimo pajamos augtų sparčiau nei darbuotojų skaičiaus augimas. Tik tokiu atveju bus užtikrinamas efektyvus pardavimo pajamų generavimas.

Pardavimo pajamų uždirbimas taip pat priklauso nuo darbuotojų skaičiaus ir darbo dienų metuose skaičiaus. 16 lentelės 7-8 eilutės įrodo, kad pardavimo pajamų augimo pokyčiui didžiausią įtaką daro darbuotojų skaičius, t.y. darbuotojų skaičiui padidėjus 211 žmonių, pardavimo pajamos išaugo 82,7 mln. Lt. Tačiau dėl prarastų dviejų darbo dienų (254-252) įmonė neteko 3 mln. litų pardavimo pajamų.

Finansiniai ištekliai. Apžvelgus žmogiškąjį kapitalą būtina apžvelgti ir AB „Vilkyškių pieninės“ finansinių išteklių kapitalą. Finansinių įmonės rezultatų analizė buvo atlikta 1.2. poskyryje, todėl šiai darbo daliai reikalinga informacija bus naudojama iš 1.2. poskyrio. Tačiau šiame skyriuje bus tiriamas pieno žaliavos panaudojimo efektyvumas ir atliekamas pelningiausių įmonei produktų tyrimas.

13 lentelė. Pieno žaliavos ir pagamintos produkcijos santykis

Produktai, tonomis	2010	2011	2012	2013	2014
Fermentiniai sūriai	11.979	12.747	12.857	13.796	17.436
Grietinė	10.684	10.794	9.595	12.514	15.384
Išrūgų produktai	38.255	41.476	39.376	45.446	43.713
Grietinė	3.030	3.905	4.546	3.928	3.090
Jogurtai	1.291	1.899	3.259	5.416	5.565
Varškės produktai	3.247	3.848	4.697	4.360	4.009
IŠ VISO:	68.486	74.669	74.330	85.460	89.197
Supirkta pieno, tonomis	181.643	197.536	204.898	208.380	253.947
Žaliavų naudojimo efektyvumas	38%	38%	36%	41%	35%

Iš 13 lentelės matyti, kad iš supirkto pieno kiekio vidutiniškai gaunama 38% grynojo produktų kiekio. Kitaip tariant jei buvo įsigyta 181 643 tonų pieno, iš jų bus pagaminta 68 486 tonų galutinių pieno produktų. 14 lentelėje apskaičiuotas pieno produktų grupės pelningumas, kur produkto pardavimo pajamos yra padalintos iš tų produktų pagaminto kiekio. Kiekio atžvilgiu įmonė daugiausiai pagamina išrūgų produktų, o mažiausiai jogurto. Pelningiausio produkto – sūrio – kiekio atžvilgiu pagaminama apie 12 tūkst. tonų per metus, išrūgų produktų net apie 39 tūkst. tonų, nors jie įmonei atneša mažiausiai pelno. Išrūgų produktai yra šalutiniai produktai, susidarantys gaminant pagrindinį produktą – sūrius. Todėl galima teigti, kad įmonė efektyviai išnaudoja gamybos metu susidariusius šalutinius produktus ir jų uždirba pardavimo pajamas.

14 lentelė. Pagamintų pieno produktų pelningumas, Lt/tonai

	2010	2011	2012	2013	2014
Fermentiniai sūriai	8.779	10.730	11.202	12.466	10.349
Grietinė	5.188	6.373	4.500	6.334	4.736
Išrūgų produktai	264	316	348	416	518
Grietinė	4.290	4.441	4.435	4.600	4.727
Jogurtai	392	1.924	2.999	3.379	3.356
Varškės produktai	6.891	7.440	7.841	8.355	9.247

Atlikus tyrimą apie žaliavų panaudojimą nustatyta, kad galutinis pagamintų produktų kiekis sudaro apie 38% sunaudoto šviežio pieno kiekio. Taip pat būtina nepamiršti, kad susidaro ir gamybos atliekų, todėl toks galutinis produkto kiekis normalus. Atlikus produktų pelningumo analizę nustatyta, kad fermentiniai sūriai yra pelningiausi įmonės gaminami produktai. Taip AB „Vilkyškių pieninė“ nemažai pajamų uždirba iš varškės produktų, mažiausiai pajamų gaunama iš išrūgų produktų. Todėl sprendimas specializuotis sūrio rinkoje buvo teisingas.

Išorinės aplinkos analizė (SSGG analizė). AB Vilkyškių pieninės skaičiavimais, grupė užima apie 17 proc. šalies sūrių rinkos, t.y. ketvirtą vietą tarp gamintojų, po AB „Rokiškio sūris“, AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Žemaitijos pienas“. Žvelgiant į bendrą pieno perdirbo įmonių rinką, AB „Vilkyškių pieninė“ užima 14,5% visos rinkos (2010m. -2011m. – 13,3%; 2012m. – 12,5%; 2013m. – 14,4%).

Užsienio rinkose AB Vilkyškių pieninei tenka konkuruoti su vietos gamintojais, kurie siūlo produktus su mažesnėmis transportavimo išlaidos, o kartu ir jų kaina. Tačiau AB Vilkyškių pieninė siūlo aukštesnės pridėtinės vertės sūrių asortimentą.

15 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė“ SSGG analizė

Stiprybės	Silpnybės	Galimybės	Grėsmės
• Tvirti santykiai su verslo partneriais ir pagrindiniais pirkėjais; • Tinkamai parinktas aukštos kvalifikacijos personalas; • Produkto kokybės užtikrinimas; • Investicijos į verslo modernizavimą; • Eksporto rinkų diversifikavimas; • Darbuotojams suteikiamas nemokamas kas metis sveikatos patikrinimas, skiepai nuo gripo, atvežimas į darbą bei darželis vaikams. • Tvirta dividendų politika; • Įmonė pati išvalo gamybos procese susidariusias nuotekas	• Per aušta savikaina lyginant su konkurentų; • Žemas bendrasis likvidumas lyginant su konkurentų; • Dėl ilgo sūrio brandinimo proceso neįmanoma greitai reaguoti į sūrio rinkos pokyčius;	• Rinkos dalies didinimas Lietuvoje bei naujų eksporto rinkų paieška; • Subalansuotų rodiklių sistemos įdiegimas įmonėje; • Atlikus klimato ir motyvacijos darbui tyrimą, sukurti tvirtesnę motyvavimo sistemą; • Įkurti mini-viešbutį darbuotojams iš kitų miestų bei įrengti valgyklą • Kurti inovatyvius produktus pieno rinkoje;	• Rinkos dalies praradimas dėl konkurencijos su kitomis 3 stambiomis pieno perdirbimo įmonėmis; • Per aukštas paskolų lygis gali privesti prie nesugebėjimo padengti visus įsipareigojimus, aukštas skolos koeficientas; • Neigiami sūrio kainos ir paklausos pokyčiai gali labai markiai paveikti įmonės finansinius rezultatus, nes įmonė specializuojasi sūrio gamyboje;

Žvelgiant į 15 lentelę matyti, kad AB „Vilkyškių pieninė“ pranašesnė prieš kitas pieno perdirbimo įmones dėl atidaus požiūrio į darbuotoją: kiekvienas įmonės darbuotojo vaikas gali nemokamai lankyti specialųjį Vilkyškių pieninės darželį; visi įmonės darbuotojai kartą per metus gali pasitikrinti sveikatą ir pasiskiepyti nuo gripo nemokamai; taip pat ne vietiniai gyventojai vežiojami į darbą nemokamai specialiu transportu. Taip pat įmonė išsiskiria aplinkosauginiu požiūriu, nes įmonė įsidiegusi nuotekų valymo sistemą ir pati išvalo gamybos procese susidariusį užterštą vandenį. Žvelgiant į rinkos rodiklių analizę (žr. 1.2 poskyrį) Vilkyškių pieninė kasmet moka dividendus ir turi aiškią jų išmokėjimo politiką (pvz. Žemaitijos pienas mokėjo dividendus ne visu analizuotu laikotarpiu). Žvelgiant į personalo sudėtį, proporcingai paskirstyta administracijos, specialistų ir darbuotojų struktūra, o personalas pasižymi aukšta kvalifikacija. Vilkyškių pieninė palaiko tvirtus santykius su klientais, kurie perka dideliais kiekiais, tad nepaisant politinės aplinkos, įmonė sugebėjo išlaikyti stambius pirkėjus Rusijoje. Dėl eksporto rinkos diversifikavimo (eksportavimo ne tik į Rusijos, bet ES bei naujai atrastas rinkas) 2014m. įmonė uždirbo grynąjį pelną, kai tuo tarpu pagrindinė konkurentė Rokiškio sūris patyrė nuostolius. AB „Vilkyškių pieninė“ yra įsidiegusi

daugybę kokybės standartų sistemų, atitinkančių ISO standartus, dėl to gaminami aukščiausios kokybės produktai. Didžiausia įmonės silpnybė – ilgas sūrių brandinimo procesas, dėl kurio neįmanoma greitai reaguoti į rinkos pokyčius, nes pagrindinė Vilkyškių pieninės specializacija sūrių gamyba.

Įvertinus įmonės stiprybes (aukštą darbuotojų kvalifikaciją, tvirtus santykius su verslo partneriais, investicijas gamybos modernizavimui, atidų požiūrį į darbuotojus bei aplinkosaugą), jos turėtų padėti padidinti rinkos dalį, kuriant naujus ir inovatyvius produktus.

4.2. Subalansuotų rodiklių sistemos samprata, raida ir keturios jos perspektyvos

1992 m. Harwardo universiteto mokslininkai R. S. Kaplan ir D.P. Norton pasiūlė naują įmonės veiklos efektyvumo vertinimo sistemą, kuri remiasi ne tik finansiniais rodikliais bet ir vidinėmis įmonės perspektyvomis. Ši sistema buvo pavadinta subalansuotų rodiklių sistema (ang. Balanced Scorecard). Anot Hladchenko (2015) pagrindinė subalansuotų rodiklių sistemos esmė – organizacijos strategiją pateikti taip, kad kiekvienas organizacijos narys ją suprastų bei padėtų įgyvendinti per strateginius tikslus ir priemones, kurios užtikrintų grįžtamąjį ryšį ir organizacinį mokymąsi. Pažangios kompanijos BSC naudoja kaip strateginio valdymo sistemą, skirtą įmonės ilgalaikių tikslų valdymui ir įmonės valdymo sprendimų priėmimui. Zizlavsky (2014) teigia, kad subalansuotų rodiklių sistema yra viena populiariausių ir praktikoje labiausiai taikomų sistemų vertinant verslo efektyvumą, nors ši sistema orientuota į verslo strategiją, BSC gali būti pritaikoma ir kitiems verslo procesams vertinti, kaip pavyzdžiui inovacijų vertinimui bei jų įdiegimo galimybėms iširti.

Subalansuotų rodiklių sistema patogi tuo, kad smarkiai pasikeitus rinkos situacijai galima pakoreguoti įmonės strategiją, o šie pasikeitimai skubiai iškomunikuojami bei pradedami įgyvendinti per strateginius tikslus. Anot Zizlavsky (2014) subalansuotų rodiklių sistema sujungia įmonės strategiją su biudžetavimo sistema, taigi vienas iš BSC sistemos įrankių gali būti biudžetai, kurie nesunkiai pakeičiami įvykus esminiams pokyčiams rinkoje. Pan, Zhang, Yang ir Xiao (2014) teigimu pagrindinis subalansuotų rodiklių sistemos privalumas, kad naudojant BSC sistemą galima įveikti trumpalaikių finansinio vertinimo metodų poveikį, transformuojant organizacijos strategijas į veiklos rodiklius ir veiksmus kiekviename organizaciniame lygyje (aukščiausias – įmonės lygmuo, žemiausias – darbuotojo lygmuo); taip pat BSC padeda darbuotojams ir padaliniams bendrauti bei geriau suprasti organizacijos tikslus ir strategijas tokiu būdu siekiant organizacijos augimo ir vystymosi ilguoju laikotarpiu.

Petera, Wagner ir Menšik (2012) išskiria tris subalansuotų rodiklių sistemos tipus:

- 1) BSC I – specifinė daugiamatė sistema, skirta strateginiam veiklos vertinimui, kuri derina finansines ir ne finansines strategines priemones. Preliminarus BSC I laikotarpis,

atsižvelgiant į Hoque (2014) sudarytą evoliucinę BSC raidą, gali būti nuo 1992m. iki 1996 metų;

- 2) BSC II – tai iš esmės I tipo BSC, kuri papildomai apibūdina strategiją naudojant priežasties ir pasekmės ryšius (strateginių žemėlapių kūrimas); BSC II vyrovimo laikotarpis nuo 2001m. iki 2004 metų;
- 3) BSC III – tai II tipo BSC, kuri įgyvendina strategiją apibrėžiant tikslus, veiksmų planus ir rezultatus. Šio tipo BSC taip pat apibūdinama ir paskatinimo sistema. BSC III era prasidėjo nuo 2006m. ir tęsiasi iki šiol, nes tai labiausiai ištobulintas BSC sistemos tipas.

