

LATVIJAS UNIVERSITĀTE EKONOMIKAS
UN VADĪBAS FAKULTĀTE Finanšu katedra

**LIETUVAS PIENA PĀRSTRĀDES UZŅĒMUMU
NOVĒRTĒŠANA**

Valuation of Lithuanian Milk Processing Enterprises

BAKALaura DARBS
Ekonomikas bakalaura studiju programma

Autors: **Zane Silabriede-Egle**
Studenta apliecības Nr.: zs06017
Darba vadītājs: profesore, Dr. ekon. Elvīra Zelgalve

RĪGA 2014

ANOTĀCIJA

Pielietojot dividenžu diskontēšanas, naudas plūsmas diskontēšanas un uzņēmumu salīdzināšanas metodes, kā arī aizņemtā kapitāla vērtības noteikšanas metodi, noteikta četru Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu vērtība. Darba izpētes objekts ir Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumi, bet izpētes subjekts ir šo uzņēmumu vērtība. Mērķis ir, izpētot ar uzņēmuma vērtības noteikšanu un Lietuvas piena pārstrādes nozari saistīto literatūru, kā arī apskatīto uzņēmumu finanšu pārskatus un šo uzņēmumu akciju cenas dinamiku akciju biržā, noteikt četru NASDAQ OMX Baltic tirgote Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu („Pieno Zvaigzdes”, „Rokiskio Suris”, „Vilkyskiu Pienine” un „Zemaitijos Pienas”) vērtību. Darba uzdevumi saistīti ar teorētiskās bāzes izpēti, aprēķiniem nepieciešamās informācijas apkopošanu un apstrādāšanu, aprēķinu veikšanu, secinājumu un priekšlikumu izstrādi.

Atslēgas vārdi: uzņēmuma vērtība, diskontēšana, dividendes, naudas plūsma, kapitāla cena, uzņēmuma izaugsme, salīdzināšana, koeficienti.

ANNOTATION

The value of four Lithuanian milk processing companies has been estimated by using discounted dividend, discounted cash flow and enterprise comparables methods, as well as method of setting value of the debt. The research object of thesis is Lithuanian milk processing companies, but research subject is the value of those companies. The aim is – to set value of four in NASDAQ OMX Baltic traded Lithuanian milk processing companies (“Pieno Zvaigzdes”, “Rokiskio Suris”, “Vilkyskiu Pienine” and “Zemaitijos Pienas”) by exploring literature, which refers to enterprise valuation and field of milk processing in Lithuania, and by exploring financial statements of current enterprises and movements of share price in stock market. The tasks of the work regard to the study of the theoretical framework, collecting and processing the information, which is needed for estimations, performing estimations, development of conclusions and suggestions.

Keywords: enterprise value, discounting, dividend, cash flow, required rate of return, enterprise growth, comparing, multipliers.

SATURS

Ievads.....	5
1. Uzņēmumu vērtības noteikšanas teorētiskais pamatojums	10
1.1. Vērtības jēdziena būtība	10
1.2. Uzņēmumu vērtēšanas nozīmība.....	12
1.3. Vērtēšanas metodes	17
1.3.1. Vērtēšanas metožu iedalījums.....	17
1.3.2. Naudas plūsmas diskontēšanas modelis	19
1.3.3. Dividenžu diskontēšanas modelis	24
1.3.4. Relatīvās (koeficientu, salīdzināšanas) vērtēšanas modelis	27
1.3.5. Kopsavilkums – kuru metodi lietot	33
1.4. Aizņemtā kapitāla vērtība.....	34
1.5. Ar vērtēšanu saistītie mīti un realitāte	38
2. Lietuvas piena tirgus raksturojums.....	41
3. Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumi.....	44
3.1. Uzņēmumu raksturojums	44
3.2. Izvēlēto uzņēmumu pašu kapitāla vērtības noteikšana.....	47
3.2.1. Dividenžu diskontēšanas metodes izmantošana.....	48
3.2.2. Naudas plūsmas diskontēšanas metodes izmantošana	55
3.2.3. Salīdzināšanas (koeficientu) metodes izmantošana	58
3.3. Aizņemtā kapitāla novērtēšana.....	66
3.4. Iegūto rezultātu novērtējums un apkopojums	71
Secinājumi un priekšlikumi	76
Izmantotā literatūra un avoti.....	80

IEVADS

Piena produkti gadsimtiem ilgi bijuši gandrīz ikviena Baltijas reģiona iedzīvotāja ikdienas ēdienkartē. Šis paradums nav mainījies arī šodien, bet ir lietas, kas ir mainījušās – piena produkti, ko liekam savā galdā, vairs nenāk no pašu vai kaimiņu īpašumā esošas gotiņas, tie nav tapuši vecmāmiņas rokām, bet gan piena pārstrādes uzņēmumos. Protams, industrializēta piena pārstrāde nav nekas jauns un pēdējām desmitgadēm raksturīgs. Piemēram, jau Latvijas pirmās brīvvalsts laikā viens no atpazīstamākajiem un nozīmīgākajiem eksporta produktiem bija sviests. Tas, kas piena pārstrādes jomā raksturīgs tieši pēdējām desmitgadēm, ir produkcijas dažādība, izvēles iespēju palielināšanās un Baltijas piena un piena produktu tirgus savstarpēja integrēšanās.

Tomēr, lai gan pārstrādes un piegādes forma ir mainījusies, piena produktu un piena nozares nozīmība Baltijas reģionā joprojām ir aktuāla.

Kādēļ izvēlēts pētīt un noteikt vērtību tieši Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumiem, nevis, piemēram, Latvijas piena pārstrādes uzņēmumiem? Atbilde uz šo jautājumu pamatojama ar vairākiem argumentiem:

1) lai izmantotu vienu no darba ietvaros pielietotajām uzņēmuma vērtības noteikšanas metodēm (salīdzināšanas jeb koeficientu metodi), nepieciešams zināt salīdzināmu uzņēmumu tirgus vērtību, bet akciju tirgū pašlaik tiek tirgotas tikai Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu akcijas, kamēr Latvijas piena pārstrādes uzņēmumi galvenokārt ir slēgtas akciju sabiedrības;

2) šīs pašas metodes pielietošanai nepieciešams salīdzināt vairākus salīdzināmus uzņēmumus, kuru akcijas tiek tirgotas biržā, bet Lietuvas piena pārstrādes joma ir vienīgā, kurai Baltijas akciju biržā NASDAQ OMX Baltic tiek tirgotas četru savstarpēji salīdzināmu uzņēmumu akcijas;

3) ņemot vērā, ka vērtēšanai izvēlēto uzņēmumu akcijas tiek tirgotas akciju biržā, ir pieejami detalizēti uzņēmumu finanšu pārskati par salīdzinoši ilgu laika periodu (atsevišķiem uzņēmumiem pat par laika posmu kopš 2003.gada);

4) Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumi pašlaik ir dominējošie Baltijas piena pārstrādes tirgū gan piena iepirkumu, gan ražošanas, gan realizācijas un eksporta jomā;

5) aptuveni 80% no Lietuvas piena pārstrādes tirgus ir sadalīts tieši starp apskatītajiem četriem uzņēmumiem („Pieno Zvaigzdes”, „Rokiskio Suris”, „Vilkyskiu Pienine” un „Zemaitijos Pienas”), kamēr Latvijā un Igaunijā tas ir daudz sadrumstalotāks.

Turklāt, lai pielietotu divas pārējās šī darba ietvaros izmantotās uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes, nepieciešams:

- 1) lai vērtējamie uzņēmumi būtu stabili un darbotos stabilā nozarē;
- 2) lai tie izmaksātu dividendes;
- 3) lai naudas plūsma no operatīvās darbības būtu pozitīva un nosacīti prognozējama;
- 4) lai uzņēmumu izaugsme būtu prognozējama;

5) lai pašu un aizņemtā kapitāla cena būtu aprēķināma vai kā šajā gadījumā – to būtu aprēķinājis atzīts jomas eksperts (darba ietvaros izmantota Ašvata Damodarana (*Damodaran*) aprēķinātā pašu un aizņemtā kapitāla cena);

- 6) lai uzņēmumu ieņēmumi būtu stabili un vēlams arī pozitīvi.

Tā kā visas šīs īpašības izvēlētajiem uzņēmumiem lielākā vai mazākā mērā piemīt, darba autore uzskata, ka četri akciju biržā tirgotie Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumi ir labākā iespējamā izvēle uzņēmumu vērtības noteikšanas teorētisko iestrāžu pārbaudīšanai uz Baltijas tirgū strādājošiem uzņēmumiem.

Otrs nozīmīgākais jautājums ir par to, kāpēc darba autore izvēlējusies veikt izvēlēto uzņēmumu vērtības noteikšanu un nevis, piemēram, finanšu stāvokļa analīzi, kas, iespējams, par uzņēmumiem un nozari, kurā tie darbojas, spētu pateikt daudz vairāk.

Pirmkārt un galvenokārt motivācija šādai pētniecības subjekta izvēlei meklējama darba autores vēlmē paplašināt un nostiprināt teorētiskās zināšanas par uzņēmuma vērtības noteikšanu, kā arī teorētisko zināšanu pielietošanu un pārbaudīšanu praksē – nosakot konkrētu Baltijas reģiona uzņēmumu vērtību.

Otrkārt, ņemot vērā Latvijas kā valsts un Baltijas reģiona nelielos izmērus, kā arī ierobežotās uzņēmumu vērtības noteikšanas teorētiskās bāzes pielietošanas iespējas (mazs akciju tirgus, salīdzināmu uzņēmumu trūkums u.c.), Latvijā uzņēmumu vērtības noteikšana pētniecības līmenī ir mazattīstīta, kas rada vēl jo lielāku izaicinājumu šī darba autorei.

Treškārt, šī darba ietvaros autore centusies noteikt gan pašu, gan aizņemtā kapitāla vērtību, kamēr lielākā daļa autoru pievērsušies galvenokārt tikai pašu kapitāla vērtības noteikšanai, ar to asociējot visu uzņēmuma vērtību, kas nebūt nav pareizākā pieeja, jo uzņēmuma kapitāls lielākoties sastāv gan no pašu, gan aizņemtā kapitāla, kas abi ģenerē naudas plūsmu, kas savukārt ietekmē uzņēmuma vērtību.

Nemot vērā visu iepriekš minēto, par šī darba **izpētes objektu** ir izvēlēti piena pārstrādes uzņēmumi (konkrētāk – Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumi), bet darba **izpētes subjekts** ir šo uzņēmumu vērtība.

Saistībā ar darba objektu un subjektu šī darba **mērķis** ir sekojošs: izpētīt ar uzņēmuma vērtības noteikšanu un Lietuvas piena pārstrādes nozari saistīto literatūru, kā arī apskatīt uzņēmumu finanšu pārskatus un šo uzņēmumu akciju cenas dinamiku akciju biržā, noteikt četru NASDAQ OMX Baltic tirgto Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu („Pieno Zvaigzdes”, „Rokiskio Suris”, „Vilkyskiu Pienine” un „Zemaitijos Pienas”) vērtību.

Mērķa sasniegšanai izvirzīti sekojoši **uzdevumi**:

- 1) gūt ieskatu par uzņēmuma vērtības būtību un vērtēšanas nozīmību praksē;
- 2) iepazīties ar uzņēmuma vērtības noteikšanas metodēm, ko apskata, analizē un piedāvā pārrobežu un Latvijas teorētiķi;
- 3) izvēlēties mērķa sasniegšanai piemērotākās uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes;
- 4) apskatīt un atrunāt katras metodes stiprās puses, trūkumus un pielietojamību;
- 5) iepazīties ar Lietuvas piena pārstrādes nozari, to raksturojošām īpatnībām un riskiem, kā arī apskatītajiem uzņēmumiem;
- 6) iepazīties ar izvēlēto uzņēmumu finanšu pārskatiem vēsturiskā perspektīvā;
- 7) strukturēt pārskatos atrodamo informāciju;
- 8) atlasīt nepieciešamo informāciju par uzņēmumus raksturojošajiem lielumiem un akciju cenu dinamiku NASDAQ OMX Baltic;
- 9) apstrādāt un pārveidot strukturēto informāciju finanšu vadības vajadzībām;
- 10) pamatojoties uz izvēlētajām vērtības noteikšanas metodēm, un, izmantojot apstrādāto informāciju, kas iegūta no NASDAQ OMX Baltic un uzņēmumu finanšu pārskatiem, veikt aprēķinus;
- 11) izmantojot iegūtos rezultātus un citus uzņēmumus raksturojošus lielumus, izveidot darbā izmantojamus uzskates līdzekļus (tabulas un grafikus);
- 12) interpretēt uzskates līdzekļos attēloto informāciju;
- 13) izvērtēt un apkopot iegūtos rezultātus;
- 14) izdarīt secinājumus un sniegt priekšlikumus pētniekiem, uzņēmumu īpašniekiem un investoriem.

Lai sasniegtu mērķi un atspoguļotu izvirzīto uzdevumu izpildi, darbā izveidotas trīs nodaļas, bet darba nobeigumā atrodami secinājumi un priekšlikumi. Pirmā nodaļa, kurā sniegta

uzņēmuma vērtības noteikšanai nepieciešamā teorētiskā bāze, veltīta vērtēšanas problemātikas atspoguļošanai un darbā izmantoto vērtēšanas metožu apskatam un raksturošanai.

Otrā nodaļa īsumā raksturo Lietuvas piena pārstrādes jomu un iepazīstina ar riskiem, ar kuriem var saskarties piena nozare, attiecinot tos arī uz pašreizējo situāciju Lietuvas piena pārstrādes jomā.

Trešajā nodaļā, izmantojot pirmajā nodaļā aprakstītās un raksturotās uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes, veikta četru iepriekš minēto Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu vērtības noteikšana, atsevišķi nosakot pašu kapitāla un aizņemtā kapitāla vērtību. Šīs nodaļas pēdējā apakšnodaļā sniegts iegūto rezultātu apkopojums.

Visbeidzot, secinājumu un priekšlikumu daļā apkopti darba gaitā izdarītie secinājumi un sniegti priekšlikumi dažādām potenciāli ieinteresētajām pusēm.

Darba ietvaros galvenokārt izmantotas kvantitatīvās pētījumu metodes, kas ietver sekundāro datu (NASDAQ OMX Baltic mājas lapā atrodamās informācijas un apskatīto uzņēmumu finanšu pārskatos publicēto datu) apkopošanu, sistematizēšanu, strukturēšanu un pārveidošanu aprēķinu un analīzes vajadzībām, kā arī aprēķinu veikšanu. Nenoliedzami nozīmīga loma ir arī kvalitatīvo pētījumu metožu izmantošanai, kas šoreiz ietver teorētiskās informācijas apkopošanu un strukturēšanu, kā arī darba gaitā izveidoto tabulu un grafiku aprakstīšanu un iegūto rezultātu interpretēšanu. Kvantitatīvo datu apkopošanai, pārveidošanai un strukturēšanai, kā arī aprēķinu veikšanai un grafiku izstrādei izmantota datorprogramma Microsoft Excel.

Darbā pētītais periods ir laika posms no 2002.gada līdz 2013.gadam. Šis laika posms galvenokārt izvēlēts divu iemeslu dēļ:

1) senākie pieejamie finanšu pārskati diviem no uzņēmumiem ir kopš 2003.gada, bet diviem pārējiem uzņēmumiem – kopš 2004.gada un 2005.gada;

2) darba autore uzskata, ka apskatot uzņēmumus ilgākā dinamikā, iespējams veikt precīzākus un situācijai atbilstošākus darba gaitā nepieciešamos pieņēmumus un izvēlēties aprēķinu veikšanai nepieciešamos rādītājus (jo īpaši tādēļ, ka uzņēmumu attīstība krīzes ietekmē novirzījās no ierastās dinamikas, kas var sniegt nepatiesu priekšstatu par turpmākām uzņēmumu attīstības perspektīvām un tendencēm, kas savukārt nenoliedzami ietekmē aprēķināto uzņēmumu vērtību).

Aprēķinātā uzņēmumu vērtība ir balstīta uz 2013.gada pārskatos atrodamo informāciju un šī paša gada akciju tirgus cenām, bet visu apskatīto uzņēmumu izaugsmes perspektīvas balstītas uz laika periodu no 2004.līdz 2013.gadam, lai dati savā starpā būtu salīdzināmi.

Darba izstrādei izmantoti četri galvenie datu avoti:

1) grāmatas un publikācijas, kurās sniegts uzņēmumu vērtības noteikšanas teorētiskais pamatojums. Nozīmīgākais autors, kurš starptautiski tiek uzskatīts par uzņēmumu vērtības noteikšanas teorijas aktīvāko attīstītāju un popularizētāju, ir jau minētais Ašvats Damodarans. Darba ietvaros izmantots ne tikai Damodarana sniegtais uzņēmumu vērtības noteikšanas teorētiskais pamatojums, bet arī viņa aprēķinātie lielumi katra apskatītā uzņēmuma pašu un aizņemtā kapitāla cenai. Tie atrodami minētā autora mājas lapā un tiek aprēķināti visiem pasaules uzņēmumiem, kas tiek publiski tirgoti;

2) internetā atrodamā informācija par Lietuvas piena pārstrādes jomu un tirgu;

3) apskatīto uzņēmumu gada pārskati kopš 2003.gada (ar informāciju par laika posmu kopš 2002.gada);

4) informācija no NASDAQ OMX Baltic mājas lapas par apskatītos uzņēmumus raksturojošajiem lielumiem un vēsturiskajām akciju cenām.

1. UZŅĒMUMU VĒRTĪBAS NOTEIKŠANAS TEORĒTISKAIS PAMATOJUMS

1.1. Vērtības jēdziena būtība

Pirms pievērsties dažādo uzņēmuma vērtības metožu apskatam, nozīmīgi saprast, kas ir uzņēmuma vērtība, kas to ietekmē un ar ko atšķiras, piemēram, tirgus vērtība no bilances vērtības un likvidācijas vērtības. Ričards Breilijs (*Brealey*) Stjuarts Maijers (*Myers*) un Alans Markus (*Marcus*) grāmatā „Korporatīvo finanšu pamati” (*Fundamentals of Corporate Finance*) šos trīs terminus un to raksturīgākās iezīmes definējuši sekojoši:

1) bilances vērtība – parāda, cik daudz uzņēmums ir samaksājis par tā aktīviem. Lai noteiktu bilances vērtību, tiek pielietota vienkāršota un bieži vien nereālistiska amortizācijas aprēķināšanas kārtība, kā arī bilancē netiek ņemta vērā inflācija. Bilances vērtība neparāda uzņēmuma patieso vērtību;

2) likvidācijas vērtība – vērtība, kas atspoguļo, cik daudz uzņēmums varētu iegūt, pārdodot savus aktīvus un atmaksājot parādus. Šī vērtība neatspoguļo uzņēmuma vērtību situācijā, kad tas darbojas veiksmīgi;

3) tirgus vērtība – cena, kādu investors ir gatavs un vēlas maksāt par konkrēta uzņēmuma akcijām. Tā ir atkarīga no šodienas aktīvu pelnīšanas spējas un nākotnes ieguldījumu ienesīguma.¹ Ilze Karlīna Kumačeva tirgus vērtību definē saskaņā ar biznesu vērtētāju starptautiskajā vārdnīcā atrodamo definīciju, ka „tirgus vērtība ir naudā vai tās ekvivalentos izteikta cena, par kādu var nodot īpašuma tiesības starp teorētisku labprātīgu pārdevēju un teorētisku labprātīgu pircēju, ja nevienai no pusēm nav apstākļu, kas spiestu pārdot vai pirkt, un abām pusēm ir pilnvērtīgs priekšstats par īpašumu.”²

Arī finansists un investors Šems Gads (*Gad*) publikācijā „Tirgus vērtība pret bilances vērtību” (*The Market Value Versus Book Value*) raksta par tirgus un bilances vērtību un to savstarpējo saistību. Viņš uzskata, ka saprast atšķirību starp aktīvu tirgus vērtību un bilances vērtību nav grūti, bet tai pašā laikā tas ir ļoti būtiski kaut vai tādēļ, lai saprastu, vai, investējot aktīvos, par tiem tiek samaksāta saprātīga un atbilstoša cena.

¹ Brealey R.A., Myers S.C., Marcus A.J. *Fundamentals of Corporate Finance*. Third edition., The McGraw-Hill Companies, USA, 2001, p.286

² Kumačeva I.K. Biznesa vērtēšana, vērtības definīcijas un vērtēšanas pamatprincipi. 01.11.2013., <http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=4876>

Bilances vērtību viņš definē kā iegūstamu no uzņēmuma bilances, atņemot no aktīviem aizņemto kapitālu. Vadoties pēc šīs definīcijas, uzņēmuma bilances vērtība ir vienāda ar pašu kapitāla vērtību. Būtībā tā ir pašu kapitāla bilances vērtība. Savukārt uzņēmuma tirgus vērtība ir iegūstama, vienas akcijas tirgus cenu pareizinot ar akciju skaitu.¹

Gads uzskaitījis trīs galvenos pieņēmumus par attiecībām starp bilances un tirgus vērtību:

1) ja bilances vērtība ir lielāka par tirgus vērtību – tirgus konkrēto uzņēmumu vērtē zemāk, nekā tas ir norādīts bilanci, kas visbiežāk norāda uz to, ka tirgus ir zaudējis ticību tam, ka uzņēmuma aktīvi nākotnē spēs ģenerēt naudas plūsmu. Citiem vārdiem sakot, tirgus netic, ka uzņēmums ir tik daudz vērts, cik norādīts uzņēmuma bilanci. Investori, kuri iegulda, galvenokārt ņemot vērā vērtību, bieži investē šādos uzņēmumos ar cerību, ka tirgus uzskati par konkrēto uzņēmumu ir nepareizi un patiesai situācijai neatbilstoši;

2) ja uzņēmuma tirgus vērtība ir lielāka par tā bilances vērtību – tirgus novērtē uzņēmumu augstāk, kas pamatojams ar to, ka pastāv uzskats, ka konkrētā uzņēmuma aktīviem ir potenciāls naudas plūsmas ģenerēšanā. Gandrīz visiem uzņēmumiem, kas pastāvīgi uzrāda pozitīvu peļņu, tirgus vērtība ir augstāka par bilances vērtību;

3) tirgus un bilances vērtība neatšķiras – tirgum nav pamatota iemesla ticēt, ka uzņēmuma aktīvi būtu vērtīgāki vai mazāk vērtīgi, kā tas norādīts uzņēmuma bilanci.²

Tirgus vērtība bieži tiek saukta arī par uzņēmuma patieso vērtību, tomēr ne vienmēr šāda pielīdzināšana ir korekta. Būtībā analītiķa pozīcija šajā jautājumā vistiešākajā mērā ir atkarīga no tā, kādas analīzes teorijas piekritējs viņš ir – tās, kas uzskata, ka tirgus ir efektīvs, vai tās, kura ir gluži pretējās domās un uzskata, ka tirgus nav un nevar būt efektīvs. Šis jautājums iztirzāts šī darba nākamajā sadaļā, kas apskata uzņēmuma vērtēšanas nepieciešamību un iegūto datu pielietojamību praksē.

Vērtība, kuru analītiķi cenšas noskaidrot, pielietojot dažādas metodes, kuras arī tiks apskatītas šī darba turpmākajās sadaļās, ir uzņēmuma patiesā vērtība. Lilita Bērziņa publikācijā „Finanšu rādītāju un pārskatu izpratne – palīgs uzņēmuma vērtības palielināšanā” saka, ka termins „uzņēmuma vērtība” nav viennozīmīgi definējams, tomēr tas sevī ietver visu, kas saistīts ar uzņēmuma darbību – darbiniekus, klientus, aktīvu vērtību, pozīciju tirgū.³

¹ Gad S. The Market Value Versus Book Value. 06.10.2013.,
<http://www.investopedia.com/articles/investing/110613/market-value-versus-book-value.asp>

² Turpat

³ Bērziņa L. Finanšu rādītāju un pārskatu izpratne – palīgs uzņēmuma vērtības palielināšanā. 09.05.2010.,
<http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=828>

Iepriekš minētie Breilijs, Maijers un Markus starpību starp uzņēmuma patieso vērtību un bilances vai likvidācijas vērtību skaidro, to pamatojot ar trīs vērā ņemamiem faktoriem:

1) papildus ieņēmumu ietekme – uzņēmums bieži vien var nopelnīt un nopelna vairāk, nekā to sagaida investori, t.i., tas spēj nopelnīt vairāk nekā vidējais uzņēmums tirgū pie tāda paša riska līmeņa;

2) nemateriālie aktīvi – ir vairāki aktīvu veidi, kuri bilancē netiek norādīti. Pie šādiem aktīviem var minēt izpētē un attīstībā ieguldītos līdzekļus, kas veiksmīgas un efektīvas darbības gadījumā uzņēmumam nākotnē var ģenerēt nozīmīgu naudas plūsmu;

3) nākotnes investīciju vērtība – ja investori tic, ka uzņēmums nākotnē veiks nozīmīgus un ienesīgus ieguldījumus, tie šodien būs gatavi maksāt par šāda uzņēmuma akcijām vairāk.¹

Nākamajā apakšnodaļā, turpinot uzņēmuma vērtības jēdziena skaidrošanu, apskatīta uzņēmumu vērtības noteikšanas nozīmība dažādās situācijās.

1.2. Uzņēmumu vērtēšanas nozīmība

Katram aktīvam – gan finanšu, gan materiālam, - piemīt vērtība. Nozīmīgākais veiksmīgas investēšanas un aktīvu pārvaldīšanas noteikums ir ne tikai saprast, kāda ir šī vērtība, bet arī to, kas ir tas, kas vērtību sastāda.

Katru aktīvu ir iespējams novērtēt, tomēr ne vienmēr tas ir vienkārši, kā arī novērtēšanas metodes mēdz atšķirties. Piemēram, nekustamajā īpašumā ieguldītu aktīvu novērtēšanai būs nepieciešama pavisam cita veida informācija, kā tas būtu, vērtējot biržā tirgotus aktīvus.

Damodarans uzskata, ka investēšanas teorija, kura tiek saukta par „lielākā muļķa” (*„bigger fool”*) teoriju un kura argumentē, ka aktīvu vērtība nav nosakāma un ir nenožīmīga tik ilgi, kamēr kaut kur ir „lielāks muļķis”, kurš šo aktīvu ir gatavs nopirkt, var investoram nodrošināt lielāku vai mazāku peļņu. Tomēr tai pašā laikā tā ir ļoti riskanta investēšanas stratēģija, jo investors nekad nevar būt drošs, ka tad, kad pienāks brīdis pārdot objektu, kurā ir investēts, šāds pircējs atradīsies.²

¹ Brealey R.A., Myers S.C., Marcus A.J. Fundamentals of Corporate Finance. Third edition., The McGraw-Hill Companies, USA, 2001, pp.284-285

² Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 1, p.1

Vēl kāda investēšanas teorija apgalvo, ka vērtību nosaka interese par konkrēto objektu un ka jebkuru cenu var skaidrot ar situāciju, vai ir atrodamī citi investori, kas ir gatavi maksāt par objektu konkrēto cenu. Damodarans uzskata, ka šāds vērtības noteikšanas veids ir pilnīgi absurds, jo, kamēr tas var tikt pielietots attiecībā uz gleznu vai skulptūru vērtību, investoriem, kas iegādājas lielāko daļu cita veida aktīvus, nekādā ziņā nevajadzētu to darīt, pamatojoties uz estētiskiem vai emocionāliem iemesliem. Finanšu aktīvi jāiegādājas, pamatojoties uz sagaidāmo naudas plūsmu, ko šie aktīvi ģenerēs nākotnē.

Tādēļ, kā uzskata Damodarans, lai arī pastāv daudzas vērtēšanas metodes un to paveidi, starp kuru atbalstītājiem un lietotājiem pastāv domstarpības par to, kā noteikt patieso vērtību un cik ilgs laiks būs nepieciešams, lai cena sasniegtu patieso vērtību, tomēr pastāv viens punkts, kurā šādu domstarpību un atšķirīgu viedokļu nevajadzētu būt – aktīva cena nevar tikt pamatota un noteikta ar argumentu, ka nākotnē atradīsies kāds, kurš būs ar mieru maksāt vairāk.¹

Sākot iztirzāt jautājumu par to, kas ir uzņēmumu vērtēšana un kāda ir tās nozīmība, svarīgi norādīt uz vienu būtisku aspektu – liela daļa autoru, runājot par uzņēmuma vērtību, pievēršas vien pašu kapitāla vērtības noteikšanai. Uz šādu uzņēmuma vērtības jēdziena sašaurināšanu norāda, piemēram, Ilzes Karlīnas Kumačevas publikācijā „Biznesa vērtēšana, vērtības definīcijas un vērtēšanas pamatprincipi” minētais uzņēmuma vērtēšanas definējums, kas to skaidro kā procesu, kurā, izmantojot vienu vai vairākas vērtēšanas metodes, tiek noteikta uzņēmuma īpašniekiem piederošo daļu ekonomiskā vērtība.² Ar ekonomisko vērtību šeit saprotot iepriekšējā nodaļā minēto uzņēmuma patieso vērtību. Tā kā uzņēmuma īpašnieki ir tā daļu turētāji, tad nenoliedzami šīs definīcijas ietvaros starp uzņēmuma vērtību un pašu kapitāla vērtību liekama vienādības zīme. Šī darba ietvaros, nosakot uzņēmumu vērtību, tiks noteikta kā pašu kapitāla, tā arī aizņemtā kapitāla vērtība.

Iepriekšējā nodaļā tika apskatīts, kāda ir atšķirība starp dažādām viena uzņēmuma vērtībām – tirgus vērtību, bilances vērtību, likvidācijas vērtību un patieso vērtību, tomēr netika sniegts skaidrojums un pamatojums tam, kādēļ analītiķim būtu nepieciešams uzzināt uzņēmuma patieso vērtību. Šīs nodaļas ietvaros apskatītas dažādas motivācijas, kādēļ aprēķināt uzņēmuma patieso vērtību, kā arī tas, kur un kā iegūtos datus pielietot.

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 1, pp.1-2

² Kumačeva I.K. Biznesa vērtēšana, vērtības definīcijas un vērtēšanas pamatprincipi. 01.11.2013., <http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=4876>

Kumačeva iepriekš minētajā publikācijā uzskaitījusi vairākas uzņēmuma vērtības noteikšanas motivācijas, kas saistāmas galvenokārt ar uzņēmuma, nevis potenciālā akcionāra interesēm: 1) uzņēmuma pirkšanas un apvienošanas darījumi; 2) lai noteiktu, vai patiesā vērtība vai atgūstamā vērtība nav zemāka par grāmatvedības uzskaitē uzrādīto; 3) tiesu procesos zaudējumu noteikšanai; 4) lai iesniegtu informāciju finanšu institūcijām aizdevuma saņemšanai; 5) pirms uzņēmuma akciju kotēšanas biržā; 6) nodokļu vajadzībām.¹

Lielā mērā to, kura vērtēšanas metode tiks izmantota, nosaka tieši vērtēšanas mērķis.

Kā uzskata Damodarans, uzņēmumu vērtēšanā iegūtie rezultāti var būt par pamatojumu un būt noderīgi dažādu lēmumu pieņemšanā, darbojoties ļoti dažādās jomās. Damodarans ir izdalījis trīs galvenās jomas, kurās šāds vērtējums var sniegt atbildes uz daudziem jautājumiem, kas savukārt var palīdzēt pieņemt racionālus lēmumus. Šīs jomas ir: portfolio menedžments, analīze pirms uzņēmuma iegādes un uzņēmuma finanšu plānošana.²

Uzņēmuma vērtības nozīme portfolio menedžmentā

Pirmkārt, vērtēšana ir noderīga investoriem, kuri cenšas izveidot optimālāko portfolio. Būtībā tie ir investori, kas iegulda savus brīvos finanšu resursus uzņēmumu, kas kotējas akciju biržā, akcijās. Šeit vērojama divējāda motivācija: 1) cerība, ka akciju cena palielināsies un, tās pārdodot, varēs nopelnīt vairāk nekā, piemēram, noguldot naudu depozītā; 2) investors sagaida no uzņēmuma, kura akcijas tas iegādājies, reālu naudas plūsmu – dividendes. Tas, cik liela loma uzņēmuma vērtēšanai ir portfolio veidošanā un turpmākā pārvaldīšanā, ir atkarīgs no investora investēšanas filozofijas.

Viena no šādām filozofijām, kuras pārstāvji nereti uzņēmuma vērtības noteikšanu uzskata par lieku laika šķērdēšanu, ir tirgus efektivitātes filozofija. Minētās filozofijas atbalstītāji uzskata, ka tirgus cena jebkurā brīdī ir labākais uzņēmuma patiesās vērtības rādītājs. Tie uzskata, ka šodien jaunākā informācija tirgu sasniedz ātri un investori ātri vien atklāj jebkuru radušos neefektivitāti tirgū, bet šīs neefektivitātes, viņuprāt, rada transakcijas izmaksas, kuras nav novēršamas arbitrāžas ceļā.³

Rīms Hīkals (*Heakal*) publikācijā „Kas ir tirgus efektivitāte?”, oponējot efektīva tirgus teorijas piekritējiem, kas uzskata, ka tirgus cenas nav paredzamas un ka tās veidojas pēc nejaušības principa, teicis, ka, ja tā būtu patiesība, tad dažādi investori neuzrādītu atšķirīgus

¹ Kumačeva I.K. Biznesa vērtēšana, vērtības definīcijas un vērtēšanas pamatprincipi. 01.11.2013., <http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=4876>

² Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 1, p.8

³ Turpat, chapter 1, pp.10-11

rezultātus. Tad nebūtu tādu investoru kā, piemēram, Vorens Bafets, kurš, pielietojot konkrētu investēšanas stratēģiju, ir nopelnījis miljonus un miljardus. Tādēļ viņš uzdod jautājumu, kā tirgus darbība var būt nejausības noteikta, ja cilvēki tomēr spēj tajā pelnīt?

Tomēr no otras puses viņš atzīmē arī to, ka efektīva tirgus teorija neuzstāj, ka aktīvu tirgus cena vienmēr ir vienāda ar to patieso vērtību. Vērojamas arī novirzes no šīs patiesās vērtības, tomēr ilgākā vai īsākā laikā tirgus sevi izlabo un cena atgriežas tās patiesajā vērtībā. Un tieši investīciju stratēģijas, kas cenšas atrast un noteikt tirgus kļūdas, tās izlabo un padara tirgu atkal efektīvu. Viņš uzskaitījis vairākus priekšnoteikumus, kam jāizpildās, lai tirgus varētu darboties efektīvi: 1) tirgum jābūt lielam un likvīdam; 2) informācijai jābūt plaši pieejamai investoriem vairāk vai mazāk vienlaicīgi; 3) transakcijas izmaksām jābūt zemākām par sagaidāmo peļņu no investīciju stratēģijas; 4) investoriem jābūt pieejamiem pietiekami lieliem finanšu līdzekļiem, lai izmantotu iespējas, ko sniedz tirgus neefektivitāte, līdz investēšana tirgu padara atkal efektīvu.¹

Uzņēmuma vērtības nozīme pirkšanas un pārdošanas gadījumos

Uzņēmuma vērtības noteikšanai ir būtiska loma ne tikai saistībā ar akciju pirkšanu un pārdošanu peļņas gūšanas nolūkos. Iespējams, daudz nozīmīgāka tā ir uzņēmumu pirkšanas un pārdošanas gadījumos, kad tiek lemts par daudz lielākiem finanšu ieguldījumiem, kā tas varētu būt, iegādājoties akcijas ar cerību nopelnīt uz akciju tirgus cenu svārstībām.

Maltas universitātes biznesa inkubatora vadītājs un atzīts pašu kapitāla analītiķis Bens Maklūrs (*McClure*) publikācijā „Apvienošanas un iegādāšanās: novērtēšanai ir nozīme” (*Mergers and Acquisitions: Valuation Matters*) uzsver, ka investoriem, kas vēlas iegādāties uzņēmumu, ir jāzina, vai šī iegāde tiem būs izdevīga. Tādēļ tiem ir svarīgi zināt, cik tad īsti iegādājamais uzņēmums ir vērts. Viens no iemesliem, kādēļ tas ir nepieciešams, ir tāds, ka visbiežāk abām darījumu slēdzošajām pusēm būs atšķirīgs priekšstats par to, kāda tad ir uzņēmuma patiesā vērtība. Ja esošais īpašnieks to vēlēšies pēc iespējas augstāku, tad pircējs viennozīmīgi būs ieinteresēts par uzņēmumu maksāt pēc iespējas mazāku summu.²

Tādēļ likumsakarīgi, ka Damodarans uzskata – uzņēmuma vērtēšanas rezultātā iegūtajai vērtībai būtu jābūt galvenajam kritērijam, pamatojoties uz kuru pieņemt lēmumu par labu vai sliktu uzņēmuma iegādei. Pircējam pirms priekšlikuma izteikšanas ir jāsaprot, kāda ir uzņēmuma patiesā vērtība, lai nepiedāvātu par daudz, bet pārdevējam ir jāspēj noteikt saprātīgu uzņēmuma

¹ Heakal R. What Is Market Efficiency? 21.10.2013., <http://www.investopedia.com/articles/02/101502.asp>

² McClure B. Mergers and Acquisitions: Valuation Matters.
<http://www.investopedia.com/university/mergers/mergers2.asp>

vērtību pirms pieņemt lēmumu par to, vai pieņemt piedāvājumu, vai atteikt potenciālajam pircējam.¹

Nemot vērā minēto, uzņēmuma vērtības noteikšanai uzņēmuma vai tā daļas pirkšanas un pārdošanas gadījumos ir svarīga loma gan pircējam, gan pārdevējam, gan abu uzņēmumu akcionāriem, gan, iespējams, arī konkurentiem un citām ieinteresētajām pusēm.

Uzņēmuma vērtības nozīme korporatīvajās finansēs

Visbeidzot, uzņēmuma vērtības noteikšanai ir nozīmīga loma arī korporatīvajās finansēs. Ar korporatīvajām finansēm tiek saprasta uzņēmuma vadīšana un lēmumu par konkrētu investīciju projektu īstenošanu vai neīstenošanu pieņemšana. Šis uzņēmuma vērtības noteikšanas iemesls ir nozīmīgs ne tik daudz ārējiem investoriem, kā pašam uzņēmumam, lai saprastu, cik lietderīgi būtu ieguldīt kādā konkrētā projektā. Korporatīvo finanšu ietvaros uzņēmuma vērtības noteikšana tāpat kā vispārējā uzņēmuma finanšu rādītāju analīze var palīdzēt optimizēt uzņēmuma darbību, samazināt kapitāla cenu, izvēlēties optimālāko uzņēmuma un projektu finansēšanas avotu struktūru un palielināt uzņēmuma vērtību.

Gadījumā, kad korporatīvo finanšu mērķis ir maksimizēt uzņēmuma vērtību, attiecībai starp pieņemtajiem finanšu lēmumiem, īstenoto korporatīvo stratēģiju un uzņēmuma vērtību ir jābūt skaidrai. Piemēram, jau kādu laiku uzņēmumi, kas sniedz vadības konsultācijas, piedāvā pakalpojumu, kurš ietver padomus, kā palielināt uzņēmuma vērtību. Šo konsultāciju pamatā ir uzskats, ka uzņēmuma vērtība vistiešākajā mērā ir saistīta ar to, kādus projektus uzņēmums īsteno, kā tie tiek finansēti, kā arī kāda ir uzņēmuma dividenžu politika. Šo sakarību izprašana palīdz pieņemt uzņēmuma vērtību palielinošus lēmumus un īstenot uzņēmuma finanšu restrukturizāciju.²

Tomēr, iespējams, daudz nozīmīgāk par uzņēmuma vērtības kā tādas noteikšanu, ir izvēlēties konkrētā uzņēmuma vērtēšanai atbilstošāko metodi, jo nepareizi noteikta vērtība potenciālajiem investoriem, uzņēmuma vadībai un īpašniekiem var nodarīt daudz lielāku ļaunumu un novest pie lielākiem zaudējumiem, nekā tas būtu, ja lēmumi tiktu pieņemti, pirms tam nemēģinot noteikt uzņēmuma vērtību. Tādēļ nākamajā apakšnodaļā tiks apskatītas konkrētas uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes, to pielietojamība, plusi un mīnusi.