Iš esmės šie trys subalansuotų rodiklių tipai yra suvokiami kaip evoliuciniai BSC žingsniai įgyvendinimo procese, kadangi pirmo tipo BSC apibrėžia tik minimalius sistemos standartus, o trečiojo tipo BSC yra pilnai išvystyta sistema. Toliau kalbant apie BSC evoliuciją, Markiewicz (2013) teigia, kad BSC buvo labiausiai patobulinta pridėdant strategijų žemėlapi, kuriame nematerialusis turtas yra paverčiamas procesu, kuris parodo tam tikrą finansinį poveikį išmatuojamą materialiai. Strategijų žemėlapis vizualiai parodo priežasties-pasekmės ryšius bei paaiškina kiekvienam organizacijos nariui kas yra veiksminga, o kas ne pačiu suprantamiausiu būdu – vizualiai. Strategijų žemėlapiai padeda įtraukti visą organizaciją į strategijos valdymą.

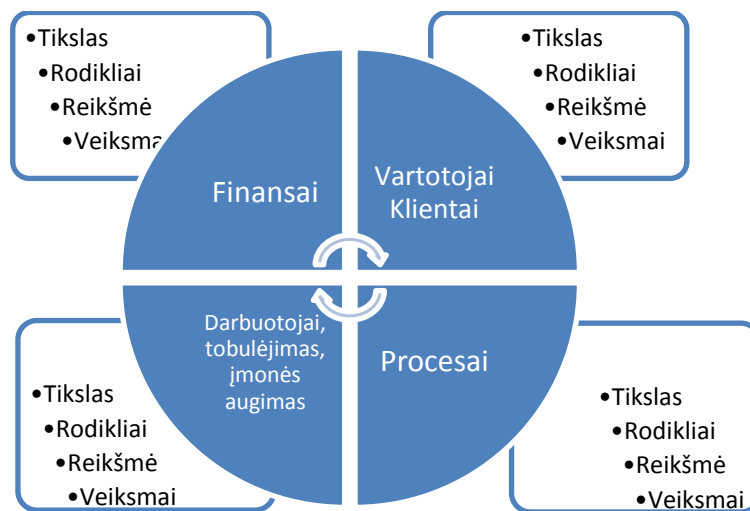
2014 metais žurnale „The British accounting review“ buvo išspausdintas Hoque Z. (2014) tyrimas apie subalansuotų rodiklių sistemos aktualumą skirtinguose apskaitos bei verslo ir vadybos žurnaluose nuo 1992 iki 2012 metų. Hoque (2014) tyrimas parodė, kad iš 114 tyrinėtų straipsnių, publikuotų 25 skirtinguose apskaitos žurnaluose, daugiau kaip 23% straipsnių analizavo BSC naudą sprendimų priėmimui, 21% straipsnių buvo apie BSC pritaikymą ir įgyvendinimą, 20,1% apie BSC sklaidą ir apie 10,5% straipsnių analizavo organizacijos efektyvumo vertinimą. 1992-1996 metais nebuvo išspausdintas nei vienas straipsnis apie BSC analizuotuose žurnaluose dėl BSC taikymo ankstyvojoje jos stadijoje. Daugiausiai straipsnių buvo išspausdinta 2007-2011 metais, kai subalansuotų rodiklių sistema tapo pilnai išvystyta. Šis Hoque (2014) tyrimas tik patvirtino Petera P. et al. (2012) išskirtą BSC evoliucinę raidą.

Subalansuotų rodiklių sistema (BSC) vertina įmonės veiklos efektyvumą padalindama strategiją į keturias perspektyvas ir priskirdama konkrečias priemones joms įgyvendinti. Kaplan ir Norton (1992), Ivanov ir Avasilcāi (2014), Hladchenko (2015), Svaravičius (2007), Pan et al. (2014), Suner, Turuduoglu ir Yildirim (2014) išskiria finansinę, vartotojų, verslo procesų ir darbuotojų mokymosi bei tobulėjimo perspektyvas. Anot Schobel ir Scholey (2012) subalansuotų rodiklių sistema, leidžia pažvelgti į įmonės veiklą iš keturių skirtingų perspektyvų (įskaitant ir tradicinę finansinę), kurių kiekviena duoda atsakymus į keturis esminius organizacijos klausimus:

- 1) Finansinė perspektyva turi padėti atsakyti į klausimą, kaip įmonė turi atrodyti akcininkams ir koks materialus rezultatas turi būti pasiektas, kad įmonę lydėtų finansinė sėkmė?

- 2) Vartotojų perspektyva turi padėti atsakyti į klausimą kaip įmonė turi atrodyti savo klientams, kad pasiektų savo viziją? Taip pat kokio kiekybinio ir kokybinio rezultato iš įmonės tikisi suinteresuotieji asmenys.
- 3) Vidinių verslo procesų perspektyva turi atsakyti į klausimą kokie verslo procesai įmonei yra tinkamiausi ir geriausi norint patenkinti akcininkų, klientų ir kitų su verslu susijusių asmenų poreikius? Iš esmės ši perspektyva turi parodyti kurie verslo procesai yra svarbūs organizacijos sėkmei užtikrinti.
- 4) Tobulėjimosi ir mokymosi perspektyva turi atsakyti į klausimą kaip stiprinti įmonės organizacinius ir kiekvieno jos nario gebėjimus ir kompetencijas, kad įmonė atitiktų besikeičiančios aplinkos poreikius? Kitaip tariant ši perspektyva organizaciją verčia mokytis iš praeities klaidų ir jų nebekartoti.

Subalansuotų rodiklių sistemos struktūra ir veikimo schema pateikiama 19 paveiksle, kuri parodo, jog įmonės pagrindinei strategijai pasiekti yra pasitelkiamos visos 4 perspektyvos, su išskaidytais tikslais ir konkrečiais veiksmų planais jiems pasiekti.



19 pav. Subalansuotų rodiklių sistemos struktūra (sudaryta remiantis Kaplan ir Norton (2006))

Subalansuotų rodiklių sistema leidžia vertinti finansinius rezultatus taip pat gerai, kaip ir gebėjimą apsirūpinti turtu reikalingu įmonės augimui bei konkurencingumo didinimui; gebėjimą sukurti vertę esamiems ir būsimiems vartotojams; bei sugebėjimą kelti žmonių kvalifikaciją reikalingą sklandžiai įmonės veiklai ateityje. Būtent balansas tarp skirtingų perspektyvų užtikrina, kad įmonės strategijos įgyvendinimui yra naudojamos visos priemonės.

Finansų perspektyva. Įmonės finansinė būklė yra labai svarbi vertinant verslą, nes finansiniai rodikliai atspindi ekonominius įmonės pasiekimus ir gebėjimą valdyti riziką. Svarbiausias įmonės ilgalaikis tikslas uždirbti didesnę grąžą atspindi per finansinę perspektyvą. Subalansuotų rodiklių sistema finansinius tikslus išreiškia aiškiai ir detalai visos įmonės lygiu bei atskirų padalinių atžvilgiu, dažniausiai į subalansuotų rodiklių sistemą yra įtraukiami pelningumo, likvidumo, apyvartumo ir

pajamų augimo rodikliai. Subalansuotų rodiklių sistemos privalumas finansinėje perspektyvoje atsispindi ne tik per norimų pasiekti rodiklių reikšmes, bet ir per konkrečių veiksmų plano sudarymą, į kurio kūrimo procesą įtraukiami vadovai. Kaip buvo minėta anksčiau subalansuotų rodiklių sistemos finansinė perspektyva yra orientuota į akcininkų vertės didinimą, todėl šios perspektyvos rodikliai tiesiogiai ar per priežasties-pasekmės ryšius turėtų padėti didinti įmonės vertę. Dažniausiai pasitaikantys finansiniai tikslai ir jų pasiekimą užtikrinantys rodikliai pateikti 11 lentelėje.

16 lentelė. Finansų perspektyvos tikslai ir rodikliai (sudaryta pagal Svaravičių A. (2007); Suner N. et al. (2014); Zizlavsky O. (2014))

Strateginiai tikslai finansinėje perspektyvoje	Pagrindiniai tikslai	Rodikliai
	Padidinti pardavimų pajamas	Pardavimo pajamų augimo koeficientas
	Sumažinti kaštus	Savikainos ir veiklos sąnaudų lygis
	Padidinti pelningumą	Grynojo pelno augimo koeficientas
	Didinti investuoto kapitalo grąžą	Nuosavo kapitalo pelningumo augimo koeficientas
	Didinti darbuotojų pelningumą	Vieno darbuotojo pelningumas
	Didinti išmokamus dividendus	Dividendų išmokėjimo koeficientas ir pajamingumas

Klientų, vartotojų perspektyva. Ivanov ir Avasilcāi (2014) teigia, kad visos keturios subalansuotų rodiklių sistemos perspektyvos yra labai svarbios, tačiau vartotojai yra svarbiausia priežastis dėl kurios egzistuoja bet kuri įmonė. Todėl toliau aptariama klientų (vartotojų) perspektyva. Dažniausi pirkėjų nusiskundimai kyla dėl laiko, kokybės, darbų atlikimo ir paslaugų. Taigi įmonė sėkmės gali sulaukti tik kurdama vertę vartotojui ir kuo labiau atsižvelgdama į vartotojų poreikius. Ši subalansuotų rodiklių sistemos perspektyva labiausiai siejama su marketingo funkcijų užtikrinimu. Klientų perspektyvoje svarbų vaidmenį užima rinkos segmentavimas, tikslinės rinkos nustatymas ir kiti procesai, susiję su rinka, nes jie glaudžiai susiję su klientų perspektyvos rodikliais- klientų pasitenkinimu, lojalumu, esamų klientų išlaikymu ir naujų klientų pritraukimu. Kitaip tariant per vartotojus yra pasiekiami finansiniai įmonės tikslai, o ypač pardavimo pajamų lygis. Subalansuotų rodiklių sistemos klientų perspektyvos matavimo rodikliai turi atspindėti vartotojų segmentų lūkesčius kainai, aptarnavimui, kokybei ir kitus su produktu ar paslauga susijusius parametrus. Klientų perspektyvoje vertinami rodikliai atspindi ne tik marketingo veiklą, bet ir aptarnavimo, logistikos, produktų ar paslaugų vystymo procesus. Pagrindiniai klientų/vartotojų segmento tikslai ir rodikliai pateikiami 12 lentelėje.

17 lentelė. Klientų perspektyvos tikslai ir rodikliai (sudaryta pagal Svaravičių A. (2007); Suner N. et al. (2014); Zizlavsky O. (2014))

Strateginiai tikslai klientų perspektyvoje	Pagrindiniai tikslai	Rodikliai
	Padidinti vartotojų pasitenkinimą	Vartotojų pasitenkinimo indeksas
	Didinti nuolatinių klientų skaičių	Klientų ir nuolatinių klientų santykis
	Didinti užimamą rinkos dalį	Užimamos rinkos dalis, proc.
	Mažinti klientų aptarnavimo išlaidas	Vidutinės klientų aptarnavimo išlaidos

Vidinių verslo procesų perspektyva. Pagrindiniai šios perspektyvos tikslai turi nurodyti, ką reikia daryti, kad įmonės procesai patenkintų akcininkų ir klientų lūkesčius. Šiam tikslui pasiekti nuolatos turi būti vykdomas procesų kokybės monitoringas ir tikrinamas procesų efektyvumas. Vidinių procesų

tikslų formavimas yra atliekamas klientų ir finansinių perspektyvų pagrindu. Iš esmės tai vertės kūrimo procesų vertinimas, kuriame vertinami procesai prasidedantys nuo klientų poreikių tyrimo iki popirkiminių veiklų vertinimo, t.y. atgalinio ryšio supirkėju palaikymo. Diegiant subalansuotų rodiklių sistemą iš veiklos procesų pasirenkami tik teikiantys didžiausią naudą klientams ir įmonės finansams, o pagal atrinktas veiklas sudaroma vertės kūrimo grandinė. Pagrindiniai šios perspektyvos tikslai ir rodikliai pateikti 13 lentelėje.

18 lentelė. Pagrindiniai vidinių procesų perspektyvos tikslai ir rodikliai (sudaryta pagal Svaravičių A. (2007); Suner N. et al. (2014); Zizlavsky O. (2014))

Strateginiai tikslai vidinių procesų perspektyvoje	Pagrindiniai tikslai	Rodikliai
	Padidinti pardavimų pajamas su kuo mažesnėmis sąnaudomis	Atsargų apyvartumas
	Užtikrinti produktų kokybę mažinant brokuotų prekių skaičių	Brokuotų prekių procentas
	Efektyviau išnaudoti laiką gamybos procese	Prastovų laikas
	Užtikrinti grįžtamąjį ryšį su klientais	Vidutinis atsakymo į klientų paklausimus laikas
	Didinti pardavimų pajamas per kuo trumpesnį laiką	Naujo produkto įvedimo laikas

Darbuotojų mokymosi bei tobulėjimo perspektyva. Ivanov ir Avasilcāi (2014) teigia, kad darbuotojai įmonei yra svarbūs ne tik dėl savo atliekamų funkcijų bet ir dėl kūrybiškumo bei gebėjimo plėtoti idėjas. Darbuotojų kompetencija, motyvacija ir įgūdžiai bei gebėjimai yra labai svarbūs kai naujos technologijų atkeliauja į rinką. Šios perspektyvos tikslai turi nurodyti, kas turi būti padaryta, kad darbuotojai būtų geros kvalifikacijos ir kaip greitai organizacija gali keistis. Mokymosi ir tobulėjimo perspektyva turi atsakyti į klausimą kaip įmonė turėtų išnaudoti materialųjį ir žmogiškąjį kapitalą, kad pasiektų efektyvų vidinių procesų naudojimą. Pagrindiniai darbuotojų mokymosi ir tobulėjimo perspektyvos tikslai ir rodikliai pateikiami 14 lentelėje.

19 lentelė. Pagrindiniai darbuotojų mokymosi ir tobulėjimo perspektyvos tikslai ir rodikliai (sudaryta pagal Svaravičių A. (2007); Suner N. et al. (2014); Zizlavsky O. (2014))

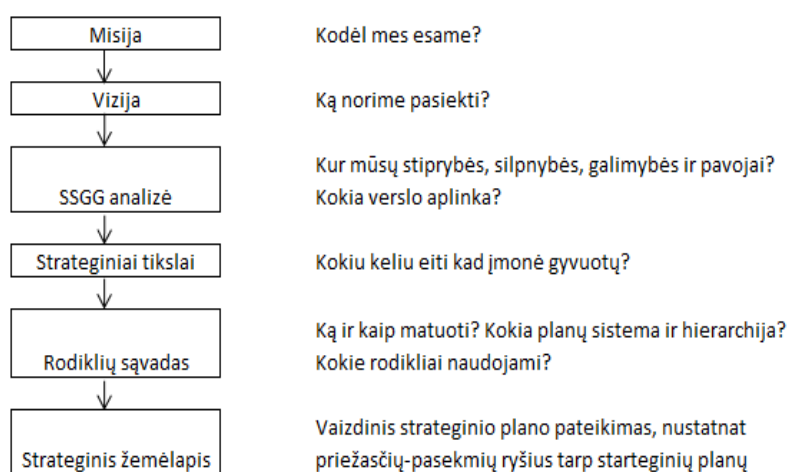
Strateginiai tikslai darbuotojų mokymosi ir tobulėjimo perspektyvoje	Pagrindiniai tikslai	Rodikliai
	Užtikrinti pastovų kvalifikuotos darbo jėgos skaičių	Darbuotojų kaita
	Įvertinti vidaus taisyklių aiškumą ir jų laikymąsi	Vidaus tvarkos pažeidimų skaičius
	Kelti darbuotojų kvalifikaciją	Mokymų trukmė, val.
	Nustatyti kiek kainuoja vieno darbuotojo kvalifikacijos kėlimas	Investicijos darbuotojo kvalifikacijos kėlimui

Remiantis subalansuotų rodiklių sistemos duomenimis, gaunama informacija leidžia susidaryti bendrą vaizdą apie visą įmonę. Optimalus visos sistemos rodiklių skaičius svyruoja nuo 20 iki 25, iš kurių 5 finansiniai, 5 klientų poreikių tenkinimo, 8-10 vidaus procesų valdymo ir 5 darbuotojų mokymosi ir tobulėjimo sričių, o visi subalansuotų rodiklių sistemos rodikliai tarpusavyje turi sietis

priežasties ir pasekmės ryšiais. Apibendrinant subalansuotieji rodikliai padeda įmonei apsisaugoti nuo rizikos, kad pagerinus rezultatus vienoje srityje, kitos rezultatai pablogės.

4.3. Subalansuotų rodiklių sistemos diegimas AB „Vilkyškių pieninėje“

Subalansuotų rodiklių sistemos kūrimo procesas yra skaidomas į etapus. Pateikiama 6 žingsnių metodika, kurios pradiniam etape suformuluojama įmonės misija ir vizija, atliekama SSGG (SWOT) analizė ir sukuriami bendroji įmonės strategija, kuri numato pagrindinius tikslus, kurie performuojami į skaičius, numatant rodiklius ir sukuriant rodiklių sąvadą. Galiausiai sudaromas strateginis žemėlapis nurodantis priežasties ir pasekmės ryšius tarp pasirinktų rodiklių. BSC įgyvendinimo schema pateikiama 20 paveiksle.



20 pav. Subalansuotų rodiklių sistemos įgyvendinimo schema (adaptuota pagal Svaravičius (2007))

Ankstesniuose skyriuose buvo atlikta SSGG analizė ir vidinė įmonės aplinkos analizė. Toliau bus analizuojama įmonės misija, vizija bei nustatomas įmonės strategija.

AB „Vilkyškių pieninės“ internetinio puslapio duomenimis (2015) AB „Vilkyškių pieninė“ **misija** – suteikti žmonėms gurmanišką pasitenkinimą vartojant pieno produktus. Šią misiją stengiamasi pasiekti per pagrindines vertybes: kokybę, inovacijas, kompetenciją ir sąžiningumą.

Vizija nurodo ko įmonė siekia ir kaip nori atrodyti išoriniam pasauliui, tad AB Vilkyškių pieninės pagrindinė vizija remiasi aukščiau nurodytomis vertybėmis: Kokybė – gaminti kokybiškus pieno produktus laikantis aukščiausių standartų; Inovacijos – nuolat investuoti į naujas technologijas ir didinti produktų asortimentą. Įmonė džiugina vartotojus naujais produktais, suteikdama galimybę patirti naujus skonio pojūčius; Kompetencija – gaminti išskirtinius ir originalius aukščiausios kokybės produktus, pasitelkiant kompetentingų meistrų patirtį; Sąžiningumas – būti atvira ir patikima įmone, kuriai svarbus vartotojų pasitikėjimas ir pagarba. AB „Vilkyškių pieninė“ veiklos pagrindas – darbuotojų profesionalumas ir tvirti santykiai su verslo partneriais. Įmonė pasirinko strategiją

investuoti į novatoriškų produktų kūrimą bei prekes ženklą, vystyti veiklą naujose eksporto rinkose bei stiprinti pozicijas Lietuvoje bei Baltijos šalyse.

Atlikus SSGG analizę (žr. 4.1 poskyrį) nustatyta, kad AB „Vilkyškių pieninė“ didindama pardavimų pajamas per naujų ir inovatyvių produktų kūrimą bei esamų eksporto rinkų plėtrą bei naujų paiešką, galėtų užimti didesnę rinkos dalį Lietuvoje. Finansinė analizė ir pelningiausių produktų analizė parodė, kad didžiausia grėsmė kylanti Vilkyškių pieninei yra sūrio paklausos ir kainos pokyčiai, kurie daro didžiausią įtaką finansiniams rezultatams.

Ištyrus misiją, viziją, atlikus vidinę ir SSGG analizes galima sudaryti subalansuotų rodiklių sistemos rodiklių sąvadą AB „Vilkyškių pieninei“.

Rodiklių sąvado sudarymas. Atlikus mokslinės literatūros analizę, vidinės aplinkos (darbuotojų ir finansinių išteklių) ir SSGG analizę, atsižvelgiant į AB „Vilkyškių pieninė“ misiją ir viziją galima sudaryti subalansuotų rodiklių sistemos sąvadą AB „Vilkyškių pieninei“, kuris pateiktas 20 lentelėje.

Finansų perspektyvos rodikliais siekiama kuo didesnės naudos investuotojams per finansinio rezultato gerinimą. Bendrojo pelningumo rodiklis pasirinktas dėl to, kad pastarasis AB „Vilkyškių pieninės“ rodiklis yra mažiausias iš visų 4 analizuojamų pieno pramonės įmonių. Siekiant išlaikyti užimamą rinkos dalį ar norint ją padidinti reikia gaminti su mažesne savikaina, tačiau atsižvelgiant į tai kad įmonė pasirinkusi produktų diferenciacijos strategiją, normalu aukštas savikainos lygis. Pasirinktas bendrojo pelningumo rodiklio orientacinis dydis 15% (2014m. buvo 10,29%) atsižvelgiant į konkurentų rodiklių reikšmes (žr. 5 priede). Tačiau bendrąjį pelningumą galima padidinti labiau didinant pardavimo pajamas. Pardavimo pajamų didinimas yra antrasis pasirinktas rodiklis, kurio orientacinė reikšmė yra 500 mln. Lt per metus (2014m. buvo 378,633 mln. Lt). Tokia rodiklio reikšmė pasirinkta atsižvelgiant į Žemaitijos pieno pardavimo pajamų lygį, kadangi tai trečiąją vietą pagal pardavimo pajamas uždirbanti pieno perdirbimo įmonė (Vilkyškių pieninė ketvirta). Didinant pardavimo pajamas iki pagrindinės konkurentės lygio galima konkuruoti dėl didesnės rinkos dalies. Kitas svarbus rodiklis vieno darbuotojo per metus uždirbamas bendrojo pelno dydis, dar vadinamas produktyvumu. Pasirinkta siektina produktyvumo reikšmė yra ne mažesnė nei 33 tūkstančiai litų per metus vienam darbuotojui, nes visu analizuotu laikotarpiu produktyvumas svyravo tarp 35-40 tūkst. Lt darbuotojui išskyrus 2012m, kai produktyvumo rodiklis buvo apie 32 tūkst. Lt (žr. 11 lentelė). Šis rodiklis susieja visus anksčiau aptartus rodiklius: pardavimo pajamų didinimą ir bendrojo pelningumo didinimą. Investuoto kapitalo grąža yra vienas iš svarbiausių rodiklių akcininkams, todėl šis rodiklis būtinai įtraukiamas į rodiklių sąvadą. Vilkyškių pieninės nuosavo kapitalo rodiklis yra geriausias iš visų 4 analizuotų įmonių, atsižvelgus į bendrą 5 metų vidurkį pasirinkta siektina rodiklio reikšmė yra 17% (žr. 5 priedas).

Toliau seka vartotojų perspektyva, kurioje svarbiausias rodiklis – užimama sūrių rinkos dalis. Atlikus rinkos analizę, nustatyta kad 2010-2011m. įmonė užėmė 18%, o nuo 2012m. tik 17% sūrių

rinkos, todėl siekiamybė yra atsikovoti 1% rinkos bei užimti bent jau anksčiau turėtą sūrių rinkos dalį. Didinti rinkos dalį bus siekiama per naujų ir inovatyvių produktų kūrimą, t.y. sukurti ir pristatyti vartotojams jų poreikius atitinkančius sūrius, pradedant nuo tradicinio baigiant gurmaniškais. Įmonė nepaisant embargo eksportuoti į Rusiją, turi vieną stambų pirkėją Rusijos teritorijoje, kuriam pardavimai sudaro daugiau nei 10% visų įmonės pardavimų, todėl būtina išlaikyti šį pirkėją, palaikant šiltus santykius ir skiriant jam ypatingą aptarnavimą. Taip pat išlaikyti pirkėjus tikimasi suteikiant marketingo ir pardavimų planus eksporto rinkoms. Kitas labai svarbus aspektas susijęs su vartotojais yra bendravimas, todėl buvo nuspręsta į subalansuotų rodiklių sistemos sąvadą įtraukti rodiklį, kuris nurodytų per kiek laiko turi būti atsakoma į vartotojų užklausas. Atsižvelgiant į tai, jog dauguma įmonių savo klientams atsako per 24 valandas nuspręsta, kad Vilkyškių pieninėje į vartotojų užklausas taip pat turėtų būti atsakoma per parą. Taip pat įgyvendinant šį rodiklį nuspręsta sukurti klientų aptarnavimo taisykles, kurios numatytų per kiek laiko ir kaip turi būti reaguoti į klientų užklausas. Įmonei labai svarbu pritraukti klientų, tačiau šiuo metu pasauliui sparčiai technologiškai tobulėjant IT srityje, svarbu sukurti tokį internetinį puslapį, kuris pritrauktų vartotojus. Tad nuspręsta į rodiklių sąvadą įtraukti internetinio puslapio vartotojų skaičiaus rodiklį, kuris turėtų būti ne mažesnis nei 150 naujų vartotojų per dieną. Tokia rodiklio reikšmė pasirinkta atsižvelgiant į www.vilkyskiu.lt internetinio puslapio statistiką. Pritraukti naujus vartotojus bus siekiama tobulinant puslapį atsižvelgiant į rinkos tendencijas, papildant informaciją puslapyje bei kuriant marketingo akcijas, kurios skatins naudotis internetiniu puslapiu.