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 1, p.11

² Turpat, chapter 1, pp.11-12

1.3. Vērtēšanas metodes

1.3.1. Vērtēšanas metožu iedalījums

Izpētes analītiķis Džozefs Ngjēns (*Nguyen*) publikācijā „Kā izvēlēties labāko vērtības noteikšanas metodi” (*How To Choose The Best Stock Valuation Method*) uzsvēris, ka nepastāv tāda uzņēmuma vērtības noteikšanas metode, kas būtu universāla un piemērota visām situācijām. Tāpat kā lielākā daļa pārējo finanšu analīzes teorētiķu un praktiķu viņš iedala vērtēšanas metodes divās grupās: 1) absolūtie vērtēšanas modeļi – cenšas noteikt aktīvu patieso jeb iekšējo vērtību, pamatojot to ar uzņēmuma fundamentālajiem rādītājiem, pie kuriem pieskaita konkrētā uzņēmuma dividendes, naudas plūsmu un izaugsmi. Šajā grupā ietilpst tādas metodes kā dividenžu diskontēšana, naudas plūsmas diskontēšana, atlikušās peļņas diskontēšana; 2) relatīvie vērtēšanas modeļi – salīdzina vērtējamo uzņēmumu ar citiem līdzīgiem uzņēmumiem.¹

Autori, kuri publicē savus darbus latviešu valodā, Ngjēna nosauktās metodes izdala kā atsevišķus uzņēmuma vērtības noteikšanas modeļus. Piemēram, Jeļena Loseva publikācijā „Kāda ir jūsu uzņēmuma vērtība?” uzskaitījusi trīs uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes: 1) koeficientu (salīdzināšanas) metodi – cik tirgū maksā līdzīgi uzņēmumi?; 2) izmaksu metodi – cik lielas izmaksas jāiegulda līdzīga uzņēmuma izveidošanai?; 3) ieņēmumu paņēmieni (diskontēšanas metodi) – cik daudz ieņēmumu uzņēmums ģenerēs nākotnē?²

Ilze Karlīna Kumačeva publikācijā „Biznesa vērtēšana. Uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes” uzņēmuma vērtības noteikšanas modeļus iedalījusi trīs pamatgrupās, kuru ietvaros nosaukusi vairākas vērtēšanas metodes: 1) ienākumu pieeja – ietilpst naudas plūsmas diskontēšanas metode un kapitalizācijas metode; 2) tirgus pieeja – ietilpst publiski kotēto uzņēmumu metode un salīdzināmo darījumu metode; 3) izmaksu pieeja – ietilpst aktīvu vērtības metode un likvidācijas vērtības metode.³ Šīs metodes kā galvenās uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes savā publikācijā „Kā noteikt uzņēmuma vērtību” ir minējis arī Juris Grišins. Kumačeva min, ka parasti praksē viena un tā paša uzņēmuma vērtības noteikšanai tiek izmantotas

¹ Nguyen J. How To Choose The Best Stock Valuation Method. 21.02.2011.,

<http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/choosing-valuation-methods.asp>

² Loseva J. Kāda ir jūsu uzņēmuma vērtība? 12.12.2013., <http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=4954>

³ Kumačeva I.K. Biznesa vērtēšana. Uzņēmuma tirgus vērtības noteikšanas metodes. 08.12.2013.,

<http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=4891>

vairākas metodes. Tas, kuras no metodēm izmantot, ir atkarīgs no uzņēmumu raksturojošajiem lielumiem.

Arī Damodarans tāpat kā iepriekš minētie analītiķi uzskata, ka pastāv trīs uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes, tomēr viņa iedalījums nedaudz atšķiras. Izmaksu pieeju viņš neizdala atsevišķā grupā, lai gan atzīst, ka virkne analītiķu to dara. Viņš uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes iedala sekojoši: 1) naudas plūsmas diskontēšanas (*discounted cashflows*) modelis; 2) relatīvais vērtēšanas modelis (*relative valuation*), kura ietvaros uzņēmuma vērtība tiek noteikta, ņemot par pamatu salīdzināmu uzņēmumu vērtību un tādus abu uzņēmumu finanšu rādītājus kā ieņēmumi, naudas plūsma, bilances vērtība, apgrozījums u.c.; 3) nosacītā pieprasījuma vērtības noteikšanas modelis (*contingent claim valuation*), kas izmanto opciju (atvasinātais finanšu instruments) cenas noteikšanas modeļus, lai noteiktu tādu aktīvu vērtību, kuriem piemīt opcijām raksturīgās īpašības. Daži no šiem aktīviem ir tirgū realizējami finanšu aktīvi, piemēram, garantijas, kamēr citi aktīvi tirgū nav realizējami, piemēram, projekti un patenti. Pēdējie bieži tiek dēvēti par reālajām opcijām (*real options*).¹

Kā redzams, šī iedalījuma lielākā atšķirība slēpjas tieši pēdējā modelī, jo neviens no iepriekš minētajiem autoriem savās publikācijās nosacītā pieprasījuma vērtības noteikšanas modeli nav minējis. Arī šī darba ietvaros minētais modelis netiks izmantots, jo tā pielietošana pieprasa pastiprinātas zināšanas un izpratni atvasināto finanšu instrumentu cenas noteikšanā. Minētais modelis ietver apsvērumu, kuru Damodarans uzskata par vienu no revolucionārākajiem apsvērumiem vērtēšanā. Tas ir sekojošs – aktīva vērtība var nebūt lielāka kā šī aktīva ģenerētās nākotnes naudas plūsmas šodienas vērtība, ja šī naudas plūsma ir nosacīta, jo tās ģenerēšanas varbūtība nav simts procenti. Šāda atklāsmē notikusi galvenokārt pateicoties opciju cenas noteikšanas modeļiem (*option pricing models*).²

Izvērtējot šī darba ietvaros apskatīto uzņēmumu specifiku, to vērtēšanā izvēlētas trīs pieejas – naudas plūsmas diskontēšanas modelis, dividenžu diskontēšanas modelis un salīdzināmo uzņēmumu jeb koeficientu modelis. Pirmie divi modeļi ir absolūtās vērtēšanas modeļi, kamēr trešais ir relatīvās vērtēšanas modelis. Ņemot vērā minēto, šīs nodaļas turpmākajās apakšnodaļās visi trīs modeļi tiks apskatīti sīkāk.

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 2, p.0

² Turpat, chapter 2, p.15

1.3.2. Naudas plūsmas diskontēšanas modelis

Damodarans uzskata, ka naudas plūsmas diskontēšanas metode ir pamatmetode, uz kuras pamatiem ir veidojušās visas pārējās vērtēšanas metodes. Šī modeļa pamatpieņēmums ir tāds, ka jebkura aktīva vērtību sastāda šī aktīva nākotnē ģenerētās naudas plūsmas vērtība šodien. Uzņēmuma vērtību iegūst, pielietojot formulu [1.1.].

$$Vērtība = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad [1.1.]^1$$

kur:

n = aktīva lietderīgās izmantošanas ilgums

CF_t = naudas plūsma laika periodā t (parasti gadā)

r = diskontēšanas likme, kuras lielums atkarīgs no paredzamās naudas plūsmas ģenerēšanas varbūtības (riskā līmeņa).

Naudas plūsma būs atšķirīga dažādiem aktīviem – dividendes akcijām, procentu ieņēmumi un nominālvērtība (*face value*) parādzīmēm un pēcnodokļu naudas plūsma īstenotajiem projektiem. Diskontēšanas likme savukārt ir riska un aprēķinātās nākotnes naudas plūsmas funkcija. Jeļena Loseva diskonta likmi definē kā lielumu, kas atspoguļo faktorus, kas nākotnē varētu ietekmēt uzņēmuma peļņu – jo lielāks ir risks neiegūt plānotos ienākumus, jo lielāka ir uzņēmuma vērtēšanā izmantojamā diskonta likme.²

Kā atzīmē Damodarans, līdzekļi ar viszemāko riska līmeni ir bezprocentu parādzīmes, kurām ir garantēta nākotnes naudas plūsma (parasti valdības emitētās parādzīmes), riskantākas ir korporatīvās parādzīmes (tās emitē uzņēmumi), bet visriskantākie līdzekļi ir pašu kapitāls, jo uzņēmuma bankrota gadījumā pastāv iespējamība zaudēt visu ieguldīto kapitālu.³

Damodarans apgalvo, ka pastāv vismaz tūkstošis dažādu naudas plūsmas diskontēšanas modeļu. Naudas plūsmas diskontēšanas modeļi var atšķirties pēc tā, vai tiek diskontēta vispārējā naudas plūsma, vai tikai naudas plūsma, kas pārsniedz ieguves normu (*rate of return*), kādu no

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 2, p.1

² Loseva J. Kāda ir jūsu uzņēmuma vērtība? 12.12.2013., <http://www.ifinances.lv/lat/finances?doc=4954>

³ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 2, p.1

savām investīcijām pie konkrētā riska līmeņa sagaida uzņēmuma investori. Tāpat šo modeli var izmantot gan pašu kapitāla, gan visa uzņēmuma vērtēšanai. Pašu kapitāla vērtība tiek noteikta, diskontējot plānoto naudas plūsmu no pašu kapitāla (diskontēta tiek naudas plūsma, kas atliek pēc visu izmaksu, reinvestēšanas nepieciešamību, nodokļu un aizņemtā kapitāla maksājumu veikšanas). Diskontēšanai tiek izmantota diskontēšanas likme (kapitāla cena), kas ir vienāda ar ieguves normu. Turpretī, vērtējot visu uzņēmumu, diskontēta tiek visa uzņēmuma naudas plūsma (naudas plūsma, kas paliek uzņēmuma rīcībā pēc visu operatīvo izmaksu, reinvestēšanas vajadzību un nodokļu nomaksas, bet pirms maksājumiem, kas attiecināmi uz uzņēmuma saistībām). Diskontēšanai tiek izmantota vidējā svērtā kapitāla cena (*weighted average cost of capital* – WACC), kas sevī ietver dažādo uzņēmuma finansēšanai izmantoto kapitālu cenas, kas svērtas šo kapitālu tirgus vērtības proporcijās.¹

Lai izmantotu naudas plūsmas diskontēšanas metodi, no pieejamajiem datiem nepieciešams atvasināt divus rādītājus – jau minēto diskontēšanas likmi un paredzamo naudas plūsmas izaugsmes tempu, kas nepieciešams, lai prognozētu nākotnes naudas plūsmu.

Diskonta likme lielā mērā atkarīga no uzņēmuma naudas plūsmas riska līmeņa. Lai gan šī darba ietvaros tiks izmantotas diskonta likmes, kuras aprēķinājis un savā mājas lapā piedāvā Damodaran, tomēr nozīmīgi saprast, kā šīs likmes veidojas.

Riska noteikšana

Vērtējot aktīvus un uzņēmumus, jāizmanto diskontēšanas likmes, kas ir atbilstošas konkrētā uzņēmuma naudas plūsmas riska līmenim. Tādēļ aizņemtā kapitāla cenai jāietver ar uzņēmuma bankrota varbūtību saistītu palielinājumu virs bez-riska likmes, bet pašu kapitāla cenai jāietver ar pašu kapitāla riska līmeni saistītā riska prēmija (atlīdzība par riska uzņemšanos).²

Lielākoties sabiedrībā risks tiek skatīts kā iespējamība, ka kāda procesa vai darbības galarezultāts varētu būt nevēlams. Finanšu jomā riska definīcija ir atšķirīga un plašāka – risks ir varbūtība, ka atdeve no investīcijām atšķirsies no sagaidāmās atdeves. Tādējādi tas ietver ne tikai sliktāku, bet arī labāku rezultātu. Pirmais tiek saukts par uz leju vērstu (*downside*), bet otrs – uz augšu vērstu (*upside*) risku.³

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 2, pp.2-3

² Turpat, chapter 4, p.1

³ Turpat, chapter 4, pp.1-2

Gandrīz vienmēr realitātē investīciju patiesā atdeve atšķiras no sagaidāmās atdeves. Šī atšķirība starp abām atdevēm tiek mērīta ar dispersijas vai standartnovirzes palīdzību – jo lielāka ir atšķirība starp sagaidāmo un patieso atdevi, jo lielāka ir standartnovirze.

Otrkārt, patiesās atdeves novirze no sagaidāmās novirzes pozitīvā vai negatīvā virzienā tiek mērīta, nosakot atdeves sadalījuma asimetriju (*skewness*) – ja ir lielāka iespējamība, ka investīciju atdeve būs labāka, nekā sagaidāms, tad asimetrija būs pozitīvi vērsta. Treškārt, investīciju atdeves abu galu (*tails*) platums tiek mērīts ar kurtozes (*kurtosis*) palīdzību – jo platāki gali, jo lielāka kurtoze, jo lielāka ļoti lielas un ļoti mazas investīciju atdeves iespējamība.¹

Lielākoties investīciju sagaidāmās atdeves sadalījums tiek veidots, balstoties vēsturiskajos datos, jo tiek pieņemts, ka skatīšanās pagātnes notikumos ir labs nākotnes paredzēšanas veids. Tomēr vēsturiskā aktīvu atdeve nevar būt par pamatu nākotnē sagaidāmās atdeves sadalījuma noteikšanai, ja aktīvu raksturlielumi laika gaitā ir nopietni mainījušies.

Lai gan pastāv daudz un dažādi iemesli, kādēļ patiesā investīciju atdeve atšķiras no sagaidāmās atdeves, tomēr tos visus var iedalīt uzņēmumam raksturīgos un tirgum raksturīgos riskos. Pirmie visbiežāk ietekmē vienu vai dažus investīciju projektus, kamēr otrie ietekmē daudzus vai pat visus investīciju projektus. Pie uzņēmumam raksturīgajiem riskiem var pieskaitīt, piemēram, situāciju, kad uzņēmums ir pārvērtējies pieprasījumu pēc savām precēm. Pie tirgum raksturīgajiem riskiem var pieskaitīt, piemēram, procentu likmju vai nodokļu likmju celšanos, kas negatīvi ietekmē visas investīcijas.²

Izaugsmes aprēķināšana

Viskritiskāk vērtējamais mainīgais lielums naudas plūsmas diskontēšanas formulā ir izaugsme, ar kādu paredzama nākotnes ieņēmumu un peļņas palielināšanās.

Pīters Čerevīks (*Cherewyk*) publikācijā „Uzņēmumu vērtības noteikšana, izmantojot brīvās naudas plūsmas šodienas vērtību” (*Valuing Firms Using Present Value Of Free Cash Flows*) atzīmējis, ka izaugsmes līmeņa noteikšana var būt sarežģīts un grūti īstenojams uzdevums. Tāpat jāņem vērā, ka šis posms ir viens no nozīmīgākajiem, ja uzņēmuma vērtības noteikšanai tiek izmantota naudas plūsmas diskontēšanas metode, jo pat nelielas prognozētās izaugsmes atšķirības var novest pie nozīmīgām atšķirībām aprēķinātajā uzņēmuma vērtībā.³

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 4, p.5

² Turpat, chapter 4, p.10

³ Cherewyk P. Valuing Firms Using Present Value Of Free Cash Flows. 19.04.2011.,
<http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/present-value-free-cash-flow.asp>

Pastāv trīs pamatveidi, ar kuru palīdzību izaugsmi var aprēķināt. Pirmkārt, var skatīties uz uzņēmuma iepriekšējo periodu peļņas izaugsmi. Šī metode lielākoties piemērojama stabiliem un nobriedušiem uzņēmumiem, kamēr uzņēmumiem ar strauju izaugsmi šī metode izaugsmes aprēķināšanā nav ieteicama. Otrkārt, var uzticēties pašu kapitāla analītiķu, kuriem ir pieejama padziļināta informācija par konkrēto uzņēmumu, aprēķinātajam izaugsmes rādītājam. Tomēr ne vienmēr šie aprēķini ir veikti korekti un šāda veida izaugsmes rādītāja izmantošana var novest pie kļūdainas un nepatiesas uzņēmuma vērtības. Treškārt, potenciālo uzņēmuma izaugsmi var aprēķināt, balstot aprēķinus uz uzņēmuma būtiskāko raksturlielumu rādītājiem, jo izaugsme lielā mērā ir atkarīga no tā, cik liela daļa no peļņas tiek reinvestēta, kā arī tā, cik kvalitatīvas ir šīs investīcijas. Aprēķinot šos ietekmējošos faktoros, pastarpināti tiek aprēķināta arī izaugsme.¹ To var darīt, piemēram, pielietojot daudzfaktoru regresiju.

Uzņēmumu vērtēšanas teorētiķi un praktiķi izaugsmes aprēķināšanai iesaka izmantot vēsturiskos datus par uzņēmuma ieņēmumiem nevis peļņu. Tomēr, ja ir vēlme izaugsmi aprēķināt, balstoties uz uzņēmuma ģenerētās peļņas rādītājiem, to vislabāk darīt, ņemot vērā peļņas uz vienu akciju vēsturisko attīstību. Intuitīvi uzņēmumi, kuriem ir lielāka peļņa uz vienu akciju, aug daudz straujāk par tiem uzņēmumiem, kuru peļņa uz akciju ir maza.

Metodes piemērojamība un ierobežojumi

Dažādi autori savos darbos ne tikai raksta par naudas plūsmas diskontēšanas metodes pielietošanu uzņēmuma vērtības noteikšanā, bet arī min šīs metodes trūkumus un priekšrocības.

Iepriekš minētais Bens Maklūrs publikācijā „Tirgus cenas un bilances vērtības attiecības izmantošana uzņēmumu vērtības noteikšanā” (*Using The Price-To-Book Ratio To Evaluate Companies*) piekrīt, ka naudas plūsmas diskontēšanas metode ir labs veids, kā noteikt uzņēmuma vērtību, tomēr šī metode paļaujas uz daudz pieņēmumiem. Piemēram, ir ļoti grūti paredzēt naudas plūsmu ilgāk kā vienam vai diviem gadiem uz priekšu. Tāpat zināmas problēmas var sagādāt sagaidāmās pašu kapitāla atdeves aprēķināšana.²

Braijans Hermans (*Harman*) atzīmē, ka, lai gan daudzi analītiķi par labāko vērtības noteikšanas metodi uzskata naudas plūsmas diskontēšanu, tomēr ne vienmēr tā arī ir labākā metode. Hermans uzskata, ka investori nedrīkst pilnībā paļauties uz kādu no vērtības noteikšanas metodēm un ignorēt pārējās. Viņš iesaka izmantot vairākas vērtības noteikšanas metodes, lai,

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 11, p.1

² McClure B. Using The Price-To-Book Ratio To Evaluate Companies. 23.02.2013., <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/112603.asp>

balstoties uz iegūtajiem rezultātiem, pieņemtais lēmums par uzņēmuma vērtību būtu pēc iespējas objektīvāks. Papildinot vienu metodi ar citu, analītiķis gūs daudz skaidrāku priekšstatu par aktīvu patieso vērtību.¹

Hermans uzskaitījis trīs galvenās problēmas, ar kurām analītiķis var saskarties, uzņēmuma vērtēšanā izmantojot naudas plūsmas diskontēšanas metodi. Pirmkārt viņš tāpat kā Maklūrs min nepieciešamību paredzēt naudas plūsmu pieciem vai pat desmit gadiem uz priekšu. Ņemot vērā to, ka tas tiek veikts, pamatojoties uz pieņēmumiem, iespējamās neprecizitātes paredzētajā naudas plūsmā ar katru gadu aizvien pieaug. Otrkārt viņš redz problēmu arī izdevumu (*capital expenditure*) paredzēšanā ilgā laika posmam uz priekšu. Visbeidzot, kā visgrūtāk aplēšamos lielumus viņš min diskontēšanas likmi un izaugsmes prognozi. Hermans uzsver, ka vērtēšanas pieeja, kas pieņem, ka naudas plūsma varētu pieaugt vienā pieauguma tempā, ir ļoti teorētiska.²

Ņemot vērā, ka naudas plūsmas diskontēšanas metode vērtē nākotnes naudas plūsmu, šo vērtēšanas modeli visvieglāk pielietot situācijās, kad līdzšinējā naudas plūsma bijusi pozitīva un šie dati ar zināmu ticamību var tikt pielietoti nākotnes periodu naudas plūsmas aprēķināšanai. Tāpat arī ir jābūt skaidram riska līmenim, ar kuru saskaras uzņēmuma investori. Tas nepieciešams, lai aprēķinātu diskontēšanas likmi. Ņemot vērā šos priekšnosacījumus, arī Damodarans ir izdalījis vairākas grūtības, ar kurām var saskarties, ja uzņēmuma vērtības noteikšanai tiek pielietota naudas plūsmas diskontēšanas metode. Viņš ir aprakstījis vairākas situācijas, kurās minētā metode var sagādāt grūtības: 1) uzņēmumi, kas saskaras ar finanšu grūtībām; 2) cikliski uzņēmumi (šādu uzņēmumu peļņa un naudas plūsma bieži vien ir sasaistāma ar tautsaimniecības attīstību).³ Turpretī jau pieminētā Kumačeva tieši naudas plūsmas diskontēšanas metodi iesaka pielietot, nosakot tādu uzņēmumu vērtību, kas ir augšanas fāzē, kā arī vērtējot cikliskus biznesus;⁴ 3) uzņēmumi ar neizmantotiem aktīviem (ja uzņēmumam ir aktīvi, kas netiek utilizēti un līdz ar to nerada naudas plūsmu, būtu nepareizi šos aktīvus diskontēt ar tādu pašu diskonta likmi, kāda tā tiek izmantota to aktīvu vērtēšanai, kuri rada naudas plūsmu; 4) uzņēmumi ar patentiem (uzņēmumiem bieži pieder neizmantoti patenti un licences, kuri nerada

¹ Harman B. Top 3 Pitfalls Of Discounted Cash Flow Analysis. 22.09.2010.,
http://www.investopedia.com/articles/07/dcf_pitfalls.asp

² Turpat

³ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 11, p.7

⁴ Kumačeva I.K. Biznesa vērtēšana. Uzņēmuma tirgus vērtības noteikšanas metodes. 08.11.2013.,
<http://www.ifinances.lv/lat/finances?doc=4891>

nekādu naudas plūsmu, tomēr tiem ir sava zināma vērtība); 5) uzņēmumi, kas atrodas restrukturizācijas procesā; 6) uzņēmumi, kas iesaistīti apvienošanā; 7) privāti uzņēmumi.¹

Nākamajā apakšnodaļā apskatīta viena no senākajām naudas plūsmas diskontēšanas modeļa variācijām – dividenžu diskontēšanas modelis.