Toliau seka vidinių verslo procesų perspektyva. AB „Vilkyškių pieninė“ apyvartumo rodikliai yra geriausi iš visų 4 analizuotų pieno perdirbimo įmonių, todėl siekiama ir toliau taip gerai valdyti įmonės atsargas. 2010-2014m. vidutinis atsargų apyvartumo rodiklis buvo apie 11 kartų per metus (žr.7 priedas), todėl pagrindinė siekiamybė bus, kad atsargos per metus pasikeistų bent 11 kartų. Įmonė atsargas apskaito FIFO atsargų apskaitos būdu, todėl siekiama sukurti ir išlaikyti efektyvią atsargų valdymo politiką. Kadangi įmonė laikosi produktų diferenciacijos strategijos ir gaminami tik aukštos kokybės produktai, į rodiklių sąvadą įtrauktas produktų kokybės užtikrinimo rodiklis, kuris bus pasiektas įgijus tarptautinius Global Food Safety Initiatives kokybės užtikrinimo standartus. Įmonė jau nuo 2014 metų pradėjo savo veiklą tobulinti taip, kad ji atitiktų šiuos reikalavimus, o pirmasis auditorių patikrinimas numatytas jau 2015m. pirmojoje pusėje. Standarto ISO 22000:2005/FSSC 22000 atitikmens įgijimas numatytas iki 2016 metų pradžios. Gavus tarptautinius kokybės pripažinimo sertifikatus padidėtų produkto kokybės užtikrinimas, o tai skatintų pardavimų augimą, kartu lemtų pardavimo pajamų augimą.

20 lentelė. AB „Vilkyškių pieninė“ subalansuotų rodiklių sistemos sąvadas

	Tikslai	Rodiklių pavadinimai	Siekiamas rodiklių dydis	Skaičiavimo dažnumas	Planuojami veiksmai	Atsakingi asmenys
FINANSŲ PERSPEKTYVA	Padidinti bendrąjį pelningumą	Bendrasis pelningumas	15%	Ketvirtinis	Didinti pardavimų apimtis, kuriant naujus ir inovatyvius produktus, plečiant eksporto rinkas, išlaikant gerus santykius su esamais prekybos partneriais. Mažinti savikainą ieškant pigesnės pieno žaliavos, modernizuoti gamybinę įrangą, efektyviai išnaudoti gamybos metu susidariusius šalutinius produktus.	Vyr. Buhalteris, Vyr. Finansininkas
	Padidinti pardavimų pajamas	Pardavimo pajamos	500 mln. Lt (144,81 mln. EUR)	Metinis	Ieškoti naujų rinkų produktų pardavimui, rengti marketingo akcijas, susieti darbo užmokesčio sistemą su pardavimų pajamomis, gaminti daugiau sūrio ir varškės produktų	Vyr. Finansininkas
	Sumažinti savikainą	Pardavimų savikainos lygis	82%	Mėnesinis	Ieškoti pigesnių žaliavų, derėtis dėl pigesnės kainos, modernizuoti gamybos procesus.	Gamybos vadovas
	Didinti vieno darbuotojo produktyvumą	Produktyvumas	ne mažiau 33 tūkst. Lt/darbuotojui (9,557 tūkst. EUR)	Metinis	Didinti pardavimo pajamas auščiau nurodytomis priemonėmis. Išlaikyti efektyvų darbuotojų skaičiaus ir pardavimo pajamų augimo santykį.	Personalo vadovas, vyr. buhalteris
	Didinti investuoto kapitalo grąžą	Nuosavo kapitalo pelningumas	17%	Metinis	Mažinti skolų lygį įmonėje ir didinti pardavimų pajamas bei grynąjį pelningumą.	Vyr. Finansininkas
VARTOTOJŲ PERSPEKTYVA	Didinti rinkos dalį	Sūrių rinkos dalis	ne mažiau 18%	Ketvirtinis	Naujų produktų pristatymas tikslinei vartotojų rinkai. Kurti naujus ir inovatyvius produktus.	Marketingo sk. vadovas; Vyr. Finansininkas
	Išlaikyti esamą stambų pirkėją Rusijoje	Pardavimų pajamos iš kliento	ne mažiau 10%	Metinis	Kurti marketingo ir pardavimų planus eksporto rinkoms, skirti ypatingą aptarnavimą stambiesiems klientams.	Marketingo skyrius
	Sparčiau atsakyti į klientų užklausas	Atsakymo į užklausą laikas	per 24 val.	Mėnesinis	Sukurti klientų aptarnavimo taisykles, kurios nurodytų per kiek laiko ir kaip būtina reaguoti į klientų užklausas.	Personalo skyriaus vadovas
	Didinti internetinio puslapio lankytojų sk.	puslapio lankytojų skaičius	150 naujų vartotojų per dieną	Mėnesinis	Tobulinti puslapį atsižvelgiant į rinkos tendencijas, papildyti informaciją puslapyje, kurti marketingo akcijas, skatinti naudotis internetiniu puslapiu.	IT skyriaus vadovas, IT dizaineris

20 lentelės tęsinys. AB „Vilkyškių pieninė“ subalansuotų rodiklių sistemos sąvadas

VIDINIŲ PROCESŲ PERSPEKTIVA	Didinti atsargų apyvartumą	Atsargų apyvartumas	11 kartų per metus	Metinis	Sukurti efektyvią atsargų valdymo politiką su FIFO atsargų apskaitos principu	Vyr. sandėlininkas, Gamybės vadovas
	Užtikrinti produktų kokybę	Įgyti (Global Food Safety Initiatives) reikalavimų atitikmenis	ISO 22000:2005/FSSC 22000 standartas	Iki 2016-01-01	Gavus tarptautinius kokybės pripažinimo sertifikatus padidėtų produkto kokybės užtikrinimas, tai skatintų pardavimų augimą, o kartu ir pardavimo pajamų augimą	Direktorius; Gamybės vadovas
	Internetinio puslapio lankomumas	Puslapio peržiūrų skaičius	610 vnt. per dieną	Mėnesinis	Skatinti reklamos skyrių, kurti interaktyvias reklamas, pritraukti interneto vartotojus per banerines reklamas ar reklamą didžiuosiuose šalies portaluose	IT Skyrius, Marketingo skyrius
	Užtikrinti gautinų sumų atgavimą	Apdraustų pirkėjų skaičius	visi užsienio pirkėjai		Vertinti kiekvieno pirkėjo riziką atskirai ir tą riziką valdyti draudimu, tokiu būdu išlaikant kredito riziką	Finansų skyrius
DARBUOTOJŲ TOBULĖJIMO PERSPEKTIVA	Skatinti darbuotojus kelti kvalifikaciją ir baigti mokslus	Kvalifikaciją įgijusių darbuotojų skaičius	5 darbuotojai per metus pakėlę kvalifikacinį lygį	Metinis	Sukurti DU skatinimo sistemą susietą su pažangumu ir turimu kvalifikaciniu laipsniu bei suteikti sąlygas darbuotojams, siekiantiems įgyti vidurinį ir aukštesnįjį išsilavinimą	Personalo skyrius
	Didinti vieno darbuotojo išdirbį	Vieno darbuotojo išdirbis per dieną	1600 Lt/ darbuotojui (463,39 EUR)	Mėnesinis	Pardavimo pajamų didinimas auščiau nurodytomis priemonėmis	Gamybos vadovas, Personalo skyrius, Marketingo skyrius
	Atlikti klimato ir motyvavimo darbe tyrimą	Motyvacijos sistemos sukūrimas	0,1% nuo pardavimo pajamų metinėms premijoms	Iki 2016 -01-01	Skirti papildomų lėšų darbo aplinkai gerinti, skatinti ilgalaikius ir gerai dirbančius darbuotojus premijomis	Personalo skyrius ir Direktorius

Atliekant finansinę analizę buvo nustatyta, kad įmonė apie 60% pagamintos produkcijos realizuoja užsienio rinkose, todėl didelė gautinų sumų dalis priklauso nuo užsienio pirkėjų. Dėl šios priežasties tobulinant vidinius įmonės procesus didelis dėmesys sutelktas į debitorinių skolų atgavimą, nuo kurio priklauso įmonės kredito rizika. Sudarant subalansuotų rodiklių sistemą siūloma kiekvieno pirkėjo kredito riziką vertinti atskirai, o gautinas sumas iš užsienio apdrausti ir tokiu būdu užsitikrinti skolų atgavimą. Dar viena vidinių procesų tobulinimo sritis – internetinis puslapis, kuris vertinamas puslapio peržiūrų skaičiumi per dieną. Atsižvelgiant į www.vilkyskiu.lt internetinio puslapio statistiką siektina rodiklio reikšmė yra 610 internetinio puslapio peržiūrų per dieną. Tam, kad įmonė išlaikytų tokių peržiūrų skaičių, reklamos skyrius bus skatinamas kurti interaktyvias reklamas, kurios pritrauktų interneto vartotojus per banerines reklamas ar reklamą didžiuosiuose šalies portaluose.

Darbuotojų mokymosi ir tobulėjimo perspektyva. Atlikus darbuotojų analizę buvo nustatyta, kad kasmet Vilkyskių pieninėje dirba apie 45-40 darbuotojų, kurie nėra įgiję vidurinio išsilavinimo. Todėl darbuotojų tobulėjimo perspektyvoje buvo įdėtas kvalifikacijos kėlimo rodiklis, kuris vertintų kiek darbuotojų per metus įgijo vidurinį išsilavinimą ar kitą mokslo lapinį bei tobulino savo profesinę kvalifikaciją. Įmonės siekiamybė yra bent 5 darbuotojai per metus, kad kasmet mažėtų darbuotojų skaičius be išsilavinimo. Sukurta DU skatinimo sistema, susieta su pažangumu ir turimu kvalifikaciniu laipsniu bei palankios sąlygas darbuotojams, siekiantiems įgyti vidurinį ir aukštesnįjį išsilavinimą turėtų skatinti darbuotojus mokytis. Taip pat planuojama iki 2016m. atlikti vidinį klimato ir motyvavimo darbe tyrimą, kuris turėtų parodyti kokia darbuotojų psichologinė būklė darbo metu, kokia atmosfera darbo aplinkoje bei išsiaiškinti kas priverstų darbuotojus tapti motyvuotais bei kokios paskatinimo priemonės būtų efektyviausios. Taip pat viena iš darbuotojų tobulėjimo sričių turėtų būti išdirbio didinimas, t.y. vieno darbuotojo per dieną sugeneruojamos pardavimo pajamos. Siektina rodiklio reikšmė 1600 litų vienam darbuotojui, nes išanalizavus išdirbį 2010-2014m. didžiausia pasiekta reikšmė buvo 1555 litų. Šį rodiklį galima pagerinti uždirbant didesnes pardavimo pajamas finansinėje perspektyvoje nurodytais būdais.

AB „Vilkyskių pieninės“ rodiklių sąvadas sudarytas remiantis informacija, randama įmonės konsoliduotose finansinėse ataskaitose, metiniuose pranešimuose, internetiniame puslapyje www.vilkyskiu.lt ir www.puslapioverte.lt bei Nasdaq OMX vertybinių popierių biržos duomenimis. Visi rodikliai remiasi įmonės vertybėmis, vidutinių metinių duomenų analize ir palyginimu su konkurentų rodikliais. Subalansuotų rodiklių sistemos kūrimas Vilkyskių pieninei yra sudėtingas dėl vidinės įmonės informacijos trūkumo. Turint papildomus vidinius duomenis, sukurtą subalansuotų rodiklių sistemą būtų galima patobulinti, nustatant konkretesnius rodiklius vidinių procesų, darbuotojų mokymosi ir klientų perspektyvose.

IŠVADOS

1) Atlikus AB „Vilkyškių pieninė“ finansinės būklės analizę, nustatyta, kad 2010-2014 metais įmonės kapitalo struktūra išliko beveik nepakitusi – nuosavo kapitalo apie 40%, o skolinto 60%. Ilgalaikis turtas visame turte vidutiniškai sudarė apie 70%, o trumpalaikis 30%, todėl įmonė turi mažai likvidaus turto. AB „Vilkyškių pieninė“ bendrojo pelningumo rodikliai lyginant su konkurentų mažiausi, todėl daroma išvada, jog įmonė turėtų mažinti savikainą. Likvidumo rodikliai parodė, kad įmonei nepakanka trumpalaikio turto trumpalaikiams įsipareigojimams padengti. Atlikus rinkos rodiklių analizę P/E ir P/Bv rodikliai yra mažesni nei konkurentų, todėl Vilkyškių pieninės akcijos rinkoje laikomos nepakankamai įvertintomis. Vilkyškių pieninė lyginant su kitomis pieno sektoriaus įmonėmis turi labai nedaug akcijų, todėl kapitalizacija mažiausia, tačiau pelnas akcijai didžiausias. Vilkyškių pieninė yra viena smulkiausių įmonių iš 4 analizuotų. Pabrėžtina, kad nuo 2010 metų AB „Vilkyškių pieninė“ akcijos kaina rinkoje auga, todėl tikėtina, kad ateityje taip pat turėtų augti.