1.3.3. Dividenžu diskontēšanas modelis

Kā atzīmējis Bens Maklūrs, dividenžu diskontēšanas metode ir viena no vecākajām un konservatīvākajām pašu kapitāla vērtības noteikšanas metodēm. Tā ir sava veida naudas plūsmas diskontēšanas metode, kuras ietvaros tiek pieņemts, ka jebkuras akcijas vērtība nav lielāka par to, cik šī akcija tās turētājam šodien un nākotnē ienesīs dividenžu formā.² Tātad dividendes tiek skatītas kā sava veida naudas plūsma.

Iegādājoties uzņēmuma akcijas, investors parasti sagaida divu veidu naudas plūsmu – dividendes par laika posmu, kamēr viņam šīs akcijas piederēs, kā arī sagaidāmo akciju cenu brīdī, kad viņš akcijas realizēs. Ņemot vērā, ka šī sagaidāmā cena veidojas, pamatojoties uz nākotnes dividendēm, akciju cena ir visu nākotnes dividenžu šodienas vērtība. Tātad dividenžu diskontēšanas modelis uzņēmuma pašu kapitāla vērtību nosaka, aprēķinot šodienas vērtību prognozētajām nākotnes dividendēm, ko uzņēmums izmaksās savu akciju turētājiem.

Par cik tālu nākotni prognozes tiek izteiktas? Patiesībā tie var būt 40, 60, 100 vai pat vairāk gadu, jo, veicot vērtēšanu, tiek pieņemts, ka uzņēmums pastāvēs vienmēr. Tomēr tālā nākotnē sagaidāmajām dividendēm nav vērā ņemamas šodienas vērtības. Piemēram, dividende, kuras vērtība ir 1 eiro un kura saņemama pēc 30 gadiem, pie 10% diskontēšanas likmes šodien ir tikai 0.57 eiro vērtā. Lielākoties, pielietojot dividenžu diskontēšanas metodi, uzņēmuma vērtību nosaka tās dividendes, kuras tiks izmaksātas viena nosacītā darba mūža laikā.³

Izmantojot dividenžu diskontēšanas modeli, akcijas vērtība tiek aprēķināta pēc formulas [1.2.].

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 11, pp.7-9

² McClure B. Digging Into The Dividends Discount Model. 13.03.2011., <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/041404.asp>

³ Brealey R.A, Myers S.C, Allen F. Principles of Corporate Finance. Tenth edition. McGraw-Hill Irwin, 2011, p.288

$$Akcijas\ v\acute{e}rt\acute{i}ba = \frac{E(DPS_1)}{(1+k_e)} + \frac{E(DPS_2)}{(1+k_e)^2} + \frac{E(DPS_3)}{(1+k_e)^3} + \dots + \frac{E(DPS_t)+P_t}{(1+k_t)^t} \quad [1.2.]^1$$

kur:

$E(DPS_{1, 2, 3, \dots, t})$ = par vienu akciju sagaidāmās dividendes

k_e = pašu kapitāla cena

P_t = cena, par kādu periodā „t” tiks pārdota akcija.

No formulas redzams, ka, lai aprēķinātu akcijas vērtību, nepieciešams zināt sagaidāmās dividendes un pašu kapitāla cenu. Lai aprēķinātu sagaidāmās dividendes, jāveic pieņēmumi par sagaidāmo peļņas izaugsmi nākotnē, kā arī par sagaidāmo dividenžu izmaksas proporciju peļņas sadalē. Sagaidāmo pašu kapitāla atdevi jeb pašu kapitāla cenu nosaka galvenokārt uzņēmuma un jomas, kurā uzņēmums darbojas, riska līmenis.² Pašu kapitāla cenu var aprēķināt, izmantojot dažādus modeļus, tomēr tāpat kā pie naudas plūsmas diskontēšanas metodes šī darba ietvaros tas netiks darīts, bet tiks izmantota pašu kapitāla cena, ko katram uzņēmumam un jomai kopumā ir aprēķinājis un savā mājas lapā publicējis Damodarians.

Gordona izaugsmes modelis

Pielietojot vērtēšanā dividenžu diskontēšanas modeli, nepieciešams paredzēt dividendes katram gadam bezgalīgi ilgām laika posmam. Lai padarītu šo procesu vienkāršāku, ir jāveic vairāki pieņēmumi, kuru mērķis ir samazināt nezināmo skaitu.

Ja pieņem, ka dividendes nākotnē pieaugs ar nemainīgu pieaugumu, tā vietā, lai paredzētu neskaitāmi daudz nākamo periodu dividendes, ir nepieciešams aprēķināt vien šo pieauguma līmeni. Šo vienādojumu sauc par konstantā pieauguma dividenžu diskontēšanas (*constant-growth dividend discount model*) jeb Gordona izaugsmes modeli (nosaukts par godu Maironam Gordonam (*Gordon*), kas aktīvi to popularizēja). Tomēr jāņem vērā, ka šis modelis ir pielietojams pašu kapitāla vērtības noteikšanā tikai gadījumos, kad pieaugums ir mazāks par diskontēšanas likmi.³

Gordona izaugsmes modelis var tikt piemērots uzņēmumiem, kas ir stabili un kuru dividenžu izaugsme var tikt aprēķināta ilgām laika uz priekšu (varētu teikt – bezgalīgi). Ja laika

¹ Brealey R.A, Myers S.C, Allen F. Principles of Corporate Finance. Tenth edition. McGraw-Hill Irwin, 2011, p.289

² Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 12, p.1

³ Brealey R.A, Myers S.C, Allen F. Principles of Corporate Finance. Tenth edition. McGraw-Hill Irwin, 2011, pp.292-293

posms, pēc kura akcija tiks pārdota, ir bezgalīgi tālu, perioda beigās sagaidāmo akcijas cenu var neņemt vērā, jo tai gandrīz nemaz nav šodienas vērtības.¹ tādējādi akcijas cena var tikt aprēķināta pēc formulas [1.3.].

$$\text{Akcijas cena} = \frac{DPS_1}{k_e - g} \quad [1.3.]^2$$

kur:

DPS_1 = nākamā perioda sagaidāmā dividende

k_e = sagaidāmā pašu kapitāla atdeve

g = beztermiņa izaugsme dividendēm.

Lai gan Gordona izaugsmes modelis sniedz vienkāršu un efektīvu pašu kapitāla vērtēšanas iespēju, tomēr tas pielietojams tikai tādu uzņēmumu, kas ir stabili augoši, vērtēšanai. Ņemot vērā, ka līdz ar dividenžu pieaugumu sagaidāms pieaugums arī citos uzņēmuma finanšu rādītājos, piemēram, peļņā, arī šie rādītāji var tikt pielietoti izaugsmes līmeņa aprēķināšanai.³

Metodes pielietojuma ierobežojumi

Dividenžu diskontēšanas modelis sevī ietver daudz pieņēmumu, tādēļ var uzskatīt, ka aprēķinu rezultātā iegūtā uzņēmuma pašu kapitāla vērtība ir tik patiesa, cik patiesi ir pieņēmumi.

Lai gan šis modelis ir vienkāršs un ērti lietojams pašu kapitāla vērtības noteikšanai, tomēr, kā uzskata Damodarans, tas ir arī īpaši jutīgs attiecībā uz mainīgajiem lielumiem, kas tiek izmantoti izaugsmes līmeņa aprēķināšanai. Damodarans uzskata, ka šis modelis vispiemērotākais ir uzņēmumiem, kuru izaugsmes līmenis ir līdzīgs vai mazāks par to, kāds tas vidēji ir tautsaimniecībā. Tāpat šiem uzņēmumiem jābūt stabilai dividenžu politikai, kuru ir paredzēts turpināt arī nākotnē. Modelis nepietiekami novērtēs uzņēmumus, kuri dividendēs izmaksā mazāk, nekā varētu atļauties.⁴

Praksē iespējama situācija, kad uzņēmums nemaksā dividendes vai izmaksā nelielas dividendes, jo konkrētā uzņēmuma izaugsmes stratēģija paredz peļņas lielākās daļas

¹ Brealey R.A, Myers S.C, Allen F. Principles of Corporate Finance. Tenth edition. McGraw-Hill Irwin, 2011, p.291

² Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 12, p.2

³ Turpat, chapter 12, p.2

⁴ Turpat, chapter 12, pp.3-4

reinvestēšanu uzņēmumā, kam nākotnē jāpalielina uzņēmuma izaugsme un līdz ar to arī akciju cena.¹

Damodarans uzskata, ka galvenie dividenžu diskontēšanas modeļa izmantošanas priekšnosacījumi ir: 1) uzņēmuma izaugsme ir stabila; 2) uzņēmums darbojas stabilā nozarē; 3) pašu un aizņemtā kapitāla attiecība ir stabila.² Šeit jāmin arī iepriekš minētais, ka uzņēmumam saviem akcionāriem regulāri jāizmaksā dividendes un dividendēm jābūt prognozējamām.

1.3.4. Relatīvās (koeficientu, salīdzināšanas) vērtēšanas modelis

Lai gan naudas plūsmas diskontēšanas modelis ir nozīmīga un plaši izmantota vērtības noteikšanas metode, tomēr realitātē vērtēšanā lielākoties tiek izmantota tieši relatīvā vērtēšana. Liela daļa aktīvu, sākot no mājas, ko iegādājas, beidzot ar akcijām, kurās tiek ieguldīts, tiek vērtēti, tos salīdzinot ar līdzīgiem aktīviem, kuru cena ir pieejama tirgū.

Akciju cena ir pašu kapitāla vērtības un akciju daudzuma funkcija. Tā kā akciju daudzums dažādiem uzņēmumiem atšķiras, dažādu uzņēmumu akciju cenas salīdzināšana nebūtu jēgpilna. Lai salīdzinātu līdzīgu uzņēmumu vērtību tirgū, nepieciešams šīs vērtības standartizēt. Tas var tikt darīts, ņemot talkā uzņēmumu peļņu, bilances vērtību, ienākumus vai kādus citus specifiskus rādītājus.³

Relatīvās vērtēšanas ietvaros aktīvu vērtība tiek aprēķināta, izmantojot salīdzināma uzņēmuma vērtību un abiem uzņēmumiem pastāvošus rādītājus kā peļņu, naudas plūsma, bilances vērtība vai ieņēmumi. Kā piemēru var minēt konkrētās, jomas, kurā darbojas vērtējamais uzņēmums, cenas/peļņas (*price/earnings*) attiecības izmantošanu. Pielietojot šo rādītāju, tiek pieņemts, ka citi konkrētās jomas uzņēmumi ir līdzīgi vērtējamajam uzņēmumam un vidējā aritmētiskā uzņēmumu vērtība tirgū ir patiesa. Citi uzņēmumu vērtēšanā plaši izmantoti koeficienti ir iepriekš minētā tirgus cenas/bilances vērtības attiecība un tirgus cenas/apgrozījuma (*price/sales*) attiecība. Lai arī šie trīs koeficienti uzņēmumu vērtēšanai ir visplašāk pielietotie,

¹ McClure B. Digging Into The Dividends Discount Model. 13.03.2011., <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/041404.asp>

² Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 12, p.4

³ Turpat, chapter 18, p.2

tiek izmantoti arī citi, piemēram, tirgus cenas/naudas plūsmas (*price/cash flows*) un tirgus cenas/dividenžu (*price/dividend*) attiecība.¹

Atšķirībā no naudas plūsmas diskontēšanas metodes, kura vērtēšanas procesā galvenokārt ņem vērā uzņēmuma iekšējos rādītājus, relatīvā metode ir daudz vairāk atkarīga no tirgus, t.i., tiek pieņemts, ka tirgus ir efektīvs attiecībā uz akciju vidējo aritmētisko vērtību, kamēr, nosakot atsevišķa uzņēmuma akciju vērtību, tas var pieļaut kļūdas. Tāpat tiek pieņemts, ka, pielietojot iepriekš minētos koeficientus, ir iespējams šīs kļūdas identificēt, un ka tās laika gaitā tiks labotas.

Izmantojot koeficientus, uzņēmumu var vērtēt, salīdzinot to ar līdzīgiem uzņēmumiem vai salīdzinot ar šī paša uzņēmuma rādītājiem vēsturiskā perspektīvā. Tomēr atrast līdzīgus uzņēmumus, ar kuriem varētu salīdzināt vērtējamo uzņēmumu, nav vienkārši, tādēļ bieži vien vērtēšanā jāizmanto uzņēmumi, kuri vienā vai otrā rādītājā būtiski atšķiras. Šī iemesla dēļ jāspēj objektīvi izvērtēt, kuru rādītāju salīdzināšana spētu sniegt visticamāko rezultātu.²

Ja tiek vērtēts stabils uzņēmums ar salīdzinoši ilgu publiskās tirdzniecības vēsturi, iespējams salīdzināt šodienas koeficientu ar šo pašu koeficientu konkrētā uzņēmuma pagātnē. Tomēr, lai veiktu šādu salīdzināšanu, jāpieņem, ka vērtējamais uzņēmums laika gaitā nav fundamentāli mainījies. Jāņem vērā arī tas, ka dažādos periodos var būt dažādas procentu likmes, kas savukārt ietekmē diskontēšanas likmi, kā arī pats tirgus var būt mainījies.

Koeficientu metodes pluss ir tāds, ka tā ir viegli un ātri pielietojama. Turpretī galvenā negatīvā iezīme ir tā, ka šī metode ir pielietojama tikai gadījumos, kad akciju tirgū tiek tirgotas salīdzinoši daudzu līdzīgu uzņēmumu akcijas. Kā arī jāizpildās nosacījumam, ka tirgus līdzīgos uzņēmumus vidēji ir novērtējis patiesi. Šīs metodes pielietošana ir limitēta, vērtējot unikālus uzņēmumus, kuriem akciju tirgū nav atrodamu līdzīgi, kā arī uzņēmumus ar maziem ieņēmumiem un negatīvu peļņu.³

Uzņēmumu salīdzināšanā plašāk pielietotie koeficienti

Raijens Fūrmanns (*Furhmann*) publikācijā „Pašu kapitāla vērtības noteikšana: salīdzināšanas pieeja” (*Equity Valuation: The Comparables Approach*) iedalījis uzņēmumu salīdzināšanai izmantotās metodes divās grupās. Pirmā grupa ir kopējā tirgus koeficienti (*common market multiples*), starp kuriem minami tādi rādītāji kā uzņēmuma vērtības un apgrozījuma attiecība, tirgus cenas un peļņas attiecība, tirgus cenas un bilances vērtības attiecība

¹ Damodaran A. *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Second edition., Wiley, 2002, chapter 2, pp.9-10

² Turpat, chapter 2, pp.10-11

³ Turpat, chapter 2, p.12

un tirgus cenas un naudas plūsmas attiecība. Otra grupa aplūko tirgus darījumus, kad iegādāti līdzīgi uzņēmumi, kas, salīdzinot to fundamentālos rādītājus, palīdz izprast un atrast uzņēmumu vērtību.¹

Šī darba ietvaros uzņēmumu pašu kapitāls tiks vērtēts, izmantojot Damodarana izdalītos nozīmīgākos koeficientus, kurus tas iedalījis trīs grupās:

1) peļņas reizinātāji. Viens no nozīmīgiem uzņēmuma pašu kapitāla vērtības noteikšanā pielietojamiem koeficientiem jeb reizinātājiem ir peļņas, ko šī uzņēmuma aktīvi ģenerē, reizinātājs. Šeit var minēt cenas un peļņas attiecības (*price/earnings*) koeficientu – cik liela ir vienas akcijas cenas un peļņas uz vienu akciju attiecība;

2) bilances vērtības reizinātāji. Bilances vērtību lielā mērā nosaka tieši tas, cik daudz samaksāts par uzņēmuma aktīviem. Tādēļ investori, lai saprastu, vai un cik lielā mērā uzņēmuma akcijas ir nenovērtētas vai pārvērtētas, bieži vien tirgus un bilances vērtību skata savstarpējā saistībā. Tirgus vērtības un bilances vērtības attiecība dažādu jomu un industriju pārstāvētiem uzņēmumiem var atšķirties ļoti nozīmīgi. Tā ir atkarīga no izaugsmes potenciāla un investīciju kvalitātes. Bens Maklūrs atzīmē, ka tirgus cenas un bilances vērtības attiecības izmantošanai uzņēmuma vērtības noteikšanā ir arī savi mīnusi. Viens no tiem ir pastarpināts un saistīts ar grāmatvedības uzskaiti, jo, pateicoties konservatīviem grāmatvedības likumiem, bilances vērtībā visdrīzāk nav atspoguļoti tādu nemateriālo aktīvu kā patenti, zīmoli un intelektuālais īpašums patiesā vērtība. Tāpat jābūt uzmanīgam, kad tiek vērtēts pakalpojumus sniedzošs uzņēmums, kuram ir salīdzinoši maza bilances vērtība;²

3) ienākumu reizinātāji. Tā kā gan peļņa, gan bilances vērtība ir grāmatvedībā lietotas mērvienības un tās ietekmē grāmatvedības likumi un principi. Kā alternatīva pieeja, ko grāmatvedībā veiktās izvēles ietekmē daudz mazāk, ir aktīvu ģenerētie ieņēmumi. Pašu kapitāla investorus galvenokārt interesē akciju cenas un apgrozījuma attiecība (*price/sales ratio*), kad akcijas cena tiek attiecināta pret ieņēmumiem uz vienu akciju.³ Bens Maklūrs šo ir minējis kā vienu no vienkāršākajām metodēm aktīvu vērtības noteikšanai. Viņš atzīmē, ka šis rādītājs ir pielietojams arī ekonomiskā saspīlējuma laikā, kā arī, vērtējot uzņēmumus, kas darbojas cikliskās industrijās, kad ļoti iespējams, ka atsevišķos gados tikai daži uzņēmumi uzrāda pozitīvu peļņu,

¹ Fuhrmann R.C. Equity Valuation: The Comparables Approach. 09.08.2013.,
<http://www.investopedia.com/articles/investing/080913/equity-valuation-comparables-approach.asp>

² McClure B. Using The Price-To-Book Ratio To Evaluate Companies. 23.02.2013.,
<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/112603.asp>

³ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 2, pp.3-4

kas nozīmē, ka pārējo uzņēmumu vērtības noteikšanai, piemēram, tāds rādītājs kā tirgus cenas un peļņas attiecība nav pielietojams, jo dēļ zaudējumiem šis koeficients būs negatīvs.¹

Arī Vadims Jerošenko ir uzskaitījis četrus visplašāk pielietotos koeficientus, kā arī aprakstījis šo koeficientu pielietojamību dažādās situācijās:

1) uzņēmuma tirgus vērtības un neto peļņas attiecība – ierobežota pielietojamība dēļ neto peļņas ciešās korelācijas ar citiem finanšu rādītājiem (saimnieciskās darbības rezultāti, kapitāla struktūra u.c.);

2) uzņēmuma tirgus vērtības un peļņas pirms nodokļiem un procentu maksājumiem attiecība – visbiežāk lietotais koeficients, kas skaidrojams ar to, ka peļņa pirms nodokļiem un procentiem parāda saimnieciskās darbības rezultātu neatkarīgi no ārkārtas ieņēmumiem, izdevumiem, kapitāla struktūras u.c.;

3) uzņēmuma tirgus vērtības un bilances vērtības attiecība – šo koeficientu visbiežāk lieto situācijās, kad uzņēmuma galveno vērtību sastāda aktīvi;

4) uzņēmuma tirgus vērtības un apgrozījuma attiecība – šis ir plaši pielietots koeficients un vispiemērotākais tas ir to uzņēmumu vērtības noteikšanai, kas darbojas labi zināmā nozarē.²

Kā redzams, Jerošenko iedalījums būtībā sasaucas ar Damodarana iedalījumu. Vienīgā atšķirība ir tā, ka Jerošenko izdalījis atsevišķi tirgus vērtības/peļņas un tirgus vērtības/peļņas pirms procentiem un nodokļiem reizinātājus.

Metodes lietošana un lietošanas ierobežojumi

Lai uzņēmuma vērtēšanā izmantotu koeficientu jeb salīdzināšanas metodi, ir jāievēro četri galvenie soļi. Pirmkārt, jāpārlicinās, ka koeficienti ir noteikti un konsekventi, un ka salīdzināmajiem uzņēmumiem koeficientu aprēķināšanā pielietota vienota metodoloģija. Otrkārt, jābūt uzmanīgam gadījumā, ja koeficienti tiek izmantoti dažādu jomu ietvaros, piemēram, kad tiek analizēts viss tirgus. Treškārt, ir jāsaprot ne tikai to, kuri faktori koeficienta aprēķināšanā ir noteicošie faktori, bet arī to, kā šo faktoru izmaiņas ietekmē pašu koeficientu. Visbeidzot, ir jāatrod un jāizvēlas vispiemērotākie uzņēmumi un jāspēj saprast un kontrolēt dažādo atšķirību ietekmi uz uzņēmumu vērtību.³

¹ McClure B. Using The Price-To-Book Ratio To Evaluate Companies. 23.02.2013., <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/112603.asp>

² Jerošenko V. Kā aprēķināt uzņēmuma pārdošanas cenu? 16.02.2014., <http://www.ifinances.lv/lat/finances?doc=5076>

³ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 2, pp.4-5

Koeficienti var būt krietni nekonsekventi un sasniegt ļoti augstus rādītājus. Piemēram, tirgus cenas un peļņas attiecība var būt gan 500, gan 2000 un pat 10000. Šāda situācija iespējama ne tikai dēļ augstām akciju cenām, bet arī tādēļ, ka uzņēmuma peļņa reizēm var būt niecīgi maza. Tas bieži vien noved pie tā, ka atsevišķu uzņēmumu uzrādītie koeficienti krasi atšķiras no vidējā aritmētiskā, tādēļ šie dati nav uzticami vidējās tendences rādītāji. Tādā gadījumā, aprēķinot vidējo aritmētisko, prātīgi būtu šo uzņēmumu koeficientus „atsijāt” kā neatbilstošus.¹

Damodarans salīdzināmu uzņēmumu definē kā tādu uzņēmumu, kura naudas plūsma, izaugsmes potenciāls un risks ir līdzīgi, kāds tas ir uzņēmumam, kas tiek vērtēts. Šī definīcija nepieprasa, lai vērtējamais uzņēmums un salīdzināmais uzņēmums darbotos vienā tautsaimniecības jomā. Tomēr lielākoties analītiķi salīdzināšanai izvēlas vienā jomā darbojošos uzņēmumus tā vienkāršā iemesla dēļ, ka šādiem uzņēmumiem visdrīzāk ir līdzīgs riska līmenis, izaugsme un naudas plūsmas profils, kā arī to salīdzināšana ir ar daudz lielāku uzticamības pakāpi.²

Arī Juris Grišins publikācijā „Biznesa novērtēšanas nianse – salīdzinošo uzņēmumu metode” atzīmējis, ka novērtējamā uzņēmuma būtība potenciāli vislabāk tiek atspoguļota tad, ja salīdzināšanai tiek izvēlēti uzņēmumi pēc iespējas atbilstoši nozarei un tuvu reģionam, kurā darbojas vērtējamais uzņēmums.³

Iepriekš minētā Kumačeva uzskata, ka, lai uzņēmuma vērtības noteikšanā izmantotu salīdzināšanas pieeju, nepieciešams salīdzināt vismaz piecus līdz septiņus salīdzināmus uzņēmumus. Turklāt kā vienu no metodes mīnusiemin to, ka ar rezultātu ir viegli manipulēt, jo analīzes veicējam ir iespēja atlasīt tikai tos salīdzināmos uzņēmumus, kas dod pēc iespējas augstāku vai zemāku vērtējumu (atkarībā no vērtēšanas mērķa).⁴

Tādēļ, lai gan koeficientus ir viegli lietot, tikpat viegli, tos pielietojot, ir kļūdīties. Tomēr, kādēļ šī metode ir tik plaši pielietota? Pirmkārt, tas ir tādēļ, ka šo metodi var pielietot, izdarot daudz mazāku skaitu pieņēmumu un šī metode palīdz novērtēt uzņēmuma pašu kapitālu daudz ātrāk, nekā to spēj naudas plūsmas diskontēšanas metode. Otrkārt, relatīvo vērtējumu ir daudz

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 2, p.10

² Turpat, chapter 2, p.14

³ Grišins J. Biznesa novērtēšanas nianse – salīdzinošo uzņēmumu metode. 11.11.2009., <http://www.ifinances.lv/lat/finances?doc=1103>

⁴ Kumačeva I.K. Biznesa vērtēšana. Uzņēmuma tirgus vērtības noteikšanas metodes. 08.11.2013., <http://www.ifinances.lv/lat/finances?doc=4891>

vienkāršāk izprast un prezentēt klientiem un pircējiem. Visbeidzot, ar relatīvo vērtēšanas metodi iegūtā uzņēmuma vērtība daudz precīzāk parāda konkrētā brīža tirgus tendences un situāciju.¹

Tomēr relatīvās vērtēšanas metodes stiprās puses ir arī tās vājības. Apvienojot dažādu autoru izdalītos metodes trūkumus, var izveidot sekojošu trūkumu sarakstu:

1) aplūkojot un salīdzinot līdzīgas firmas, kuru finanšu rādītāji vērtēšanas ietvaros tiek izmantoti, neņem vērā tādu nozīmīgu faktoru kā risks;

2) secinājumi par uzņēmuma vērtību balstās uz pašreizējo informāciju, neņemot vērā nākotnes potenciālu. Uzņēmuma darbība nākotnē ietekmē un maina akciju cenas, bet relatīvā vērtības noteikšanas metode šo faktu neņem vērā. Tādēļ, piemēram, Vadims Jerošenko iesaka šo metodi pielietot tikai to uzņēmumu vērtēšanai, kuru darbībā nav plānotas būtiskas izmaiņas²;

3) ņemot vērā, ka vērtēšanā tiek izmantota salīdzināmo uzņēmumu tirgus vērtība, var gadīties, ka vērtējamais uzņēmums tiek novērtēts daudz par augstu, jo salīdzināmie uzņēmumi tirgū ir pārvērtēti. Vai gluži pretēji – pārāk zemu, kad salīdzināmie uzņēmumi ir tirgū nepietiekami novērtēti³;

4) ņemot vērā, ka katrā konkrētā vērtēšanā tiek izdarīti vairāki pieņēmumi, kas relatīvajā vērtēšanā bieži vien ir nepārredzami, relatīvā vērtēšana atstāj analītiķim daudz iespēju manipulācijām, jo analītiķis, kuram ir izvēles iespēja attiecībā uz to, kuru no koeficientiem un, kurus salīdzināmos uzņēmumus izvēlēties, lielākā vai mazākā mērā var nonākt pie jebkādas nepieciešamās uzņēmuma vērtības;

5) realitātē ir grūti atrast publiski tirgotus salīdzināmus uzņēmumus un šis ir lielākais izaicinājums visā analīzes procesā;

6) relatīvā vērtēšanas metode pieņem, ka tirgus ir efektīvs un vidēji uzņēmumus tas ir novērtējis patiesi. Gadījumos, kad tirgū novērojams „burbulis”, cenas visdrīzāk nav adekvātas un, burbulim plīstot, investori var ciest apjomīgus zaudējumus;

7) pēc Šema Gada domām visnozīmīgākais šīs metodes trūkums ir tāds, ka nav nekādas garantijas, ka uzņēmums, kas pēc visiem rādītājiem novērtēts pārlietu zemu, ar laiku panāks uzņēmumus, ar kuriem tas tiek salīdzināts.⁴

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 16, pp.1-2

² Grišins J. Kā aprēķināt uzņēmuma pārdošanas cenu? 16.02.2014., <http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=5076>

³ Fuhrmann R.C. Equity Valuation: The Comparables Approach. 09.08.2013., <http://www.investopedia.com/articles/investing/080913/equity-valuation-comparables-approach.asp>

⁴ Gad S. Relative Valuation: Using Stocks To Value Other Stocks. 19.09.2011., <http://www.investopedia.com/articles/stocks/11/relative-valuation-stocks-valuing-stocks.asp>

Līdz šim darba ietvaros ir apskatītas dažādas uzņēmuma pašu kapitāla vērtības noteikšanas metodes, tomēr aktuāls paliek jautājums – kuru metodi izvēlēties un kā vērtēšanā nepieļaut stereotipiskas kļūdas un pieņēmumus? Uz šiem jautājumiem mēģināts atbildēt nākamajā apakšnodaļā un teorētiskās daļas pēdējā – ceturtajā sadaļā.

1.3.5. Kopsavilkums – kuru metodi lietot

Ļoti koncentrētu un viegli uztveramu sadalījumu par apskatīto metožu pielietojamību dažādās situācijās ir izstrādājis iepriekš minētais Džozefs Ngjēns. Dividenžu diskontēšanas modeli viņš raksturo kā vienu no vienkāršākajām absolūtās vērtības noteikšanas metodēm. Šī metode, pirmkārt, jau piemērota vien to uzņēmumu vērtības noteikšanai, kuri saviem investoriem maksā dividendes. Otrkārt, nepietiek ar to, ka uzņēmums saviem investoriem maksā dividendes. Tām ir jābūt stabilām un paredzamām. Parasti tie ir nobrieduši uzņēmumi, kas darbojas stabilās uzņēmējdarbības nozarēs.

Ja uzņēmums nemaksā dividendes vai tā izmaksātās dividendes nav stabilas un regulāras, iespējams, ka šī uzņēmuma vērtības noteikšanai varēs pielietot naudas plūsmas diskontēšanas modeli. Šī modeļa priekšrocības ir tās, ka tas var tikt pielietots, vērtējot plašu uzņēmumu loku – gan tos, kuri nemaksā dividendes, gan arī tos, kuri dividendes maksā regulāri un tās ir stabilas. Lai pielietotu šo modeli, naudas plūsmai jābūt stabilai, pozitīvai un paredzamai.

Ngjēns uzskata, ka koeficientu metode ir noderīga, vērtējot tādus uzņēmumus, kuru vērtības noteikšanai nav pielietojama neviena no iepriekš minētajām metodēm un arī gadījumos, kad vērtētājam nav vēlmes vai laika darboties ar cipariem. Viņš uzskata, ka šī metode nenoved pie uzņēmuma patiesās jeb iekšējās vērtības, tomēr, salīdzinot uzņēmumu ar citiem līdzīgiem uzņēmumiem, ir iespējams noteikt, vai tirgū uzņēmums ir patiesi novērtēts, pārvērtēts vai nepietiekami novērtēts. Šī metode ir balstīta „vienas cenas likumā”, kas nosaka, ka līdzīgi aktīvi būtu jāpārdod par vienādu cenu. Ngjēns uzskaitījis priekšnosacījumus, kuriem jāpiepildās, lai izmantotu, piemēram, cenas/peļņas attiecību. Pirmkārt, uzņēmumam jābūt publiskā tirdzniecībā. Otrkārt, ģenerētajai peļņai jābūt pozitīvai, jo pretējā gadījumā būtu bezjēdzīgi salīdzināt uzņēmumus, kuru tirgus cenas un peļņas attiecība ir negatīva. Treškārt, peļņai jābūt stabilai, tā nevar būt ļoti svārstīga. Gadījumos, kad cenas/peļņas koeficients nevar tikt pielietots kāda no

minētiem iemesliem dēļ, var tikt pielietots kāds cits koeficients, piemēram, cenas/apgrozījuma koeficients.¹

Tomēr, kā atzīmējuši vairāki autori, vislabākie un patiesākie rezultāti uzņēmuma vērtības noteikšanā sasniedzami tad, ja paralēli tiek izmantotas vairākas uzņēmuma vērtības noteikšanas metodes un gala rezultātā iegūtā uzņēmuma vērtība veidojas, izsverot un izvērtējot iegūtos rezultātus.

1.4. Aizņemtā kapitāla vērtība

Lai gan lielākā daļa autoru, runājot par uzņēmuma vērtības iegūšanu, pievēršas galvenokārt pašu kapitāla vērtēšanai, tomēr būtiski ir novērtēt arī aizņemto kapitālu, jo arī šis kapitāls nākotnē visdrīzāk ģenerēs naudas plūsmu, tādēļ uzskatāms par nozīmīgu uzņēmuma vērtības sastāvdaļu. Iespējams, iemesls, kādēļ analītiķi nelabprāt runā par aizņemtā kapitāla vērtēšanu, ir tas, ka uzņēmuma akciju vērtība ir tieši piesaistīta pašu kapitālam, tādēļ investori ir galvenokārt ieinteresēti šīs daļas vērtībā, kamēr aizņemtais kapitāls, tā lielums un īpatsvars ir ietverts paša kapitāla cenā kā viens no riska faktoriem. Tai pašā laikā, lai noteiktu uzņēmuma patieso vērtību, nebūtu korekti šo vērtību balstīt tikai uz uzņēmuma pašu kapitāla vērtību.

Pirms sākt uzņēmuma aizņemtā kapitāla vērtēšanu, jāsaprot, kas tad ir aizņemtais kapitāls. Atbilde uz šo jautājumu varētu šķist pašsaprotama, jo bilances pasīvu daļā tas ir norādīts un aprēķināts. Tomēr šīs bilances daļas izmantošanai aizņemtā kapitāla vērtības noteikšanā pastāv zināmi ierobežojumi. Pirmkārt, atsevišķas aizņemtā kapitāla bilances sadaļas neuzkrāj parāda procentus. Pie šāda aizņemtā kapitāla pieskaitāmi, piemēram, parādi piegādātājiem. Otrkārt, uzņēmumam var būt saistības, kas netiek uzrādītas bilancē, tomēr tam rada procentu maksājumus. Šeit var runāt par, piemēram, operatīvo līzingu.

Būtībā vienīgais no iepriekš apskatītajiem autoriem, kas patiesi pievērsies pašu kapitāla vērtības noteikšanai kā nozīmīgai uzņēmuma novērtēšanas sastāvdaļai, ir Damodarans. Viņš, nosakot aizņemtā kapitāla vērtību, piedāvā veikt divus pieņēmumus. Pirmkārt, vērā tiek ņemts

¹ Nguyen J. How To Choose The Best Stock Valuation Method. 21.02.2011.

<http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/choosing-valuation-methods.asp>

tikai tas aizņemtais kapitāls (iekļaujot gan īstermiņa, gan ilgtermiņa aizņemto kapitālu), kas uzņēmumam rada procentu maksājumus. Otrkārt, tiek kapitalizēts arī operatīvais līzings.¹

Otrs iemesls, kādēļ tik daudz autoru pievēršas pašu kapitāla noteikšanai, bet aizņemtā kapitāla vērtēšana netiek tik plaši aprakstīta, iespējams, ir tas, ka aizņemtā kapitāla tirgus vērtību bieži vien iegūt ir daudz grūtāk, nekā tas ir ar pašu kapitāla tirgus vērtību, ko iegūst akciju skaitu sareizinot ar vienas akcijas cenu, jo tikai nedomāzēm uzņēmumiem ir emitētas tirgū tirgojamas parādzīmes. Lielākoties uzņēmumiem ir aizņemtais kapitāls, kurš nav tirgojams, piemēram, bankas kredīts. Damodarans iesaka, ka vienkāršākais veids, kā pārvērst netirgojama aizņemtā kapitāla bilances vērtību tirgus vērtībā, ir uztvert visu aizņemtā kapitāla bilances vērtību kā vienu parādzīmi, kura uzņēmumam uzliek par pienākumu maksāt kuponu (*coupon*) jeb periodisku procentos izteiktu daļu no parādzīmes neto vērtības. Transformējot netirgojamu aizņemto kapitālu parādzīmes veidā, kupona vērtība tiek pielīdzināta aritmētiski vidējam svērtajam procentu maksājumam, bet kupona darbības ilgums ir aritmētiski vidējais svērtais aizņēmuma atmaksas laiks. Lai iegūtu aizņemtā kapitāla tirgus vērtību, šo pārveidoto parādzīmi diskontē, izmantojot konkrētā uzņēmuma aizņemtā kapitāla cenu (*cost of debt*), kas parāda to, cik konkrētajam uzņēmumam izmaksā projektu finansēšana, ja tiek izmantots aizņemtais kapitāls.

Galvenie šo cenu ietekmējošie faktori ir: 1) riska līmenis – jo tas augstāks, jo aizņemtais kapitāls ir dārgāks; 2) uzņēmuma bankrota iespējamības risks – jo lielāka bankrota iespējamība, jo kapitāls ir dārgāks; 3) ar aizņemtā kapitāla izmantošanu saistītais nodokļu radītais ietaupījums – procentu maksājumi ar uzņēmumu ienākuma nodokli netiek aplikti, tādēļ pēcnodokļu aizņemtā kapitāla cena ir zemāka par pirmsnodokļu aizņemtā kapitāla cenu, turklāt šī atšķirība un līdz ar to finansiālais ieguvums no aizņemtā kapitāla izmantošanas projektu finansēšanai pieaug līdz ar uzņēmuma ienākumu nodokļa palielināšanos.² Rezumējot iepriekš minēto, var secināt, ka uzņēmuma aizņemtā kapitāla vērtību nosaka nākotnes naudas plūsma, ko no aizdotā kapitāla sagaida uzņēmuma kreditori.

Tā kā aizņemtā kapitāla cenu būtiski ietekmē konkrētā uzņēmuma bankrota iespējamība, ir būtiski zināt, cik liela tad tā ir. Protams, iespējamība jau pēc savas definīcijas ir statistiska vienība un nav attiecināma uz katru atsevišķu uzņēmumu, bet gan uz visu uzņēmumu kopumu.

Viens no veidiem, kā noskaidrot un parādīt uzņēmuma bankrota riska līmeni, ir reitings. Reitingu uzņēmumam var piešķirt reitinga kompānijas, pamatojoties uz uzņēmuma novērtēšanas

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 8, p.47

² Turpat, chapter 8, p.50

metodiku, kas ietver gan kvantitatīvas vērtēšanas metodes, gan ar uzņēmumu saistītās situācijas, jomas un valsts, kurā darbojas uzņēmums, ekonomiskās situācijas izvērtējumu. Tomēr šis pakalpojums nav bezmaksas. Un bieži vien no reitinga saņemšanas sagaidāmā atdeve nav šo izmaksu vērtā. Īpaši nelieliem un lokāliem uzņēmumiem.

Lai aprēķinātu pirmsnodokļa aizņemtā kapitāla cenu uzņēmumiem, kuru parāda vērtspapīri netiek tirgoti, kā arī šiem uzņēmumiem netiek noteikts reitings (reitingu aģentūrā), var rīkoties divējādi: 1) skatīt neseno aizņemšanās vēsturi; 2) aprēķināt sintētisko reitingu, kas tiek darīts, ņemot vērā uzņēmuma finanšu rādītājus. Lai noteiktu šo reitingu, tiek aprēķināts procentu maksājumu seguma indekss (*interest coverage ratio*), kuru iegūst, izmantojot formulu [1.4.].

$$ICR = \frac{EBIT}{i} \quad [1.4.]^1$$

kur:

ICR = procentu maksājumu seguma indekss

EBIT = peļņa pirms procentu maksājumiem un nodokļiem

i = veicamie procentu maksājumi.

Lai iegūtu reitingu, iegūto koeficientu pielīdzina konkrētam reitinga līmenim. Damodarans piedāvā procentu maksājumu seguma indeksa un reitinga konvertēšanas tabulu lieliem un nelieliem uzņēmumiem. Ņemot vērā, ka darba ietvaros apskatīti uzņēmumi kas Lietuvas un Baltijas valstu ietvari uzskatāmi par lieliem, izvēlēta arī attiecīgā konvertācijas tabula Nr.1.1. Tabulas atšķiras ar to, ka lieliem uzņēmumiem augstākam reitingam nepieciešams mazāks procentu maksājumu seguma indekss, jo šie uzņēmumi tiek uzskatīti par mazāk riskantiem.