2) Susisteminus verslo vertės nustatymo metodus gauti kiekvieno metodo privalumai ir trūkumai, kurie leido lengviau pasirinkti dažniausiai naudojamus vertės nustatymo metodus. Apžvelgus literatūros šaltinius nustatyta, kad tinkamiausias metodas AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymui yra diskontuotų pinigų srautų. Pastarasis metodas, pasižymi universalumu, patikimumu ir parodo pinigų vertės kitimą laike. Kai kurių autorių nuomone tai vienintelis metodas, kuriuo patikimai galima nustatyti verslo vertę.

3) Pritaikius diskontuotų pinigų srautų metodą AB „Vilkyškių pieninė“ vertė siekia 216,682 mln. Lt, o akcijos tikroji vertė 18,14 lito. 2015 metų gegužės 12 d. Vilkyškių pieninės akcijos rinkos kaina buvo 6,46 Lt, todėl gauti rezultatai patvirtino prielaidą, jog įmonės akcijos rinkoje yra nepakankamai įvertintos. Apskaičiavus AB „Vilkyškių pieninė“ verslo vertę daugiklių metodais gautos panašios vertės kaip ir diskontuotų pinigų srautų metodu. Pelno daugiklio metodu gauta 18,85 lt, o taikant įmonės vertės ir EBIT santykį gauta 16,9 lt tikroji akcijos vertė. Daroma išvada, kad visais metodais gautos vertės yra panašios, o akcija rinkoje yra nepakankamai įvertinta. Atlikus jautrumo analizę nustatyta, kad Vilkyškių pieninės vertė labiausiai reaguoja į amžinojo augimo normos g bei pardavimo pajamų pokyčius, šiek tiek mažiau į kapitalo kaštų pokyčius.

4) Atlikus finansinę, vidinę ir SSGG analizes, ištyrus AB „Vilkyškių pieninė“ misiją ir viziją sukurtas subalansuotų rodiklių sąvadas 4 perspektyvose, tačiau subalansuotų rodiklių sistemos parengimas yra komplikotas dėl vidinės informacijos trūkumo. Nustatyta, kad sukūrus subalansuotų rodiklių sistemą būtų paskirstyta atsakomybė, nes kiekvienam rodikliui priskiriamas atsakingas asmuo. Vilkyškių pieninė yra pasirinkusi produkto diferenciacijos strategiją, kuri remiasi aukšta produktų kokybe. Sukurtas rodiklių sąvadas parodė, kad finansinėje perspektyvoje AB „Vilkyškių pieninė“ siekia uždirbti pardavimo pajamas, kurios siektų 500 mln. litų ir atitiktų pagrindinės konkurentės AB

„Žemaitijos pienas“ pardavimo pajamų lygį. Pardavimo pajamas siekiama didinti per naujų inovatyvių produktų kūrimą ir esamų eksporto rinkų plėtrą bei naujų paiešką. Vartotojų perspektyvoje vienas iš svarbiausių rodiklių yra užimamos sūrių rinko dalies didinimas, kadangi šiuo metu Vilkyškių pieninė užima 17% rinkos, o 2010-2011m. užėmė 18%. Rodiklis taip pat padidėtų padidinus pardavimo pajamas. Taip pat labai svarbu išlaikyti esamus stambius pirkėjus suteikiant ypatingą aptarnavimą, o vidinių procesų perspektyvoje strateginis tikslas būtų įgyvendintas įgijus Global Food Safety Initiatives kokybės standartus.

LITERATŪRA

1. AB „Vilkyskių pieninė“ internetinis puslapis. Peržiūrėta 2015, gegužės 18 adresu: www.vilkyskiu.lt
2. Blasco, A. ir Ribal, J. (2011). Application of the continuing value model to small and medium-sized Spanish enterprises. *Mathematical and Computer Modelling* 57 (2013), p. 1788–1794
3. CFA Institutas (2014). Estimating a Justified P/E Ratio. Peržiūrėta 2015, balandžio 16, adresu: http://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/readings/Pages/estimating_a_justified_p_e_ratio.aspx?PageName=searchresults&ResultsPage=1
4. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* 2nd edition. New York: John Wiley & Sons, Inc.
5. Damodaran, A. (2011). *An Introduction to Valuation. Approaches to Valuation – The Big Picture View*. Peržiūrėta 2015, balandžio 28, adresu: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/ValIntro.pdf>
6. Damodaran, A. (2015a). Išsivysčiusių kapitalo rinkų rizikos premija. Peržiūrėta 2015, gegužės 8, adresu: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
7. Damodaran, A. (2015b). Šalies rizikos priedas. Peržiūrėta 2015, gegužės 8, adresu: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
8. Damodaran, A. (2015c). Price earnings multiples. Peržiūrėta 2015, gegužės 4, adresu: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
9. DNB ekonominių tyrimų padalinys Baltijos šalims (2013). *Agroverslo apžvalga, tendencijos ir galimybės*. Peržiūrėta 2015, kovo 24, adresu: https://www.dnb.lt/sites/default/files/dokumentai/2013_agroverslo_apzvalga.pdf
10. Džikevičius, A., Michnevič E., Ževžikova O. (2008). Stochastinis verslo vertinimo modelis. *Verslas: teorija ir praktika* 9(3), p. 229–237.
11. Epsilon Research (2015). Argos Mid-Market Index. Peržiūrėta 2015, gegužės 6, adresu: <http://www.epsilon-research.com/Market/Argos>
12. Europos Centrinis Bankas (2015). Ilgo laikotarpio paskolų palūkanų normos. Peržiūrėta 2015, gegužės 8, adresu: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>
13. Europos Centrinis Bankas (2015). Palūkanų normos pagal laikotarpį. Peržiūrėta 2015, gegužės 7, adresu: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004936>
14. Eurostat (2015). BVP augimo tempas. Peržiūrėta 2015, kovo 23, adresu: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1>
15. Eurostat (2015). Nedarbo lygis 2002-2013 m. Peržiūrėta 2015, kovo 23, adresu: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Unemployment_rate,_2002-2013_%28%25%29.png

16. Fernandez, P. (2015). Company valuation methods. University of Navarra - IESE Business School. Adresu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274973
17. Fernandez, P. (2015). Valuation and Common Sense 4th edition. Chapter 7: Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation. University of Navarra - IESE Business School, Ispanija.
18. Hladchenko, M. (2015). Balanced Scorecard – a strategic management system of the higher education institution. International Journal of Educational Management, Vol. 29, Issue 2, pp. 167 – 176
19. Hoque, Z. (2014). 20 years of studies on the balanced scorecard: Trends, accomplishments, gaps and opportunities for future research. The British Accounting Review, Vol. 46, pp. 33–59.
20. Ivanov C., Avasilcăi S. (2014). Measuring the performance of innovation processes: A Balanced Scorecard perspective. Procedia - Social and Behavioral Sciences Vol. 109, pp. 1190 – 1193
21. Kazlauskienė, V. (2005). A business valuation model based on the analysis of business value drivers. Kauno Technologijos universitetas. Adresu http://vddb.library.lt/fedora/get/LT-eLABa-0001:E.02~2005~D_20050722_131318-34233/DS.005.1.01.ETD
22. Krušinskas, R., Račickas, E., Sinevičienė, L., Deltuaitė, V., Naraškevičiūtė, V., Keršytė, A. (2013). Finansų pagrindai. Laboratoriniai darbai. KTU leidykla „Technologija“, Kaunas.
23. Lietuvos Bankas (2015). Euro zonos rezidentų indėlių eurais naujų susitarimų palūkanų normos ir sumos. Peržiūrėta 2015, kovo 25, adresu: https://www.lb.lt/stat_pub/statbrowser.aspx?group=9280&lang=lt
24. Lietuvos Bankas (2015). Vyriausybės obligacijų pardavimo aukcionai. Peržiūrėta 2015, balandžio 11, adresu: <http://www.lbank.lt/vvp/default.asp>
25. Lietuvos Respublikos finansų ministerija (2015). Lietuvos ekonominių rodiklių projekcijos. Peržiūrėta 2015, kovo 21, adresu: http://www.finmin.lt/web/finmin/aktualus_duomenys/makroekonomika
26. Lietuvos Respublikos finansų ministro įsakymas Nr. 1K-159 dėl turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo (2012). Peržiūrėta 2015, balandžio 29, adresu: http://www.atvi.lt/index.php/teisine_informacija/teises_aktai/lietuvos_respublikos_finansu_ministro_2012_04_27_isakymas_nr_1k_159_quotdėl_turto_ir_verslo_vertinimo_metodikos_patvirtinimoquot_zi_n_2012_nr_50_2502_galioja_nuo_2012_05_01nbsp/560
27. Lietuvos Respublikos oficialiosios statistikos portalas (2015). Namų ūkių vartojimo išlaidos [interaktyvus]. Peržiūrėta 2015, kovo 24, adresu <http://osp.stat.gov.lt/statistiniu-rodikliu-analize?id=8470&status=A>

28. Lietuvos Respublikos seimas (2011). Lietuvos Respublikos Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas Nr. XI-1497. Peržiūrėta 2015, balandžio 27, adresu: http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=402800
29. Lietuvos Respublikos žemės ūkio ministerija (2014). Žemės ir maisto ūkio būklės apžvalga 2014 m. Peržiūrėta 2015, kovo 24, adresu: <http://www.zum.lt/index.php?-1704265522>
30. Mackevičius, J., Poškaitė, D., Villis, L. (2011). Finansinė analizė. Mykolo Romerio universitetas, Vilnius.
31. Markiewicz, P. (2013). Methodical aspects of applying strategy map in an organization // Business, Management and Education. Vilnius: Vilnius Gediminas Technical University (VGTU) Press, 2013, Nr. 11 (1), 153–167 p. – ISSN 2029-7491
32. Pan, R., Zhang, W., Yang, S., & Xiao, Y. (2014). A state entropy model integrated with BSC and ANP for supplier evaluation and selection. International journal of simulation modelling, Vol. 13 Iss 3, pp. 348-363 – ISSN 1726-4529.
33. Petera, P., Wagner, J., Menšík M. (2012). Strategic Performance Measurement Systems Implemented in the Biggest Czech Companies with Focus on Balanced Scorecard - An Empirical Study. Journal of Competitiveness, Vol. 4, Issue 4, pp. 67-85 – ISSN 1804-1728
34. Petravičius, T. (2008). Projekto veiklos efektyvumo matavimas vertės metodais. Verslas: teorija ir praktika 9(4), p. 295–305.
35. Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2010). Equity Asset Valuation, 2nd Edition, CFA Institute investment series. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
36. Schobel, K., Scholey, C. (2012). Balanced Scorecards in education: focusing on financial strategies // Measuring business excellence. Emerald Group Publishing Limited, 2012, Vol. 16, No. 3, 17-28 p. – ISSN 1368-3047
37. Suner, N., Turuduoglu, F., Yildirim, G. (2014). Determination of goals under four perspectives of balanced scorecards and linkages between the perspectives: A survey on luxury summer hotels in Turkey. Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol. 164, pp. 372 – 377.
38. Svaravičius, A. (2007). Kaip sukurti subalansuotų rodiklių sistemą? Straipsnis portale „Milijardierius.lt“. Peržiūrėta 2015, gegužės 2 adresu: www.verslobanga.lt/lt/zb.download/.../BSC_diegimas_imoneje.doc
39. Vilkyškių pieninės internetinio puslapio vertė ir lankomumo statistika. Peržiūrėta 2015, gegužės 18 adresu: <http://puslapioverte.lt/lt/cost/vilkyskiu.lt>
40. Vilkyškių pieninės metinės finansinės ataskaitos 2010 – 2014 m. Peržiūrėta 2015, balandžio 10 adresu: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000127508&list=2&pg=details&tab=reports>
41. Zizlavsky, O. (2014). The Balanced Scorecard: Innovative Performance Measurement and Management Control System. Journal of Technology Management and Innovation, Vol. 9, Issue 3, pp. 210 – 222.