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 8, p.40

Sintētiskā reitinga noteikšana¹

Procentu maksājumu seguma indekss	Reitings
>8.5	AAA
6.5-8.5	AA
5.5-6.5	A+
4.25-5.5	A
3-4.25	A-
2.5-3	BBB
2-2.5	BB
1.75-2	B+
1.5-1.75	B
1.25-1.5	B-
0.8-1.25	CCC
0.65-0.8	CC
0.2-0.65	C
<0.2	D

Nemot vērā, ka Damodarans šo tabulu veidojis, pielīdzinot indeksus Standards&Poors reitingu aģentūras reitingu klasifikācijai, nozīmīgi aplūkot, ko šie reitingi nozīmē. 1.2.tabula atspoguļo minētās reitingu aģentūras izmantotos burtus, reitingu apzīmēšanai.

Standards&Poors reitingu skaidrojumi²

Reitings	Reitinga skaidrojums
AAA	Ārkārtīgi liela kapacitāte norēķināties par saistībām. Augstākais iespējamais reitings.
AA	Ļoti spēcīga iespējamība norēķināties par saistībām.
A	Spēcīga iespējamība norēķināties par saistībām, tomēr vērojama neliela jutība pret ekonomisko situāciju un iespējamām izmaiņām, kas skar uzņēmumu.
BBB	Atbilstoša kapacitāte, lai norēķinātos par saistībām, bet vērojama jau lielāka jutība pret nelabvēlīgām izmaiņām tautsaimniecībā. Tirgus dalībniekiem zemākā ieteicamā investīciju robeža, kas uzskatāma par drošu.
BB	Tuvākā termiņā norēķināšanās par saistībām maz apstrīdama, tomēr pastāv zināmas

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 8, p.41

² Standard&Poors Ratings Services. Credit Ratings Definitions & FAQs, <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>

	šaubas par uzņēmuma spēju pārvarēt nevēlamas pārmaiņas uzņēmējdarbībā, finansēs vai tautsaimniecībā.
B	Diezgan liela jutība attiecībā uz nevēlamām pārmaiņām uzņēmējdarbībā, finansēs vai tautsaimniecībā, bet konkrētajā brīdī kapacitāte ir pietiekama, lai norēķinātos par saistībām.
CCC	Spēja nokārtot saistības atkarīga no konkrētā brīža situācijas uzņēmējdarbībā, finansēs un tautsaimniecībā.
CC	Konkrētajā brīdī apkārt notiekošais spēcīgi ietekmē uzņēmuma bankrota iespējamību.
C	Nenokārtotas saistības un no tā izrietošās sekas.
D	Nespēja nokārtot saistības, bankrots.

Praksē katrs konkrētais reitings tiek pielīdzināts konkrētam procentpunktu daudzumam, kas tiek pieskaitīts pie bāzes likmes, kas visbiežāk ir procentu likme, kas tiek maksāta par valsts emitētām parādzīmēm. Ņemot vērā, ka šī darba ietvaros netiks aprēķināta aizņemtā kapitāla cena, bet sintētiskais reitings tiks aprēķināts, lai iegūtu intuīciju par vērtējamo uzņēmumu riskantuma līmeni, šie bāzes likmei pieskaitāmie procentpunkti tabulās nav norādīti. Aizņemtā kapitāla tāpat kā pašu kapitāla vērtības aprēķināšanai izmantotas Damodarana aprēķinātās un publicētās aizņemtā un pašu kapitāla cenas.

1.5. Ar vērtēšanu saistītie mīti un realitāte

Pastāv vairāki ar uzņēmuma vērtības noteikšanu saistīti pieņēmumi, kas, iespējams, var šķist muļķīgi vai pārspīlēti pieredzējušam uzņēmumu vērtētājam, bet vērtēšanas iesācēja vai ierindas investora acīs varētu tikt uzskatīti par patiesiem.

Ļoti labi šos mītus uzskaitījis, atspoguļojis un atspēkojis Damodarans. Pirmais no tiem ir: **tā kā novērtēšanas metodes ir kvantitatīvas, tad vērtējums ir objektīvs**. Atspēkojot šo argumentu, Damodarans saka, ka novērtēšana nav ne zinātne, ne arī objektīvas vērtības noteikšana, jo, lai gan modeļi, kas tiek izmantoti ir kvantitatīvi, tomēr mainīgie, kas tiek ievietot formulās, bieži vien ietver diezgan daudz subjektīvā vērtējuma. Tādēļ galarezultātā iegūtā vērtība visbiežāk ir ar nobīdi, ko jāņem vērā.¹

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 1, p.2

Otrs mīts: **labi izpētīts un veikts novērtējums atspoguļo uzņēmuma patieso vērtību mūžīgi.** Vērtību, kuru iegūst, pielietojot novērtēšanas metodi, ietekmē uzņēmumam specifiskie un vispārējie tirgus apstākļi un ar tiem saistītā informācija. Līdz ar jaunas informācijas iegūšanu arī aprēķinātā vērtība visdrīzāk mainīsies. Tādēļ pamatoti būtu apgalvot, ka līdz ar pastāvīgu informācijas plūsmu, uzņēmumam aprēķinātā vērtība „noveco” ļoti ātri, tādēļ tā pastāvīgi jāprecizē, pamatojoties uz šo informāciju. Tāpat jāņem vērā, ka vērtību ietekmējoša informācija var attiekties gan uz konkrēto uzņēmumu, gan jomu, kurā tas darbojas, vai pat visu tirgu.¹

Trešais mīts: **labi veikta novērtēšana nodrošina precīzu vērtības aprēķinu.** Damodarans uzsver, ka pat visrūpīgākā un detalizētākā novērtēšana galu galā atstāj vietu zināmai neskaidrībai par gala iznākuma patiesumu, jo aprēķini tiek veikti, pamatojoties uz pieņēmumiem par uzņēmuma un visas tautsaimniecības nākotnes attīstību. Ņemot vērā, ka naudas plūsma un diskonta likmes ir aprēķinātas ar zināmu kļūdu, būtu nepareizi uzskatīt un sagaidīt, ka gala vērtība tiks noteikta ar absolūtu precizitāti. Precizitāte, ar kādu noteikta uzņēmuma vērtība, dažādiem uzņēmumiem visdrīzāk atšķirsies. Visprecīzākā tā parasti būs lieliem un stabili strādājošiem uzņēmumiem ar senu finanšu vēsturi, kamēr jauniem uzņēmumiem, kas darbojas „nemierīgā” un mainīgā sektorā, tā visdrīzāk būs ar daudz lielāku neprecizitāti.²

Ceturtais mīts: **jo kvantitatīvāks ir modelis, jo vērtējums ir precīzāks.** Kā apgalvo Damodarans, atsevišķos gadījumos šī likumsakarība var izpildīties, tomēr bieži vien, jo sarežģītāks kļūst modelis, jo vairāk mainīgo tajā ietilpst, jo lielāks ir potenciāls, ka modelī tiks iekļauts vairāk kļūdainu rādītāju vai rādītāju ar nozīmīgu novirzi. Bieži lielākā problēma ir nevis informācijas trūkums, bet gan nespēja atdalīt nozīmīgo informāciju no nenožīmīgās, kas ir gandrīz tikpat nozīmīgi kā modeļi un tehnikas, kas tiek pielietotas uzņēmuma vērtēšanai.³

Piektais mīts: **lai nopelnītu, pamatojoties uz veikto vērtējumu, ir jāpieņem, ka tirgus ir neefektīvs.** Bieži vien vērtēšana tiek veikta pieņemot, ka tirgus pieļauj kļūdas un ka ir iespējams identificēt šīs kļūdas, pamatojoties uz informāciju, kas pieejama desmitiem tūkstošu citu investoru. Pamatojoties uz šo teoriju tiem, kuri uzskata, ka tirgus ir neefektīvs, vajadzētu pieņemt savus investēšanas lēmumus, pirms tam veicot uzņēmuma novērtēšanu, bet tiem, kuri uzskata, ka tirgus ir efektīvs, tirgus cena būtu jāuzskata par labāko patiesās vērtības mēru. Tomēr, kā uzskata Damodarans, vislietderīgāk būtu abas metodes apvienot. Tiem, kuri tic tirgus

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 1, p.4

² Turpat, chapter 1, p.5

³ Turpat, chapter 1, p.6

efektivitātei, uzņēmuma novērtēšana palīdzētu saprast dažādo pārmaiņu ietekmi uz cenu, kā arī to, kādēļ tirgus cena laika gaitā mainās. No otras puses tiem, kuri tic, ka tirgus pieļauj kļūdas, vienlaicīgi ir jātic arī tam, ka laika gaitā tirgus šīs kļūdas labos, t.i., kļūs efektīvs, jo tas ir tas, uz ko šie investori ir plānojuši nopelnīt.

Nemot vērā, ka šī pieeja pieprasa, lai sākotnēji tirgus būtu neefektīvs, bet pēcāk pieļautā kļūda tiktu labota un tas kļūtu efektīvs, Damodarans izdarījis divus svarīgus secinājumus. Pirmkārt, ja kaut kas izskatās pārāk labi, lai tā būtu patiesība (akcijas ir pārāk zemu vai augstu novērtētas), tad visdrīzāk iegūtais rezultāts nav patiess. Otrkārt, ja analīzē iegūtā vērtība nozīmīgi atšķiras no tirgus vērtības, jāsāk ar pieņēmumu, ka tirgus ir efektīvs un vērtētājs ir pieļāvis kļūdu aprēķinos.¹

Līdz ar šo ar uzņēmumu vērtības noteikšanu saistīto mītu uzskaitījumu darba teorētiskā daļa beidzas un turpmākā darba daļa veltīta konkrētu uzņēmumu vērtības noteikšanai, pielietojot teorētiskajā daļā apskatītās vērtēšanas metodes.

¹Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition., Wiley, 2002, chapter 1, pp.6-7

2. LIETUVAS PIENA TIRGUS RAKSTUROJUMS

Baltijas valstīm ir gara un tradīcijām bagāta piena pārstrādes vēsture. Ņemot vērā, ka visas trīs valstis spēj pašmāju tirgu nodrošināt ar piena produktiem vairāk kā par 100%, tālākā piena pārstrādes industrijas attīstība lielā mērā atkarīga tieši no eksporta tirgus attīstīšanas.¹

Nav šaubu, ka pēdējo gadu laikā pieprasījums pēc piena produktiem pasaulē ir aizvien audzis. Apskatot Lietuvas lauksaimniecības investoru grupas „Agrowill Group” pēdējā laikā publicētos ar piensaimniecību un pieprasījumu pēc piena produktiem saistītos rakstus, gandrīz ikviens no tiem vēsta par piena produktu pārdošanas apjomu, ražošanas apjomu un pieprasījuma palielināšanos Lietuvā, Baltijas valstīs, Eiropā un pasaulē. To apstiprina arī lielāko Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu gada pārskati, kas gadu no gada (ar kritumu 2008.gadā, kad pasauli skāra sākotnēji finanšu un pēcāk arī ekonomiskā krīze) uzrāda apgrozījuma pieaugumu.

Kā apgalvots izpētes centra „Export.by” mājas lapas sadaļā par Lietuvas piena tirgu tad šāda uz izaugsmi virzīta kustība Lietuvas piena tirgū prognozējama arī turpmāk. Pēdējo gadu laikā Lietuva arī piena produktu eksporta ziņā ir līdere starp Baltijas valstīm. Gada laikā Lietuvā tiek saražoti aptuveni 2 miljoni tonnu piena produktu, no kuriem vairāk kā 50% tiek eksportēti. Salīdzinājumam – Igaunijā gada laikā tiek saražoti aptuveni 900 tūkstoši tonnu, bet Latvijā saražo aptuveni 1 miljonu tonnu piena produktu. Piena produktu eksportu ar subsīdijām atbalsta Lietuvas valdība (kas redzams arī apskatīto uzņēmumu gada pārskatos), tādēļ Lietuvas ražotāji spēj piedāvāt pircējiem salīdzinoši pievilcīgas produkcijas cenas.²

Lietuvā darbojas aptuveni 40 piena pārstrādes uzņēmumu, kamēr lielāko tirgus daļu (vairāk kā 80%) aizņem pieci uzņēmumi: „Rokiskio Suris”, „Pieno Zvaigzdes”, „Zemaitijos Pienas”, „Vilkyskiu Pienine” un „Marijampoles Pieno Konservai”.³ Četri pirmie kotējas Baltijas regulētajā akciju tirgū NASDAQ OMX Baltic, kas sevī apvieno trīs Baltijas valstu akciju biržas. „Zemaitijos Pienas” ir otrajā akciju sarakstā, kamēr pārējie trīs uzņēmumi ir pirmajā sarakstā.

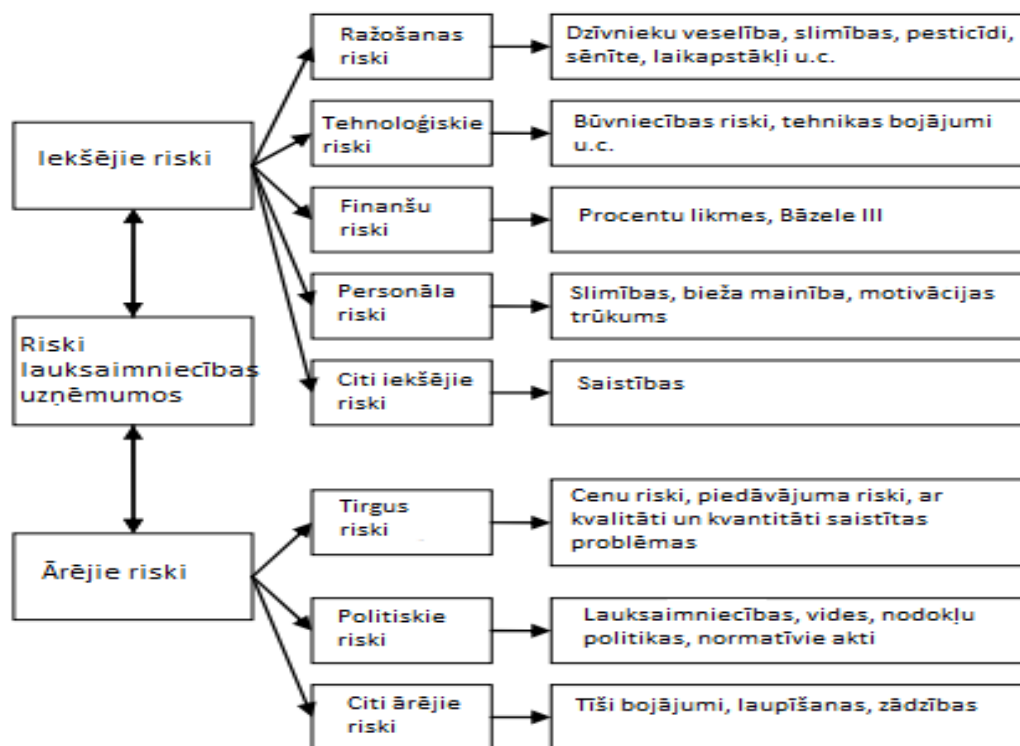
Ņemot vērā 2013.gada nogalē Krievijas īstenoto atsevišķu Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu ražotās produkcijas importa aizliegumu, nozīmīgi apskatīt arī potenciālos riskus, ar kādiem var saskarties piena rūpnieki.

¹ Global Trends in the Dairy Industry: Outlook for the Baltics. Organization for economic cooperation and development. Paris. 2002, p.159

² Dairy Market of Lithuania. Export.by. http://www.export.by/en/?act=s_docs&mode=view&id=3088&doc=64

³ Turpat

Piena rūpniecības joma, kas ietver gan piena iegūšanu, gan pārstrādi un realizāciju, tāpat ka jebkura cita tautsaimniecības joma saskaras ar dažādiem riska faktoriem. 2.1.attēlā redzami 2009.gadā izstrādātā pētījuma „Riska menedžments piena ražošanā: piecu Eiropas valstu izpēte” (*Risk Management in Milk Production: A Study in Five European Countries*) izdalītie riski, ar kuriem saskaras piena ieguvēji, tomēr tiklab tos var attiecināt arī uz piena pārstrādātājiem, jo šie divi procesi ir nenoliedzami saistīti ar visciešākajām saitēm. Protams, modificējot šo shēmu, tai var pievienot tādus riska faktorus kā pieprasījuma samazināšanās un konkurences palielināšanās (pie tirgus riskiem), kā arī politiskās nestabilitātes radīti riski (pie politiskajiem riskiem). Saistībā ar nesenās krīzes radīto situāciju būtu lietderīgi pievienot vēl vismaz vienu ārējo risku kategoriju – ekonomiskie riski.



2.1.att. Lauksaimniecības uzņēmumu riski.¹

Nemot vērā, ka aptuveni 85% (20-40% no četrus darba ietvaros apskatīto uzņēmumu ieņēmumiem nāk no produktu tirdzniecības Krievijā) no Lietuvas piena produktu eksporta uz trešajām valstīm (valstis, kas nav ES dalībvalstis), nonāk Krievijā, tā ir uzskatāma par ļoti

¹ Schaper C., Lassen B., Theuvsen L. Risk Management in Milk Production: A Study in Five European Countries. Department of Agricultural Economics and Rural Development, Georg-August University Goettingen, Germany, 2009, p.3

nozīmīgu Lietuvas piena produktu eksporta tirgu.¹ 2013.gada beigās Krievijā tika noteikts importa embargo vairāku Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu (tostarp visu šī darba ietvaros apskatīto uzņēmumu) ražotajai produkcijai.² Lai gan kā oficiālais iemesls tika minēta produkcijas kvalitātes neatbilstība normām, tomēr visticamākais iemesls bija Lietuvas prezidentūra Eiropas Savienībā. Embargo un sankcijas pasaules praksē ir plaši pazīstami un izplatīti ārpolitikas veidošanas instrumenti. Tādēļ, ja vērtē Krievijas sankcijas, sasaistē ar jau minēto riska faktoru shēmu, lai arī šis notikums tika pozicionēts un ir pieskaitāms pie ar kvalitāti saistītajiem tirgus riskiem, tomēr realitātē tas vairāk ir saistāms ar politiskajiem riskiem. Arī ziņu aģentūra „Reuters” ziņoja, ka sankcijas saistāmas ar Lietuvā paredzēto Eiropas Savienības dalībvalstu samitu, kura laikā pieņemto lēmumu un vienošanos rezultātā iespējama bijušo PSRS republiku attālināšanās no Krievijas ietekmes zonas.³

Svarīgi atzīmēt, ka visi četri uzņēmumi pēdējos gados aizvien vairāk un aktīvāk nodarbojas ar dažādo risku vadīšanu. Iespējams, tādēļ uzņēmumu apgrozījums 2013.gadā salīdzinājumā ar apgrozījumu 2012.gadā nesamazinājās (izņemot „Pieno Zvaigzdes”), bet gan bija vērojams apgrozījuma pieaugums. Uzņēmumu gada pārskatos identificēti dažādie riski un riska faktori, kā arī norādīts, ar kādiem instrumentiem tie cenšas riskus samazināt vai novērst. Kā instruments, kas tiek pielietots aizvien plašāk, ir minami atvasinātie finanšu instrumenti.

¹ Pavilenene D. Dairies dominate on Lithuanian milk market. BC, Vilnius, 14.11.2011. http://www.baltic-course.com/eng/markets_and_companies/?doc=66020

² Russia has banned import of Lithuania's dairy products. Agrowill Group, 07.10.2013. <http://www.agrowill.lt/en/agromedia/russia-has-banned-import-of-lithuania-s-dairy-products>

³ Gutterman S. Russia halts Lithuanian dairy imports before EU summit. Moscow, 07.10.2013. <http://www.reuters.com/article/2013/10/07/us-russia-lithuania-dairy-idUSBRE99604Y20131007>

3. LIETUVAS PIENA PĀRSTRĀDES UZŅĒMUMI

3.1. Uzņēmumu raksturojums

Kā iepriekš minēts, darba ietvaros apskatīti un vērtēti četri lielākie Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumi, kuru akcijas tiek tirgotas Baltijas akciju biržā.