PRIEDAI

AB „Vilkyškių pieninė“ horizontalioji balanso analizė

TURTAS	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2011		2011-2012		2012-2013		2013-2014		2010-2014	
						Lt	Proc.	Lt	Proc.	Lt	Proc.	Lt	Proc.	Lt	Proc.
ILGALAIKIS TURTAS	91.434	97.913	119.201	123.093	133.161	6.479	7,09	21.288	21,74	3.892	3,27	10.068	8,18	41.727	45,64
Nekilnojamas turtas, įranga ir įrengimai	65.674	72.344	93.927	97.493	107.761	6.670	10,16	21.583	29,83	3.566	3,80	10.268	10,53	42.087	64,08
Nematerialusis turtas	24.273	24.010	23.879	23.922	23.998	-263	-1,08	-131	-0,55	43	0,18	76	0,32	-275	-1,13
Ilgalaikės gautinos sumos	1.487	1.559	1.395	1.678	1.402	72	4,84	-164	-10,52	283	20,29	-276	-16,45	-85	-5,72
TRUMPALAIKIS TURTAS	32.086	44.582	42.979	58.198	61.014	12.496	38,95	-1.603	-3,60	15.219	35,41	2.816	4,84	28.928	90,16
Atsargos	16.950	23.259	23.969	30.179	35.637	6.309	37,22	710	3,05	6.210	25,91	5.458	18,09	18.687	110,25
Prekybos ir kitos gautinos sumos	12.986	19.383	16.724	25.513	23.328	6.397	49,26	-2.659	-13,72	8.789	52,55	-2.185	-8,56	10.342	79,64
Išankstiniai apmokėjimai	1.792	1.603	1.406	2.265	1.652	-189	-10,55	-197	-12,29	859	61,10	-613	-27,06	-140	-7,81
Pinigai ir pinigų ekvivalentai	358	337	880	241	397	-21	-5,87	543	161,13	-639	-72,61	156	64,73	39	10,89
TURTAS IŠ VISO:	123.520	142.495	162.180	181.291	194.175	18.975	15,36	19.685	13,81	19.111	11,78	12.884	7,11	70.655	57,20
NUOSAVYBĖ IR ĮSIPAREIGOJIMAI	2010	2011	2012	2013	2014	Lt	Proc.	Lt	Proc.	Lt	Proc.	Lt	Proc.	Lt	Proc.
NUOSAVAS KAPITALAS	49.813	56.132	60.001	71.080	82.442	6.319	12,69	3.869	6,89	11.079	18,46	11.362	15,98	32.629	65,50
Akcinis kapitalas	11.943	11.943	11.943	11.943	11.943	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Akcijų priedai	11.396	11.396	11.396	11.396	11.396	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Rezervai	8.252	12.494	11.389	11.816	17.699	4.242	51,41	-1.105	-8,84	427	3,75	5.883	49,79	9.447	114,48
Nepaskirstytas pelnas	18.067	20.195	25.132	35.742	41.241	2.128	11,78	4.937	24,45	10.610	42,22	5.499	15,39	23.174	128,27
Mažumos dalis	155	104	141	183	163	-51	-32,90	37	35,58	42	29,79	-20	-10,93	8	5,16
ĮSIPAREIGOJIMAI	73.707	86.363	102.179	110.211	111.733	12.656	17,17	15.816	18,31	8.032	7,86	1.522	1,38	38.026	51,59
Ilgalaikiai įsipareigojimai	33.497	35.637	51.888	44.153	40.509	2.140	6,39	16.251	45,60	-7.735	-14,91	-3.644	-8,25	7.012	20,93
Paskolos ir finansinio lizingo įsipareigojimai	22.279	24.117	35.755	28.684	24.916	1.838	8,25	11.638	48,26	-7.071	-19,78	-3.768	-13,14	2.637	11,84
Išvestinės finansinės priemonės		1.045	1.707	1.207	1.294	1.045	-	662	63,35	-500	-29,29	87	7,21	1.294	-
Vyriausybės dotacijos	8.479	7.842	12.564	11.204	10.771	-637	-7,51	4.722	60,21	-1.360	-10,82	-433	-3,86	2.292	27,03
Atidėtojo mokesčio įsipareigojimas	2.739	2.633	1.862	3.058	3.528	-106	-3,87	-771	-29,28	1.196	64,23	470	15,37	789	28,81
Trumpalaikiai įsipareigojimai	40.210	50.726	50.291	66.058	71.224	10.516	26,15	-435	-0,86	15.767	31,35	5.166	7,82	31.014	77,13
Paskolos ir finansinio lizingo įsipareigojimai	18.421	21.144	17.950	25.826	30.953	2.723	14,78	-3.194	-15,11	7.876	43,88	5.127	19,85	12.532	68,03
Mokėtinas pelno mokestis	1	0	0	0	39	-1	-100,00	0	-	0	-	39	-	38	3.800,00
Išvestinės finansinės priemonės		352	436	358	378	352	-	84	23,86	-78	-17,89	20	5,59	378	-
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos*	21.788	29.230	31.905	39.874	39.854	7.442	34,16	2.675	9,15	7.969	24,98	-20	-0,05	18.066	82,92
NUOSAVYBĖS IR ĮSIPAREIGOJIMŲ:	123.520	142.495	162.180	181.291	194.175	18.975	15,36	19.685	13,81	19.111	11,78	12.884	7,11	70.655	57,20

2 PRIEDAS

AB „Vilkyškių pieninė“ horizontali pelno nuostolių ataskaitos analizė

	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2011		2011-2012		2012-2013		2013-2014		2010-2014	
						Lt	Proc.	Lt	Proc.	Lt	Proc.	Lt	Proc.	Lt	Proc.
Pajamos	244.273	290.133	295.759	364.432	378.633	45.860	18,77	5.626	1,94	68.673	23,22	14.201	3,90	134.360	55,00
Pardavimų savikaina	-215.120	-260.955	-265.705	-323.793	-339.686	-45.835	21,31	-4.750	1,82	-58.088	21,86	-15.893	4,91	-124.566	57,91
Bendrasis pelnas	29.153	29.178	30.054	40.639	38.947	25	0,09	876	3,00	10.585	35,22	-1.692	-4,16	9.794	33,60
Kitos veiklos pajamos	3.510	825	1.095	1.441	2.581	-2.685	-76,50	270	32,73	346	31,60	1.140	79,11	-929	-26,47
Paskirstymo sąnaudos	-7.495	-9.782	-12.799	-17.309	-16.913	-2.287	30,51	-3.017	30,84	-4.510	35,24	396	-2,29	-9.418	125,66
Administracinės sąnaudos	-7.584	-7.587	-8.793	-8.205	-10.645	-3	0,04	-1.206	15,90	588	-6,69	-2.440	29,74	-3.061	40,36
Kitos veiklos sąnaudos	-3.848	-268	-341	-257	-966	3.580	-93,04	-73	27,24	84	-24,63	-709	275,88	2.882	-74,90
<i>Iš viso veiklos sąnaudų</i>	<i>-15.417</i>	<i>-16.812</i>	<i>-20.838</i>	<i>-24.330</i>	<i>-25.943</i>	<i>-1.395</i>	<i>9,05</i>	<i>-4.026</i>	<i>23,95</i>	<i>-3.492</i>	<i>16,76</i>	<i>-1.613</i>	<i>6,63</i>	<i>-10.526</i>	<i>68,28</i>
Veiklos pelnas	13.736	12.366	9.216	16.309	13.004	-1.370	-9,97	-3.150	-25,47	7.093	76,96	-3.305	-20,26	-732	-5,33
Finansinės veiklos pajamos	514	133	110	100	70	-381	-74,12	-23	-17,29	-10	-9,09	-30	-30,00	-444	-86,38
Finansinės veiklos sąnaudos	-1.904	-1.895	-2.423	-2.202	-2.125	9	-0,47	-528	27,86	221	-9,12	77	-3,50	-221	11,61
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos/pajamos	-1.390	-1.762	-2.313	-2.102	-2.055	-372	26,76	-551	31,27	211	-9,12	47	-2,24	-665	47,84
Pelnas prieš mokesčius	12.346	10.604	6.903	14.207	10.949	-1.742	-14,11	-3.701	-34,90	7.304	105,81	-3.258	-22,93	-1.397	-11,32
Pelno mokesčio sąnaudos	-504	37	772	-1.198	124	541	-107,34	735	1986,49	-1.970	-255,18	1.322	-110,35	628	-124,60
Grynasis pelnas	11.842	10.641	7.675	13.009	11.073	-1.201	-10,14	-2.966	-27,87	5.334	69,50	-1.936	-14,88	-769	-6,49

AB „Vilkyškių pieninė“ balanso vertikaloji analizė

	2010			2011			2012			2013			2014		
TURTAS	tūkst. Lt	Bendrasis	Dalinis	tūkst. Lt	Bendrasis	Dalinis	tūkst. Lt	Bendrasis	Dalinis	tūkst. Lt	Bendrasis	Dalinis	tūkst. Lt	Bendrasis	Dalinis
ILGALAIKIS TURTAS	91.434	74,02%	100%	97.913	68,71%	100%	119.201	73,50%	100%	123.093	67,90%	100%	133.161	68,58%	100%
Nekilnojamas turtas, įranga ir įrenginiai	65.674	53,17%	72%	72.344	50,77%	74%	93.927	57,92%	79%	97.493	53,78%	79%	107.761	55,50%	81%
Nematerialusis turtas	24.273	19,65%	27%	24.010	16,85%	25%	23.879	14,72%	20%	23.922	13,20%	19%	23.998	12,36%	18%
Ilgalaikės gautinos sumos	1.487	1,20%	2%	1.559	1,09%	2%	1.395	0,86%	1%	1.678	0,93%	1%	1.402	0,72%	1%
TRUMPALAIKIS TURTAS	32.086	25,98%	100%	44.582	31,29%	100%	42.979	26,50%	100%	58.198	32,10%	100%	61.014	31,42%	100%
Atsargos	16.950	13,72%	53%	23.259	16,32%	52%	23.969	14,78%	56%	30.179	16,65%	52%	35.637	18,35%	58%
Prekybos ir kitos gautinos sumos	12.986	10,51%	40%	19.383	13,60%	43%	16.724	10,31%	39%	25.513	14,07%	44%	23.328	12,01%	38%
Išankstiniai apmokėjimai	1.792	1,45%	6%	1.603	1,12%	4%	1.406	0,87%	3%	2.265	1,25%	4%	1.652	0,85%	3%
Pinigai ir pinigų ekvivalentai	358	0,29%	1%	337	0,24%	1%	880	0,54%	2%	241	0,13%	0,4%	397	0,20%	1%
TURTAS IŠ VISO:	123.520	100,00%		142.495	100,00%		162.180	100,00%		181.291	100,00%		194.175	100,00%	
NUOSAVYBĖ IR ĮSIPAREIGOJIMAI															
NUOSAVAS KAPITALAS	49.813	40,33%	100%	56.132	39,39%	100%	60.001	37,00%	100%	71.080	39,21%	100%	82.442	42,46%	100%
Akcinis kapitalas	11.943	9,67%	24%	11.943	8,38%	21%	11.943	7,36%	20%	11.943	6,59%	17%	11.943	6,15%	14%
Akcijų priedai	11.396	9,23%	23%	11.396	8,00%	20%	11.396	7,03%	19%	11.396	6,29%	16%	11.396	5,87%	14%
Rezervai	8.252	6,68%	17%	12.494	8,77%	22%	11.389	7,02%	19%	11.816	6,52%	17%	17.699	9,11%	21%
Nepaskirstytas pelnas	18.067	14,63%	36%	20.195	14,17%	36%	25.132	15,50%	42%	35.742	19,72%	50%	41.241	21,24%	50%
Mažumos dalis	155	0,13%	0,31%	104	0,07%	0,19%	141	0,09%	0,23%	183	0,10%	0,26%	163	0,08%	0,20%
ĮSIPAREIGOJIMAI	73.707	59,67%	100%	86.363	60,61%	100%	102.179	63,00%	100%	110.211	60,79%	100%	111.733	57,54%	100%
Ilgalaikiai įsipareigojimai	33.497	27,12%	45%	35.637	25,01%	41%	51.888	31,99%	51%	44.153	24,35%	40%	40.509	20,86%	36%
Paskolos ir finansinio lizingo įsipareigojimai	22.279	18,04%	30%	24.117	16,92%	28%	35.755	22,05%	35%	28.684	15,82%	26%	24.916	12,83%	22%
Išvestinės finansinės priemonės		0,00%	0%	1.045	0,73%	1%	1.707	1,05%	2%	1.207	0,67%	1%	1.294	0,67%	1%
Vyriausybės dotacijos	8.479	6,86%	12%	7.842	5,50%	9%	12.564	7,75%	12%	11.204	6,18%	10%	10.771	5,55%	10%
Atidėtojo mokesčio įsipareigojimas	2.739	2,22%	4%	2.633	1,85%	3%	1.862	1,15%	2%	3.058	1,69%	3%	3.528	1,82%	3%
Trumpalaikiai įsipareigojimai	40.210	32,55%	55%	50.726	35,60%	59%	50.291	31,01%	49%	66.058	36,44%	60%	71.224	36,68%	64%
Paskolos ir finansinio lizingo įsipareigojimai	18.421	14,91%	25%	21.144	14,84%	24%	17.950	11,07%	18%	25.826	14,25%	23%	30.953	15,94%	28%
Mokėtinas pelno mokestis	1	0,00%	0%	0	0,00%	0%	0	0,00%	0%	0	0,00%	0%	39	0,02%	0%
Išvestinės finansinės priemonės				352	0,25%	0%	436	0,27%	0%	358	0,20%	0%	378	0,19%	0%
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos*	21.788	17,64%	30%	29.230	20,51%	34%	31.905	19,67%	31%	39.874	21,99%	36%	39.854	20,52%	36%
NUOSAVYBĖS IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	123.520	100,00%		142.495	100,00%		162.180	100,00%		181.291	100,00%		194.175	100,00%	

AB „Vilkyškių pieninė“ pelno nuostolių vertiklioji analizė

	2010		2011		2012		2013		2014	
	tūkst. Lt	Proc.	tūkst. Lt	Proc.	tūkst. Lt	Proc.	tūkst. Lt	Proc.	tūkst. Lt	Proc.
Pajamos	244.273	100,00%	290.133	100,00%	295.759	100,00%	364.432	100,00%	378.633	100,00%
Pardavimų savikaina	-215.120	-88,07%	-260.955	-89,94%	-265.705	-89,84%	-323.793	-88,85%	-339.686	-89,71%
Bendrasis pelnas	29.153	11,93%	29.178	10,06%	30.054	10,16%	40.639	11,15%	38.947	10,29%
Kitos veiklos pajamos	3.510	1,44%	825	0,28%	1.095	0,37%	1.441	0,40%	2.581	0,68%
Paskirstymo sąnaudos	-7.495	-3,07%	-9.782	-3,37%	-12.799	-4,33%	-17.309	-4,75%	-16.913	-4,47%
Administracinės sąnaudos	-7.584	-3,10%	-7.587	-2,62%	-8.793	-2,97%	-8.205	-2,25%	-10.645	-2,81%
Kitos veiklos sąnaudos	-3.848	-1,58%	-268	-0,09%	-341	-0,12%	-257	-0,07%	-966	-0,26%
<i>Veiklos sąnaudos</i>	<i>-15.417</i>	<i>-6,31%</i>	<i>-16.812</i>	<i>-5,79%</i>	<i>-20.838</i>	<i>-7,05%</i>	<i>-24.330</i>	<i>-6,68%</i>	<i>-25.943</i>	<i>-6,85%</i>
Veiklos rezultatas	13.736	5,62%	12.366	4,26%	9.216	3,12%	16.309	4,48%	13.004	3,43%
Finansinės veiklos pajamos	514	0,21%	133	0,05%	110	0,04%	100	0,03%	70	0,02%
Finansinės veiklos sąnaudos	-1.904	-0,78%	-1.895	-0,65%	-2.423	-0,82%	-2.202	-0,60%	-2.125	-0,56%
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos/pajamos	-1.390	-0,57%	-1.762	-0,61%	-2.313	-0,78%	-2.102	-0,58%	-2.055	-0,54%
Pelnas prieš mokesčius	12.346	5,05%	10.604	3,65%	6.903	2,33%	14.207	3,90%	10.949	2,89%
Pelno mokesčio sąnaudos	-504	-0,21%	37	0,01%	772	0,26%	-1.198	-0,33%	124	0,03%
Ataskaitinių metų pelnas	11.842	4,85%	10.641	3,67%	7.675	2,60%	13.009	3,57%	11.073	2,92%

AB „Vilkyškių pieninė“ ir jos konkurentų pelningumo rodikliai 2010-2014m.

PELNINGUMO RODIKLIAI		2010	2011	2012	2013	2014
Bendrasis pelningumas	VLP	11,93%	10,06%	10,16%	11,15%	10,29%
	PZV	19,27%	18,87%	19,00%	16,53%	15,57%
	RSU	14,10%	14,20%	11,24%	12,22%	7,70%
	ZMP	20,65%	19,07%	19,23%	19,02%	16,35%
Grynasis pelningumas	VLP	4,85%	3,67%	2,60%	3,57%	2,92%
	PZV	2,99%	3,66%	3,78%	1,30%	2,08%
	RSU	4,44%	4,02%	3,68%	3,81%	-0,15%
	ZMP	4,46%	2,01%	4,80%	4,39%	1,64%
Akcinio kapitalo pelningumas (ROE)	VLP	23,77%	18,96%	12,79%	18,30%	13,43%
	PZV	12,63%	17,37%	19,57%	7,49%	12,51%
	RSU	12,62%	9,56%	9,31%	9,52%	-0,39%
	ZMP	15,85%	7,70%	15,99%	13,71%	5,10%
Turto pelningumas (ROA)	VLP	9,59%	7,47%	4,73%	7,18%	5,70%
	PZV	5,70%	7,70%	8,61%	2,71%	5,53%
	RSU	7,61%	6,17%	6,52%	6,41%	-0,27%
	ZMP	10,17%	4,48%	11,06%	10,16%	3,82%
Investicijų pelningumas (ROI)	VLP	8,22%	6,38%	3,73%	6,18%	4,72%

* Čia ir toliau: VLP – AB „Vilkyškių pieninė“; PZV – AB „Pieno žvaigždės“; RSU – AB „Rokiškio sūris“; ZMP – AB „Žemaitijos pienas“

AB „Vilkyškių pieninė“ ir jos konkurentų likvidumo rodikliai 2010-2014m.

LIKVIDUMO RODIKLIAI		2010	2011	2012	2013	2014
Bendrasis likvidumas	VLP	0,80	0,88	0,85	0,88	0,86
	PZV	1,01	1,72	1,13	1,40	1,13
	RSU	1,70	1,85	2,25	2,09	2,44
	ZMP	2,52	1,74	2,46	3,01	2,91
Skubaus padengimo koeficientas	VLP	0,38	0,42	0,38	0,42	0,36
	PZV	0,55	0,86	0,68	0,51	0,57
	RSU	1,19	1,17	1,44	1,24	1,33
	ZMP	1,21	0,64	0,78	0,83	1,27
Padengimo gryniaisiais pinigais koeficientas	VLP	0,01	0,01	0,02	0,00	0,01
	PZV	0,03	0,02	0,04	0,02	0,02
	RSU	0,16	0,08	0,05	0,14	0,08
	ZMP	0,18	0,12	0,10	0,13	0,46
Grynasis apyvartinis kapitalas, tūkst. Lt (VLP)	VLP	-8.124	-6.144	-7.312	-7.860	-10.210

AB „Vilkyškių pieninė“ ir jos konkurentų apyvartumo rodikliai 2010-2014m.

APYVARTUMO RODIKLIAI		2010	2011	2012	2013	2014
Atsargų apyvartumas	VLP	12,69	11,22	11,09	10,73	9,53
	PZV	8,30	7,51	11,30	6,44	12,02
	RSU	7,60	6,22	7,45	5,88	5,22
	ZMP	5,54	4,42	4,14	3,80	5,40
Ilgalaikio turto apyvartumas	VLP	2,67	2,96	2,48	2,96	2,84
	PZV	3,19	3,84	3,88	3,64	4,28
	RSU	4,86	3,66	4,31	4,37	5,70
	ZMP	6,13	6,23	6,93	7,22	6,49
Viso turto apyvartumas	VLP	1,98	2,04	1,82	2,01	1,95
	PZV	1,90	2,10	2,28	2,08	2,66
	RSU	1,72	1,54	1,77	1,68	1,77
	ZMP	2,28	2,22	2,30	2,31	2,33
Debitorinio įsiskolinimo apyvartumas	VLP	18,81	14,97	17,68	14,28	16,23
	PZV	9,18	9,57	9,64	14,72	14,82
	RSU	6,15	6,95	6,58	6,64	7,10
	ZMP	6,99	5,46	5,12	4,69	6,46
Kreditorinio įsiskolinimo apyvartumas	VLP	9,87	8,82	8,22	8,05	8,44
	PZV	8,89	9,87	10,35	8,29	14,38
	RSU	8,66	10,08	11,93	10,85	9,94
	ZMP	13,42	13,09	14,82	13,58	11,67
Atsargų apyvartumas dienomis	VLP	28,76	32,53	32,93	34,02	38,29
	PZV	43,97	48,60	32,31	56,65	30,36
	RSU	48,02	58,72	48,99	62,05	69,89
	ZMP	65,84	82,54	88,19	96,00	67,54
Debitorinio įsiskolinimo apyvartumas dienomis	VLP	19,40	24,38	20,64	25,55	22,49
	PZV	39,77	38,14	37,87	24,80	24,63
	RSU	59,38	52,50	55,47	54,97	51,43
	ZMP	52,25	66,80	71,23	77,75	56,49
Kreditorinio įsiskolinimo apyvartumas dienomis	VLP	36,97	41,38	44,43	45,35	43,23
	PZV	41,08	36,98	35,25	44,05	25,38
	RSU	42,16	36,21	30,59	33,63	36,72
	ZMP	27,21	27,89	24,63	26,88	31,27
Pinigų apyvartos ciklas	VLP	11,20	15,54	9,14	14,22	17,55
	PZV	42,67	49,76	34,92	37,40	29,61
	RSU	65,24	75,01	73,87	83,40	84,60
	ZMP	90,89	121,45	134,79	146,87	92,76

Listinguojamų pieno sektoriaus įmonių rinkos rodikliai 2010-2014m.

AB "Vilkyškių pieninė"					
Rinkos vertės	2010	2011	2012	2013	2014
Kapitalizacija, Lt	70.927.279	49.484.148	50.721.252	64.741.761	82.473.581
Kainos/ pelno santykis (P/E)	5,99	4,65	6,61	4,98	7,45
Dividendai akcijai (DPS)	0,10	0,24	0,25	0,21	0,30
Pelnas akcijai (EPS)	0,99	0,89	0,64	1,09	0,93
Dividendų pajamingumas	0,02	0,06	0,06	0,04	0,04
Dividendų išmokėjimo koeficientas	0,10	0,27	0,39	0,19	0,32
Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis (P/Bv)	1,42	0,88	0,85	0,91	1,00
Akcijų skaičius , vnt.	11.943.000	11.943.000	11.943.000	11.943.000	11.943.000
Akcijos rinkos kaina, LTL	5,94	4,14	4,25	5,42	6,91
Dividendai, LTL	1.194.000	2.883.000	2.986.000	2.508.000	3.582.900

AB "Žemaitijos pienas"					
Rinkos vertės	2010	2011	2012	2013	2014
Kapitalizacija	116.753.411	113.412.827	100.217.520	129.280.601	117.421.528
Kainos/ pelno santykis (P/E)	6,04	11,39	4,17	5,56	12,90
Dividendai akcijai (DPS)	0,05	0,05	0,00	0,02	0,00
Pelnas akcijai (EPS)	0,40	0,21	0,50	0,48	0,19
Dividendų pajamingumas	0,02	0,02	0,00	0,01	0,00
Dividendų išmokėjimo koeficientas	0,13	0,25	0,00	0,05	0,00
Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis (P/Bv)	0,96	0,88	0,67	0,76	0,66
Akcijų skaičius , vnt.	48.375.000				
Akcijos rinkos kaina, LTL	2,41	2,34	2,07	2,67	2,43
Dividendai, LTL	2.462.000	2.500.000	0	1.147.000	0

AB "Pieno žvaigždės"					
Rinkos vertės	2010	2011	2012	2013	2014
Kapitalizacija	276.995.514	316.111.772	333.143.253	349.987.575	290.096.653
Kainos/ pelno santykis (P/E)	14,92	12,31	11,46	35,38	16,87
Dividendai akcijai (DPS)	0,22	0,46	0,46	0,50	0,22
Pelnas akcijai (EPS)	0,34	0,47	0,54	0,18	0,32
Dividendų pajamingumas	0,04	0,08	0,07	0,08	0,04
Dividendų išmokėjimo koeficientas	0,65	0,97	0,85	2,76	0,69
Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis (P/Bv)	1,88	2,14	2,24	2,66	2,11
Akcijų skaičius , vnt.	54.205.031				
Akcijos rinkos kaina, LTL	5,11	5,83	6,15	6,46	5,35
Dividendai, LTL	12.098.000	24.947.000	24.665.000	27.302.000	11.861.000