1) Akciju sabiedrība „Pieno Zvaigzdes” reģistrēta 1998.gadā un šodien ir otra lielākā piena pārstrādes produktu ražotāja Baltijas valstīs. Uzņēmuma sastāvā ietilpst „Kauno Pienine”, „Panevezio Pienas”, „Mazeikiau Pienine” un „Pasvalio Surine”. Grupa nodarbina aptuveni 3 000 darbinieku.¹ Uzņēmums akciju biržā kotējas kopš 1999.gada 11.janvāra otrajā sarakstā un kopš 2002.gada 2.janvāra pirmajā sarakstā. Pašlaik apgrozībā ir 49 634 419 uzņēmuma akciju ar nominālvērtību 1 lits.²

2) Akciju sabiedrība „Rokiskio Suris” reģistrēta 1992.gadā un ir Baltijas reģiona līderis pārstrādātā piena un saražotā siera apjoma ziņā. Grupa nodarbina vairāk nekā 1 500 darbinieku. Grupa sastāv no „Rokiskio Suris”, „Rokiskio Pienas” un „Ukmerges Pienine”. Uzņēmums akciju biržā kotējas kopš 1995.gada 25.jūlija otrajā sarakstā un kopš 1997.gada 7.aprīļa pirmajā sarakstā. Pašlaik apgrozībā ir 35 867 970 uzņēmuma akciju ar nominālvērtību 1 lits.³

3) Akciju sabiedrība „Vilkyskiu Pienine” reģistrēta 1993.gadā un pārvalda aptuveni 17% no Lietuvas piena pārstrādes tirgus. Arī šis uzņēmums sastāv no trīs daļām: „Vilkyskiu Pienine”, „Modest” un „Kelmes Pienine”. Grupa nodarbina ap 800 darbinieku. Uzņēmums akciju biržā kotējas kopš 2006.gada 17.maija otrajā sarakstā un kopš 2008.gada 1.janvāra pirmajā sarakstā. Pašlaik apgrozībā ir 11 943 000 uzņēmuma akciju ar nominālvērtību 1 lits.⁴

¹ What are we today? Pieno Zvaigzdes home page,
http://www.pienozvaigzdes.lt/index.php/about_us/what_are_we_today/3812

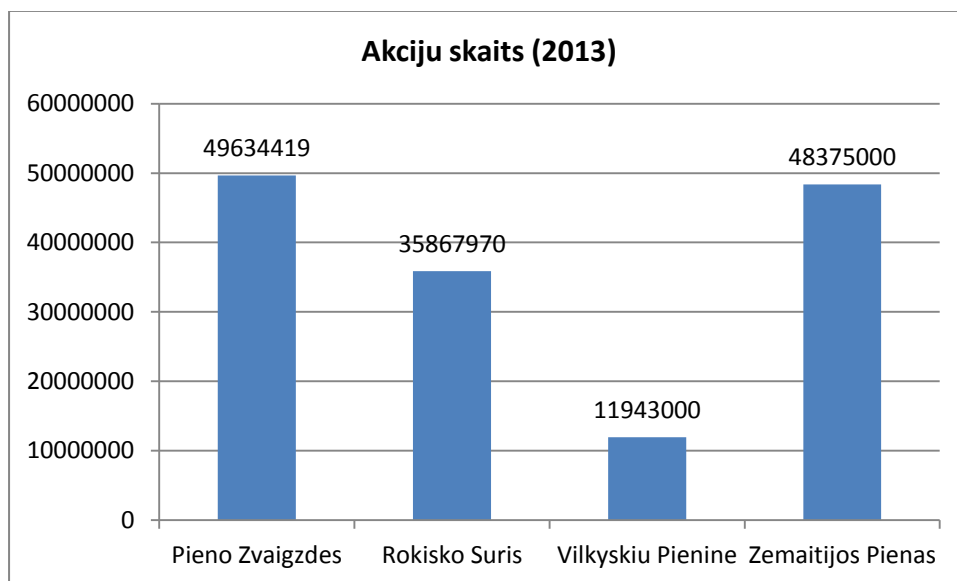
² Pieno Zvaigzdes. NASDAQ OMX Baltic home page. 05.04.2014.
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT000011676&list=2¤cy=LTL&date=2014-04-05&pg=details&tab=company>

³ Rokiskio Suris. NASDAQ OMX Baltic home page. 05.04.2014.
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000100372&list=2¤cy=LTL&date=2014-04-05&pg=details&tab=company>

⁴ Vilkyskiu Pinine. NASDAQ OMX Baltic home page. 05.04.2014.
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000127508&list=2¤cy=LTL&date=2014-04-05&pg=details&tab=company>

4) Akciju sabiedrība „Zemaitijos Pienas” reģistrēta 1993.gadā (dibināta 1924.gadā). Uzņēmums nodarbina ap 2 000 darbinieku. Akciju biržā kotējas kopš 1997.gada 13.oktobra otrajā sarakstā. Pašlaik apgrozībā ir 48 375 000 uzņēmuma akciju ar nominālvērtību 1 lits.¹

Uzņēmumu akciju skaits ir salīdzināms, jo akciju nominālvērtība visiem apskatītajiem uzņēmumiem ir vienāda – 1 LTL. 3.1.attēlā attēlots akciju skaita salīdzinājums grafiskā veidā. Kā redzams, „Pieno Zvaigzdes” un „Zemaitijos Pienas” akciju skaits ir gandrīz vienāds. Nedaudz mazāks tas ir „Rokiskio Suris”, bet „Vilkyskiu Pienine” emitējis gandrīz 4 līdz 5 reizes mazāku akciju skaitu, kāds tas ir pārējiem trim uzņēmumiem.



3.1.att. Uzņēmumu akciju skaits (2013).²

Neliels uzņēmumus salīdzinošs apkopojums sniegts 3.1.tabulā. Sīkāks uzņēmumu salīdzinājums dinamikā tiks sniegts darba sadaļā, kurā uzņēmumi vērtēti, izmantojot salīdzināšanas metodi, kas arī parādīs, ka, lai gan sākotnēji šķietami atšķirīgi, tomēr dinamikā uzņēmumi ir salīdzināmi. Jāatzīmē, ka tabulā norādītā kapitāla struktūra raksturo uzņēmumu kapitālu pēc bilances modificēšanas finanšu vadības vajadzībām. Ņemot vērā, ka šī darba izstrāde paredzēta līdz noteiktam laikam, bet informācija par 2013.gadā izmaksājamajām dividendēm nav publicēta, 2013.gada dividendes šī darba ietvaros ir prognozētas, pamatojoties uz iepriekšējo gadu dividendēm un aprēķinātajiem izaugsmes rādītājiem.

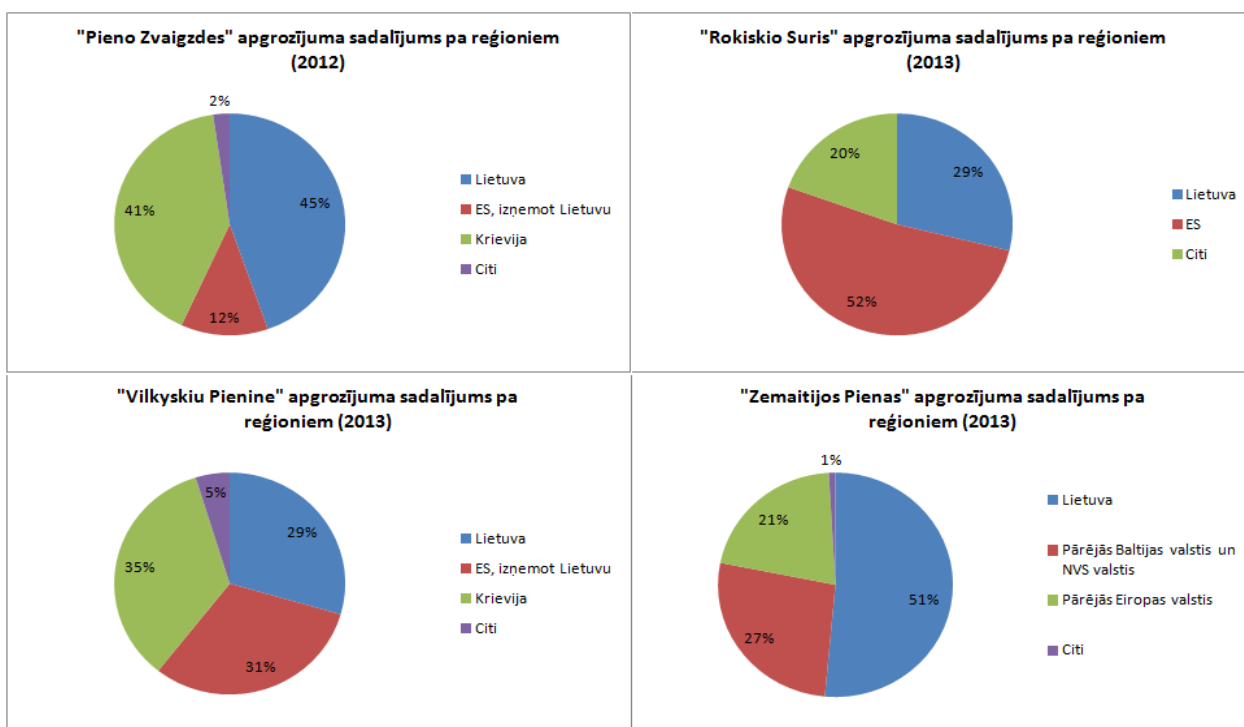
¹ Zemaitijos Pienas. NASDAQ OMX Baltic home page. 05.04.2014.

<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000121865&list=3¤cy=LTL&date=2014-04-05&pg=details&tab=company>

² Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

Uzņēmumus raksturojošie rādītāji (2013)¹

Rādītāji (2013)	Pieno Zvaigzdes		Rokiskio Suris		Vilkyskiu Pienine		Zemaitijos Pienas	
Akciju skaits	49 634 419		35 867 970		11 943 000		48 375 000	
Darbinieku skaits	~3 000		~1 500		~800		~2 000	
Kapitāla struktūra finanšu vajadzībām (pašu/aizņemtais)	47%	53%	81%	19%	56%	34%	99%	1%
Aktīvi LTL `000	364 240		511 590		181 291		228 698	
Aktīvi finanšu vajadzībām LTL `000	278 636		426 591		127 155		171 893	
Apgrozījums LTL `000	759 437		861 355		364 432		529 185	
Apgrozījuma pieaugums pret 2012.g.	-1%		8%		23%		6%	
Neto peļņa LTL `000	9 892		32 785		13 009		23 232	
Peļņa uz 1 akciju	0.20		0.93		1.08		0.47	
Dividendes LTL uz 1 akciju	0.59		0.10		0.25		0.05	
Dividendēs izmaksātā peļņas daļa (par 2012.gadu)	96%		12%		33%		10%	
ROE (pašu kapitāla atdeve)	7.51%		9.52%		18.3%		13.71%	
Tirgus kapitalizācija LTL `000 (vidēji 2013.gadā)	347 295		188 307		60 193		119 003	

3.2.att. Uzņēmumu apgrozījuma sadalījums % pa reģioniem (2013).¹¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

Savukārt 3.2.attēlā redzams, kādu daļu ieņēmumu katrs no apskatītajiem uzņēmumiem saņēmis no katra konkrētā reģiona 2013.gadā („Pieno Zvaigzdes” sadalījums par 2013.gadu nav pieejams, tādēļ uzrādīts 2012.gada sadalījums). Lai gan uzrādītie reģioni nav pilnībā salīdzināmi, jo uzņēmumi iedalījumu veidojuši atšķirīgu, tomēr redzams, ka vislielāko produkcijas daļu Lietuvā realizē „Zemaitijos Pienas” un „Pieno Zvaigzdes”, kamēr „Rokiskio Suris” lielākoties orientējas uz Eiropas Savienības tirgu. Uzņēmumiem „Pieno Zvaigzdes” un „Vilkyskiu Pienine” nozīmīgs noieta tirgus ir Krievija, kas sastāda vairāk kā vienu trešdaļu no kopējā apgrozījuma. Tomēr visā visumā var secināt, ka, lai arī atšķirīgās proporcijās, tomēr produkcijas noieta tirgus apskatītajiem četriem uzņēmumiem būtiski neatšķiras.

Nākamā darba daļa veltīta četru minēto uzņēmumu vērtības noteikšanai, pielietojot teorijas daļā apskatītās trīs pašu kapitāla vērtēšanas metodes (dividenžu diskontēšana, naudas plūsmas diskontēšana un koeficientu jeb salīdzināšanas metode), kā arī vienkāršotā veidā tiks novērtēts uzņēmumu aizņemtais kapitāls.

3.2. Izvēlēto uzņēmumu pašu kapitāla vērtības noteikšana

Pirmais darbs, kas jāveic pirms sākt uzņēmuma vērtības noteikšanu, izmantojot jebkuru no apskatītajām metodēm, ir uzņēmuma aktīvu bilances vērtības noteikšana finanšu vadības vajadzībām. Ja pašu kapitāla bilances vērtība un bilances vērtība finanšu vajadzībām neatšķiras, tad aizņemtā kapitāla vērtības noteikšanā tiek ņemts vērā un, izmantojot aizņemtā kapitāla cenu, tiek diskontēts tikai tas aizņemtais kapitāls, kas uzņēmumam rada procentu maksājumus. Tādēļ, pārveidojot bilanci finanšu vadības vajadzībām, tas tiek darīts pēc sekojošas shēmas – visi procentu maksājumus neradošie aizņemtā kapitāla avoti tiek pārvietoti no bilances pasīva uz aktīvu ar mīnuss zīmi, tādējādi samazinot abas bilances puses par vienu un to pašu summu. Šajā gadījumā tika atskaitītas valdības subsīdijas un granti, kā arī parādi piegādātājiem, veicamie uzņēmuma ienākumu nodokļa maksājumi un atliktie maksājumi.

Nākamā veicamā darbība ir pašu un aizņemtā kapitāla nodalīšana. Lai gan tas sākotnēji varētu šķist vienkārši, tomēr ne vienmēr tas tā ir. Pat šajā šķietami vienkāršajā procesā vērtētajam bieži vien ir jāizdara zināmi pieņēmumi, kas nenoliedzami ietekmē gala rezultātā iegūto uzņēmuma vērtību.

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

Arī, vērtējot Lietuvas piena pārstrādātājus un nosakot šo uzņēmumu kapitāla struktūru, šī darba autorei radās zināmas neskaidrības par to, kā vērtēt priekšrocības akciju kapitālu, kas sastāda kaut nelielu, tomēr zināmu apskatīto uzņēmumu kapitāla daļu. Priekšrocības akcijas, lai gan uzskatāmas par akcijām, tomēr ietver vairākas aizņemtā kapitāla īpašības un bieži vien tiek uztvertas kā kaut kas pa vidu starp pašu un aizņemto kapitālu.

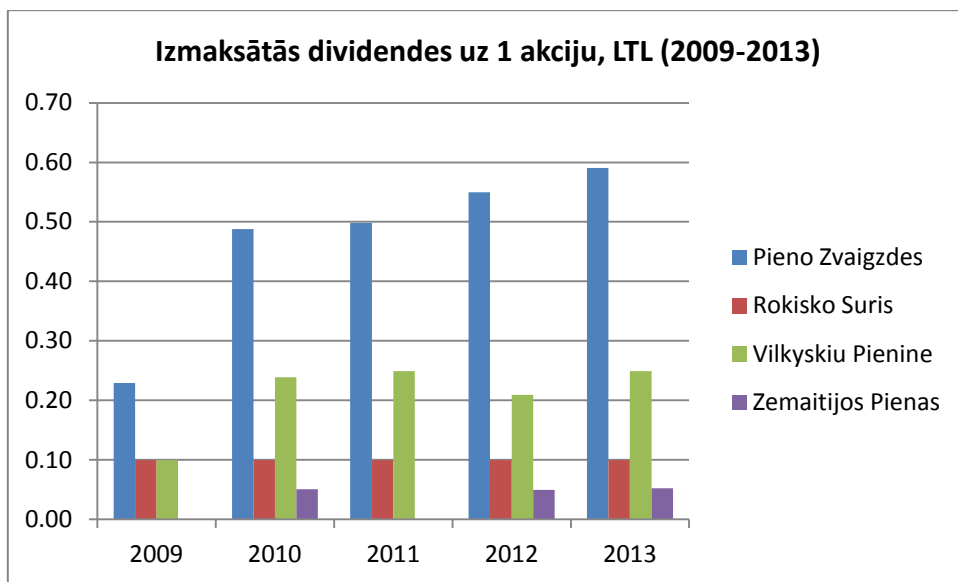
Neviens no teorijas daļā apskatītajiem autoriem šāda kapitāla iespējamību un tā vērtēšanas metodes neapskata. Veicot padziļinātu izpēti, darba autorei neizdevās atrast priekšrocības akciju kapitāla vērtības noteikšanai pielietojamu metodi. Tas, ko atsevišķi autori iesaka, ir skatīt šo jautājumu katra atsevišķa uzņēmuma ietvaros, izvērtējot, kādas priekšrocības šīs akcijas dod un kādas parasto akciju turētāju tiesības tās atņem, jo priekšrocības akcijas mēdz atšķirties. Ņemot vērā šo subjektīvo izvērtējumu, arī nosakāma priekšrocības akciju kapitāla cena, kurai ir jābūt mazākai par pašu kapitāla, bet lielākai par aizņemto kapitāla cenu.

Tā kā darba autorei nav pieejama informācija par priekšrocības akciju īpatnībām katrā no apskatītajiem uzņēmumiem, kā arī darba ietvaros netiek aprēķināta pašu un aizņemto kapitāla cena, bet gan tiek izmantota Damodarana aprēķinos piedāvātā, tad autore izlēma pieņemt, ka priekšrocības akciju kapitāla cena neatšķiras no vispārējās pašu kapitāla cenas, tādēļ priekšrocību akciju kapitāls tiek pieskaitīts kopējam pašu kapitālam un arī darba ietvaros izmantotā neto peļņa ir pirms priekšrocības akciju turētāju prasību apmierināšanas ģenerētā peļņa.

3.2.1. Dividenžu diskontēšanas metodes izmantošana

Lai izmantotu dividenžu diskontēšanas metodi, pirmkārt, nepieciešams, lai uzņēmums izmaksā saviem akcionāriem dividendes. Un lai tas notiktu regulāri. Visi šī darba ietvaros apskatītie uzņēmumi saviem akcionāriem dividendes izmaksā, lai gan viens no uzņēmumiem („Zemaitijos Pienas”) pēdējo 5 gadu laikā to darījis neregulāri. Izmaksāto dividenžu dinamika redzama 3.3.attēlā. kā iepriekš minēts, informācija par 2013.gadā izmaksājamajām dividendēm šī darba izstrādes laikā nav publicēta, tādēļ uzņēmumu pašu kapitāla vērtības noteikšanai izmantotas darba autores prognozes par 2013.gada dividendēm. Prognozes balstās uz iepriekšējo gadu dividendēm un darba ietvaros aprēķināto izaugsmi katram uzņēmumam. Respektīvi – uzņēmumiem „Pieno Zvaigzdes”, „Vilkyskiu Pienine” un „Zemaitijos Pienas” (pieņemot, ka arī šajā uzņēmumā dividendes 2013.gadā tiks izmaksātas, lai gan atsevišķos gados līdz šim tas nav

ticis darīts) 2013.gada dividende aprēķināta iepriekšējā gada dividendi palielinot par ilgtermiņa izaugsmes prognozi konkrētajam uzņēmumam, bet „Rokiskio Suris” dividende palikusi nemainīga, ņemot vērā, ka uzņēmums katru gadu līdz šim izmaksājis vienādas dividendes. Dividendes apmērs redzams arī 3.1.tabulā.