P. Fernandez (2015) išskiriami verslo vertės nustatymo metodai ir jų grupavimas

Pagrindiniai vertės nustatymo metodai						
Metodų grupė	Balanso	Pelno (nuostolių)	Mišrūs (prestižo)	Pinigų srautų diskontavimo	Sukuriamos vertės	Opcionų
Metodai	Balansinės vertės	Pelno daugiklio	"Klasikinis"	Diskontuotų laisvųjų pinigų srautų	Ekonominio pelno	Black ir Scholes
	Pakoreguotos balansinės vertės	Pardavimo pajamų daugiklio	Europos apskaitos ekspertų sąjungos	Diskontuotų pinigų srautų nuosavybei	Ekonominės pridėtinės vertės (EVA)	Investicijų opcionų
	Likvidavimo vertės	Dividendų daugiklio		Diskontuotų pinigų srautų kapitalui	Sukuriamos piniginės vertės	Investicijų užlaikymo
	Atstatomosios vertės			Dividendų diskontavimo		Alternatyvių panaudojimų

AB „Vilkyškių pieninė“ ir jos konkurentų įsipareigojimų rodikliai

ĮSIPAREIGOJIMŲ RODIKLIAI		2010	2011	2012	2013	2014
Skolos koeficientas	VLP	0,60	0,61	0,63	0,61	0,58
	PZV	0,55	0,56	0,56	0,64	0,56
	RSU	0,40	0,35	0,30	0,33	0,30
	ZMP	0,36	0,42	0,31	0,26	0,25
Skolos-nuosavybės santykis	VLP	1,48	1,54	1,70	1,55	1,36
	PZV	1,22	1,26	1,27	1,77	1,26
	RSU	0,66	0,55	0,43	0,49	0,43
	ZMP	0,56	0,72	0,45	0,35	0,34
Finansinių įsipareigojimų koeficientas	VLP	0,33	0,32	0,33	0,30	0,29
	PZV	0,35	0,36	0,36	0,40	0,38
	RSU	0,18	0,16	0,13	0,16	0,11
	ZMP	0,11	0,19	0,08	0,01	0,00

Ilgalaikio turto ir nusidėvėjimo prognozė 2015-2019m.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	VIDURKIS 2011-2015m	Vidurkis 2011-2019m.
ŽEMĖ IR PASTATAI											
likutinė vertė metų pradžiai	25.250	24.003	24.839	25.187	32.704	34.568	35.717	36.995	38.006		
<i>įsigijimas</i>	28	389	655	4.214	1.322	1.622	655	1.950	1.560		
<i>pardavimas</i>	-18	0	-7	-323	-87	-102	-87	-72	-90		
<i>kita</i>	-371	2.689	830	-5.306	-540	-940	1.020	-1.700	-540		
<i>nusidėvėjimas per metus</i>	1.277	1.183	1.137	1.243	1.210	1.310	1.410	2.245	1.882		
<i>nusidėvėjimas (kita)</i>	-391	1.059	-7	-10.175	-2.379	-1.879	-1.100	-3.078	-3.100		
likutinė vertė metų pabaigai	24.003	24.839	25.187	32.704	34.568	35.717	36.995	38.006	40.154		
Nusidėvėjimo koeficientas	5,3%	4,8%	4,5%	3,8%	3,5%	3,7%	3,8%	5,9%	4,7%	4,4%	4,4%
Investavimo koeficientas	0,2%	1,3%	4,9%	20,8%	6,8%	10,1%	2,8%	7,6%	6,5%	6,8%	6,8%
MAŠINOS IR ĮRENGIMAI											
likutinė vertė metų pradžiai	33.074	38.822	59.989	56.844	63.309	70.630	75.846	85.852	90.732		
<i>įsigijimas</i>	8.677	8.055	2.584	8.764	7.020	7.312	9.055	7.832	8.620		
<i>pardavimas</i>	-1.659	-3.333	-2.470	-1.737	-2.300	-2.500	-1.800	-2.169	-2.687		
<i>kita</i>	2.432	20.908	2.258	7.911	8.139	6.377	9.500	9.431	8.422		
<i>nusidėvėjimas per metus</i>	4.387	5.901	7.275	7.822	6.346	6.781	8.600	10.926	12.301		
<i>nusidėvėjimas (kita)</i>	-685	-1.438	-1.758	651	-808	-808	-1.851	-712	-1.200		
likutinė vertė metų pabaigai	38.822	59.989	56.844	63.309	70.630	75.846	85.852	90.732	93.986		
Nusidėvėjimo koeficientas	11,3%	9,8%	12,8%	12,4%	9,0%	8,9%	10,0%	12,0%	13,1%	11,1%	11,0%
Investavimo koeficientas	62,6%	27,2%	19,2%	43,2%	36,3%	45,6%	39,0%	30,4%	36,1%	37,7%	37,7%

11 PRIEDO TĘSINYS

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	VIDURKIS 2011-2015m	Vidurkis 2011-2019m.
KITAS TURTAS											
praėjusių m. likutinė vertė	6.464	5.486	3.408	3.396	3.573	3.915	3.877	4.608	2.771		
<i>įsigijimas</i>	558	285	580	753	544	544	680	520	1.080		
<i>pardavimas</i>	-768	-448	-215	-902	-583	-583	-606	-522	-598		
<i>kita</i>	-607	-4.352	202	124	-94	-94	-1.208	-2.057	-1.600		
<i>nusidėvėjimas per metus</i>	1.058	699	728	694	795	795	785	800	440		
<i>nusidėvėjimas (kita)</i>	-897	-3.136	-149	-896	-1.270	-890	-2.650	-1.022	-1.900		
likutinė vertė metų pabaigai	5.486	3.408	3.396	3.573	3.915	3.877	4.608	2.771	3.113		
Nusidėvėjimo koeficientas	19,3%	20,5%	21,4%	19,4%	20,3%	20,5%	17,0%	28,9%	14,1%	20,2%	20,2%
Investavimo koeficientas	4,0%	1,0%	4,3%	3,7%	2,8%	3,4%	2,9%	2,0%	4,5%	3,2%	3,2%
NEBAIGTA STATYBA											
praėjusių m. likutinė vertė	886	4.033	5.691	12.066	8.175	9.997	16.215	18.066	29.339		
<i>įsigijimas</i>	4.601	20.903	9.665	6.547	10.429	6.547	12.851	15.423	12.599		
<i>kita</i>	-1.454	-19.245	-3.290	-10.438	-8.607	-329	-11.000	-4.150	-1.403		
likutinė vertė metų pabaigai	4.033	5.691	12.066	8.175	9.997	16.215	18.066	29.339	40.535		
Investavimo koeficientas	33,2%	70,5%	71,7%	32,3%	54,0%	40,9%	55,3%	60,0%	52,8%	52,3%	52,3%

Prognozuojama AB „Vilkyškių pieninė“ pelno (nuostolių) ataskaita 2015-2019 m.

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Pajamos	378.633	383.555	392.761	406.507	426.426	447.321
Pardavimų savikaina	339.686	342.445	350.664	362.937	380.721	399.377
Bendrasis pelnas	38.947	41.110	42.097	43.570	45.705	47.944
Paskirstymo sąnaudos	16.913	16.876	17.089	17.414	17.854	18.311
Administracinės sąnaudos	10.645	10.943	11.249	11.587	11.935	12.281
Kitos veiklos pajamos	2.581	3.013	3.517	4.106	4.793	5.595
Kitos veiklos sąnaudos	966	896	1.045	1.220	1.425	1.663
Veiklos rezultatas	13.004	15.409	16.230	17.454	19.284	21.285
Finansinės veiklos pajamos	70	94	93	92	91	90
Finansinės veiklos sąnaudos	2.125	2.122	2.131	2.193	2.261	2.361
Grynosios finansinės veiklos sąnaudos/pajamos	-2.055	-2.028	-2.038	-2.101	-2.170	-2.271
Pelnas prieš mokesčius	10.949	13.380	14.192	15.353	17.115	19.014
Pelno mokesčio sąnaudos	124	0	0	0	0	0
Ataskaitinių metų pelnas	11.073	13.380	14.192	15.353	17.115	19.014

Prognozuojamas AB „Vilkyškių pieninės“ balansas 2015-2019 m.

TURTAS	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
ILGALAIKIS TURTAS	133.161	144.442	156.920	170.723	185.989	202.873
Nekilnojamas turtas, įranga ir įrengimai	107.761	119.110	131.655	145.521	160.848	177.788
Nematerialusis turtas	23.998	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000
Ilgalaikės gautinos sumos	1.402	1332	1265	1202	1142	1085
TRUMPALAIKIS TURTAS	61.014	62.211	63.687	65.953	69.193	72.580
Atsargos	35.637	36.100	36.967	38.261	40.135	42.102
Prekybos ir kitos gautinos sumos	23.328	23.631	24.198	25.045	26.273	27.560
Išankstiniai apmokėjimai	1.652	2.157	2.209	2.287	2.399	2.516
Pinigai ir pinigų ekvivalentai	397	322	313	361	387	402
TURTAS IŠ VISO:	194.175	206.653	220.608	236.677	255.183	275.453
NUOSAVYBĖ IR ĮSIPAREIGOJIMAI	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
NUOSAVAS KAPITALAS	82.442	93.609	105.417	118.191	132.431	148.059
Akcinis kapitalas	11.943	11.943	11.943	11.943	11.943	11.943
Akcijų priedai	11.396	11.396	11.396	11.396	11.396	11.396
Rezervai	17.699	17.699	17.699	17.699	17.699	17.699
Nepaskirstytas pelnas	41.241	52.347	64.126	76.870	91.075	106.666
Mažumos dalis	163	225	253	284	318	355
ĮSIPAREIGOJIMAI	111.733	113.044	115.190	118.486	122.752	127.393
Ilgalaikiai įsipareigojimai	40.509	44.373	44.177	51.678	59.964	65.806
Paskolos ir finansinio lizingo įsipareigojimai	24.916	28.012	26.895	34.087	41.886	47.879
Išvestinės finansinės priemonės	1.294	1.401	1.345	1.704	2.094	2.394
Vyriausybės dotacijos	10.771	11.100	11.671	11.171	10.771	9.771
Atidėtojo mokesčio įsipareigojimas	3.528	3.860	4.266	4.716	5.212	5.761
Trumpalaikiai įsipareigojimai	71.224	68.671	71.014	66.807	62.788	61.588
Paskolos ir finansinio lizingo įsipareigojimai	30.953	27.833	29.184	23.624	17.609	14.265
Mokėtinas pelno mokestis	39	0	0	0	0	0
Išvestinės finansinės priemonės	378	466	489	396	295	239
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos*	39.854	40.372	41.341	42.788	44.885	47.084
NUOSAVYBĖS IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	194.175	206.653	220.608	236.677	255.183	275.453

AB „Vilkyškių pieninė“ vertės nustatymas ir tikrosios akcijų kainos nustatymas

kapitalo kaina (WACC)	5,34%
-----------------------	-------

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pajamos		383.555	392.761	406.507	426.426	447.321
Savikaina		342.445	350.664	362.937	380.721	399.377
Bendrasis pelnas		41.110	42.097	43.570	45.705	47.944
Veiklos sąnaudos		27.819	28.338	29.001	29.789	30.591
Pelnas prieš mokesčius		13.291	13.759	14.569	15.916	17.353
Pelno mokestis		0	0	0	0	0
Grynasis pelnas		13.291	13.759	14.569	15.916	17.353
Nusidėvėjimas		8.351	8.886	10.795	13.971	14.623
<i>Apyvartinis kapitalas</i>	<i>19.111</i>	<i>19.359</i>	<i>19.824</i>	<i>20.518</i>	<i>21.523</i>	<i>22.578</i>
<i>atsargos</i>	<i>35.637</i>	<i>36.100</i>	<i>36.967</i>	<i>38.261</i>	<i>40.135</i>	<i>42.102</i>
<i>pirkėjų skolos</i>	<i>23.328</i>	<i>23.631</i>	<i>24.198</i>	<i>25.045</i>	<i>26.273</i>	<i>27.560</i>
<i>skolos tiekėjams</i>	<i>39.854</i>	<i>40.372</i>	<i>41.341</i>	<i>42.788</i>	<i>44.885</i>	<i>47.084</i>
Apyvartinio kapitalo padidėjimas		248	465	694	1.005	1.055
Pagrindinės veiklos pinigų srautai		21.394	22.180	24.670	28.882	30.921
Investicijos		-16.345	-12.840	-20.748	-22.962	-20.484
Likutinė vertė						242.895
Laisvieji pinigų srautai įmonei (FCFF)	0	5.049	9.340	3.922	5.920	253.332
Diskontuoti pinigų srautai	0	4.793	8.417	3.355	4.807	195.310
Sukaupti diskontuoti pinigų srautai	0	4.793	13.210	16.565	21.372	216.682
VERSLO VERTĖ						216.682
Akcijų skaičius						11.943
AKCIJOS TIKROJI VERTĖ, Lt/akcijai						18,14