3.3.att. Izmaksātās dividendes uz 1 akciju, LTL (2009-2013).¹

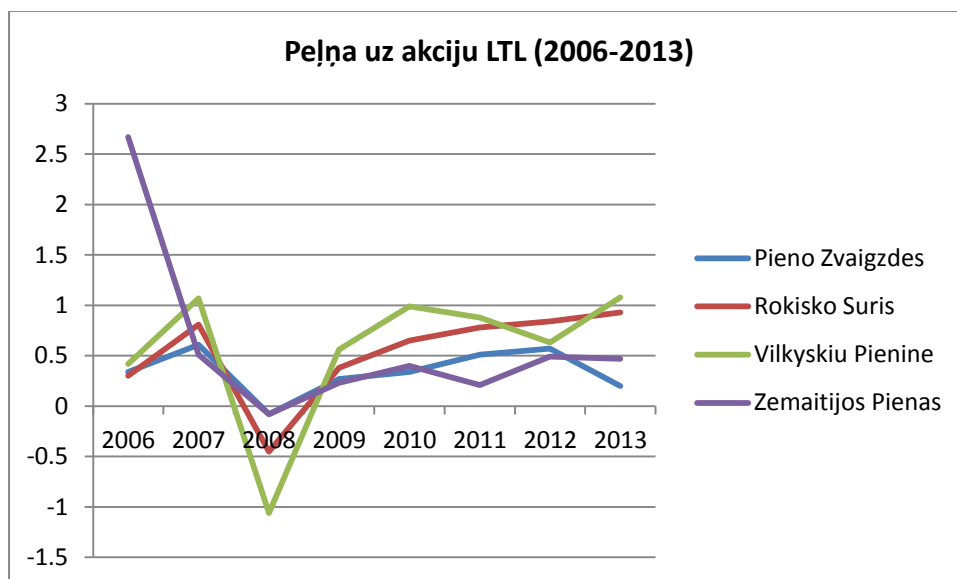
Kā redzams, vislielākās dividendes (2012.gadā pat vairāk kā pusi no akcijas nominālvērtības) izmaksājis uzņēmums „Pieno Zvaigzdes”. Aptuveni uz pusi mazākas tās bijušas „Vilkyskiu Pienine”, kamēr „Rokiskio Suris” ik gadu dividendēs izmaksājis vienādi lielu dividendi, bet „Zemaitijos Pienas” to nav darījis vispār vai izmaksājis ar pārējiem uzņēmumiem salīdzinoši nelielu dividendi.

Ņemot vērā, ka šī darba autorei nav pieejama informācija par katra atsevišķa uzņēmuma dividenžu noteikšanas politiku, tādējādi katras atsevišķas nākamās gados izmaksājamās dividendes prognozēšana nebūtu pamatota, aprēķinu veikšanai tiks izmantots teorijas daļā apskatītais Gordona izaugsmes modelis, kas pieņem, ka izmaksājamās dividendes nenoteiktu laika periodu (būtībā bezgalīgi, jo tiek uzskatīts, ka uzņēmums pastāvēs vienmēr) pieaug noteiktā tempā. Tāpat šī modeļa ietvaros tiek pieņemts, ka akciju skaits visu turpmāko uzņēmuma pastāvēšanas laiku paliek nemainīgs.

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2009-2013.gada pārskatiem. 2013.gada dividendei uzrādīta prognoze, pamatojoties uz iepriekšējā gada dividendi un prognozēto ilgtermiņa izaugsmi katram no uzņēmumiem.

Damodarans uzņēmumu vēsturiskās izaugsmes aprēķināšanai piedāvājis divus iespējamus risinājumus: 1) atvasināt to no peļņas uz vienu akciju vēsturiskās attīstības; 2) atvasināt izaugsmi no apgrozījuma vēsturiskās attīstības.

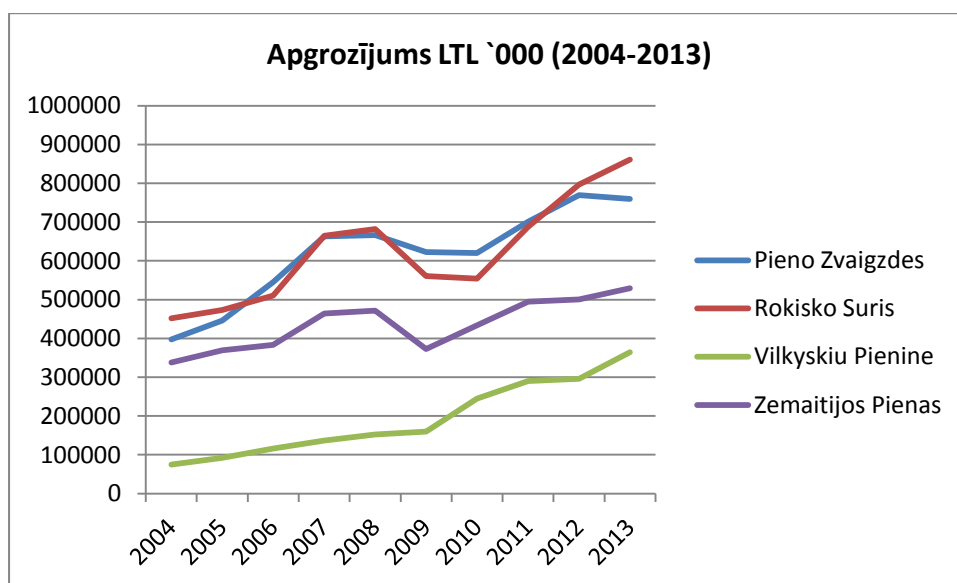
Lai gan piena nozare Lietuvā ir ar senām tradīcijām un uzskatāma par salīdzinoši stabilu, tomēr apskatot peļņas uz vienu akciju vēsturisko attīstību, kas attēlota 3.4.attēlā, var secināt, ka, ņemot vērā jau minēto ekonomisko un finanšu krīzi, kā arī citus ietekmējošus faktorus, šis rādītājs ir bijis ļoti svārstīgs, un tā izmantošana apskatīto uzņēmumu izaugsmes aprēķināšanai būtu nekorekta.



3.4.att. Peļņa uz 1 akciju, LTL (2006-2013).¹

Ņemot vērā minēto, šī darba ietvaros izaugsme aprēķināta no katra apskatītā uzņēmuma apgrozījuma dinamikas kopš 2004.gada. Šis gads izvēlēts kā atskaites periods, jo „Vilkyskiu Pienine” gada pārskati pieejami tieši no šī gada, tādēļ pārējo uzņēmumu apgrozījuma dinamika dēļ vienotas metodoloģijas un datu salīdzināmības arī apskatīta kopš 2004.gada. Teorētiski gan iesaka vēsturisko izaugsmi prognozēt, izmantojot pēdējo piecu gadu datus, tomēr, ņemot vērā krīzes ietekmi uz rādītāju dinamiku, šī darba autore uzskata, ka vēsturiskā izaugsme ilgākā laika periodā būs precīzāks patiesās izaugsmes rādītāja pieņēmums. 3.5.attēlā redzamajā grafikā uzskatāmi parādīta visu četru apskatīto uzņēmumu apgrozījuma dinamika kopš 2004.gada. Kā redzams, tā ir augšup vērsta un attīstība starp uzņēmumiem praktiski neatšķiras.

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2006-2013.gada pārskatiem.



3.5.att. Apgrozījums, LTL `000 (2004-2013).¹

Lai izprastu apgrozījuma pieauguma tempu, autore to aprēķināja divos veidos: 1) aprēķināts pieaugums katram gadam atsevišķi un pēcāk aprēķināts visu katra konkrētā uzņēmuma pieaugumu vidējais rādītājs; 2) aprēķināts vidējais ģeometriskais apgrozījuma pieaugums starp 2004. un 2013.gadu. Vidējais aritmētiskais un vidējais ģeometriskais pieaugums aprēķināts pēc formulām [3.1.] un [3.2.].

$$vid. aritm. pieaug_{2004-2013} = \sum \left(\frac{apgroz_{2005}}{apgroz_{2004}} + \dots + \frac{apgroz_{2013}}{apgroz_{2012}} \right) \div 9 \cdot 100\% \quad [3.1.]$$

$$vid. \text{geom.} pieaug_{2004-2013} = \left[\left(\frac{apgroz_{2013}}{apgroz_{2004}} \right)^{\frac{1}{9}} - 1 \right] \cdot 100\% \quad [3.2.]$$

Iegūtie rezultāti apkopoti 3.2.tabulā.

3.2.tabula

Apgrozījuma pieaugums (2004-2013)²

Apgroz.pieaugums	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
Vid. aritmētiskais	7.9%	8.29%	19.96%	5.79%
Vid. ģeometriskais	7.46%	7.43%	19.18%	5.11%

Redzams, ka abi rādītāji viena uzņēmuma ietvaros būtiski neatšķiras, tomēr starp uzņēmumiem tie ir atšķirīgi. Turpmākos aprēķinos tiks izmantots vidējais ģeometriskais pieaugums, jo darba autore uzskata, ka tas apgrozījuma dinamiku raksturo precīzāk. Iegūtais

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2004-2013.gada pārskatiem.

² Turpat.

rādītājs tiks izmantots arī kā izaugsmes prognoze modelī, kurā pašu kapitāla vērtība tiek aprēķināta, diskontējot naudas plūsmu.

Lemjot par piemērotāko izaugsmes rādītāju dividenžu diskontēšanas modelī, jāņem vērā divi būtiski faktori. Pirmkārt, kā redzams 3.3.attēlā, uzņēmums „Rokiskio Suris” saviem akcionāriem katru gadu izmaksā vienādu dividendi, kas nozīmē, ka, aprēķinot šī uzņēmuma pašu kapitāla vērtību, izmantojot minēto modeli, izaugsmes temps ir nulle. Otrkārt, „Vilkyskiu Pienine” izaugsme krietni pārsniedz Damodarana aprēķināto un piedāvāto pašu kapitāla cenu (8.28%) konkrētajam uzņēmumam, kas nozīmē, ka: 1) pielietojot modeli ar dotajiem rādītājiem, pašu kapitāla vērtība sanāk negatīva; 2) lai prognozētu nākotnes dividendes ir jāizdara pieņēmumi par to, cik ilgi konkrētais uzņēmums var uzturēt šo straujo apgrozījuma izaugsmi un kad un līdz kādam līmenim tā varētu samazināties. Šajā sakarā darba autore izdarījusi pieņēmumu, ka „Vilkyskiu Pienine” izaugsme, sākot ar 2014.gadu no 19.18% ik gadu samazināsies par 2.94% līdz sasniegs 7.43%, kāda tā ir „Rokiskio Suris” – uzņēmumam ar vislīdzīgāko peļņu uz vienu akciju.

Otrs nezināmais dividenžu diskontēšanas formulā ir pašu kapitāla cena. Kā iepriekš minēts, šī darba ietvaros kapitāla cena ne pašu kapitālam, ne aizņemtajam kapitālam netiks aprēķināta, bet tiks izmantotas Damodarana katram uzņēmumam noteiktās kapitāla cenas. 3.3.tabulā apskatāmi pašu kapitāla cenas rādītāji visiem uzņēmumiem.

3.3.tabula

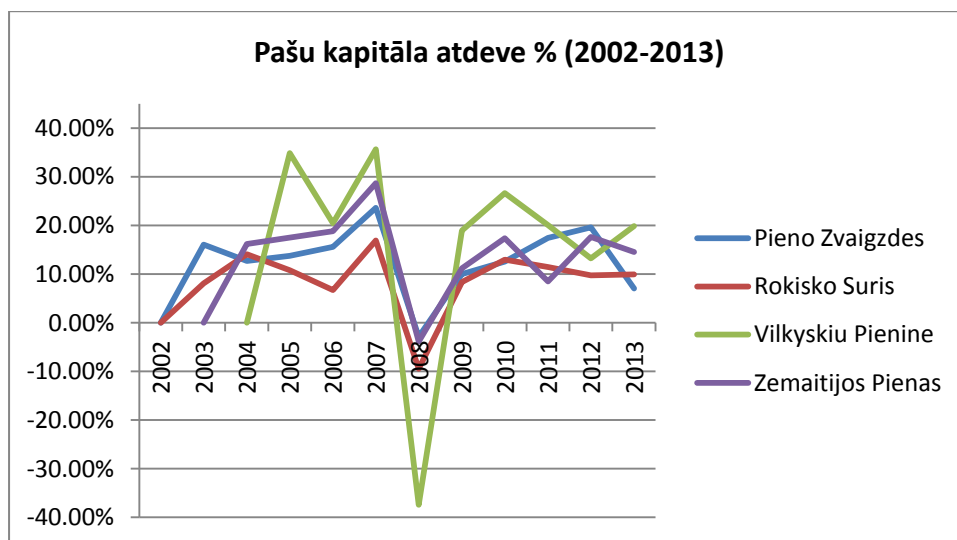
Pašu kapitāla cena un pašu kapitāla atdeve (2013)¹

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
Pašu kapitāla cena %	9.58%	9.44%	8.28%	8.28%
Pašu kapitāla atdeve %	7.06%	9.94%	19.85%	14.54%

Nemot vērā, ka pašu kapitāla cena ir uzņēmuma riska līmeņa un kapitāla atdeves līmeņa funkcija, interesanti aplūkot, kāda tad ir bijusi katra konkrētā uzņēmuma pašu kapitāla atdeve (*ROE – return on equity*) 2013.gadā. Minētie rādītāji iegūstami, izdalot neto peļņu pirms priekšrocības akciju turētāju prasību apmierināšanas ar pusi no pašu kapitāla gada sākumā un gada beigās summas. Rezultāti aplūkojami 3.3.tabulā, bet pašu kapitāla atdeves dinamika aplūkojama 3.6.attēlā.

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz Damodaran A. The Data Page. 01.2014.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html un uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.



3.6.att. Pašu kapitāla atdeve % (2002-2013).¹

Kā redzams no pašu kapitāla atdeves dinamikas, tad lielākoties vislielākā vēsturiski tā bijusi „Vilkyskiu Pienine”, bet arī svārstības šī uzņēmuma pašu kapitāla atdevē bijušas vislielākās. Savukārt Damodarana aprēķinātās pašu kapitāla cenas un šī darba ietvaros aprēķinātās pašu kapitāla atdeves salīdzinājums parāda, ka 2013.gadā uzņēmums „Pieno Zvaigzdes” ir uzrādījis zemākus peļņas rādītājus, nekā tas būtu nepieciešams, lai apmierinātu investoru prasības, „Rokiskio Suris” ir nopelnījis tik, cik no uzņēmuma sagaida investori, bet abi pārējie uzņēmumi ir uzrādījuši krietni labākus rezultātus par noteikto pašu kapitāla cenu. Lai iegūtu katra uzņēmuma pašu kapitāla vērtību, veikti sekojoši aprēķini (tūkstošos LTL), diskontējot paredzamās 2014.gada dividendes:

$$\text{pašu kap. vērt.}_{\text{Pieno Zvaigzdes}} = \frac{0.63 \cdot 49634 \cdot (1 + 7.46\%)}{(9.58\% - 7.46\%)} = 1\,585\,006 \text{ (tūkst. LTL)}$$

$$\text{pašu kap. vērt.}_{\text{Rokiskio Suris}} = \frac{0.10 \cdot 35868 \cdot (1 + 0\%)}{(9.44\% - 0\%)} = 37\,996 \text{ (tūkst. LTL)}$$

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2003-2013.gada pārskatiem.

pašu kap. vērt. *Vilkyskiu Pienine*

$$\begin{aligned}
 &= \frac{0.25 \cdot 11943 \cdot (1 + 19.18\%)}{(1 + 8.28\%)} + \frac{0.29 \cdot 11943 \cdot (1 + 16.24\%)}{(1 + 8.28\%)^2} \\
 &+ \frac{0.33 \cdot 11943 \cdot (1 + 13.3\%)}{(1 + 8.28\%)^3} + \frac{0.36 \cdot 11943 \cdot (1 + 10.37\%)}{(1 + 8.28\%)^4} \\
 &+ \frac{0.39 \cdot 11943 \cdot (1 + 7.43\%)}{(1 + 8.28\%)^5} + \frac{0.42 \cdot 11943 \cdot (1 + 7.43\%)}{(1 + 8.28\%)^5 \cdot (8.28\% - 7.43\%)} \\
 &= 440\,747 \text{ (tūkst. LTL)}
 \end{aligned}$$

$$\text{pašu kap. vērt. } \textit{Zemaitijos Pienas} = \frac{0.055 \cdot 48375 \cdot (1 + 5.11\%)}{(8.28\% - 5.11\%)} = 88\,220 \text{ (tūkst. LTL)}$$

3.4.tabulā redzama katra apskatāmā uzņēmuma pašu kapitāla vērtība, kas iegūta, izmantojot dividenžu diskontēšanas metodi un ņemot vērā visus minētos pieņēmumus par uzņēmumu izaugsmi un Damodarana aprēķināto pašu kapitāla cenu katram no uzņēmumiem.

3.4.tabula

Uzņēmumu pašu kapitāla vērtība, aprēķinos pielietojot dividenžu diskontēšanas metodi LTL `000¹

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
Izaugsme gadā	7.46%	0%	19.18%→7.43%	5.11%
Pašu kapitāla vērtība	1 585 006	37 996	440 747	88 220

Apkopojot iegūtos rezultātus var izdarīt vairākus secinājumus: 1) izmantojot dividenžu diskontēšanas metodi, pašu kapitāla cenu nenoliedzami ietekmē gan dividenžu lielums, gan izaugsmes rādītāji; 2) četru apskatīto uzņēmumu salīdzināšana uzskatāmi parāda dividenžu diskontēšanas metodes trūkumus – tā neņem vērā dividendēs izmaksātās un uzņēmumā reinvestētās peļņas daļas attiecību un ietekmi uz uzņēmuma vērtību, kā arī šī metode nav izmantojama uzņēmumu, kuri izmaksā konstantu dividendi, pašu kapitāla vērtēšanā; 3) ņemot vērā, ka diskontētas tiek tikai vienkāršo akciju turētājiem izmaksātās dividendes, izmantojot šo pieeju, netiek novērtēts priekšrocību akciju kapitāls; 4) ja uzņēmuma izmaksātās dividendes ir ļoti mazas, konkrētā uzņēmuma pašu kapitāls visdrīzāk tiks novērtēts neatbilstoši zemu, bet, ja tās sastāda lielāko daļu no uzņēmuma ģenerētās peļņas (vai pat pārsniedz to, kā tas 2010.gadā ir

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz Damodaran A. The Data Page. 01.2014.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html un uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

bijis „Pieno Zvaigzdes” gadījumā), uzņēmuma pašu kapitāls visticamāk tiks pārvērtēts, jo šāda situācija ierobežo konkrētā uzņēmuma izaugsmes iespējas.

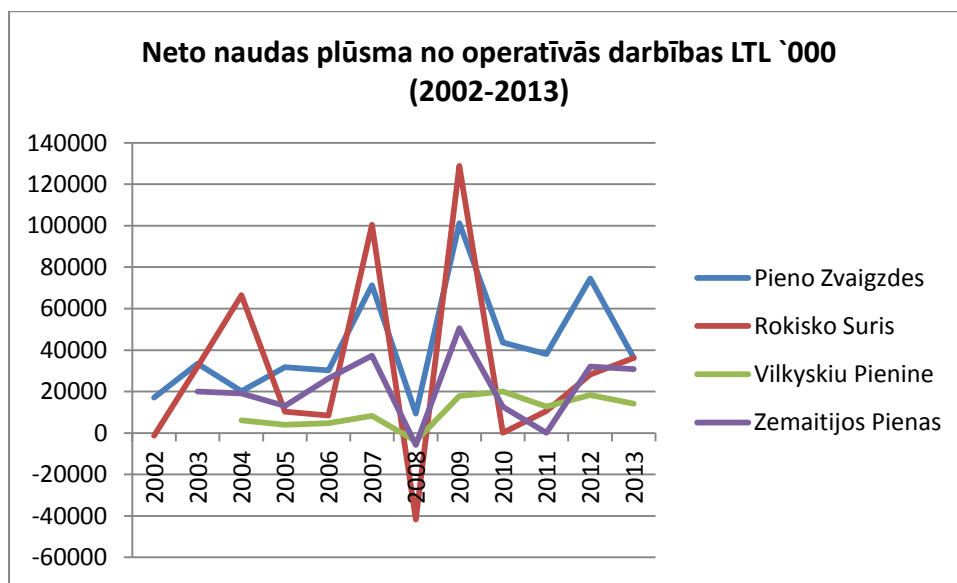
3.2.2. Naudas plūsmas diskontēšanas metodes izmantošana

Otra teorētiskajā daļā apskatītā uzņēmumu pašu kapitāla vērtības noteikšanas metode ir naudas plūsmas diskontēšanas metode. Ar naudas plūsmu tiek saprasta neto naudas plūsma no operatīvās darbības, t.i., naudas plūsma, kas paliek uzņēmuma rīcībā pēc visu saistību nokārtošanas un kuru tas var izlietot savu nākotnes mērķu sasniegšanai.

Kā norādīts teorētiskajā daļā, dividenžu diskontēšanas metode pēc savas būtības ir viens no naudas plūsmas diskontēšanas metodes paveidiem. Tādēļ principi, pēc kuriem tiek noteikta uzņēmuma pašu kapitāla vērtība, daudz neatšķiras. Šīs metodes priekšrocība ir tā, ka tā var tikt pielietota arī tādu uzņēmumu vērtēšanai, kuri saviem akcionāriem dividendes neizmaksā. Vai kā „Rokiskio Suris” gadījumā – izmaksātās dividendes neatspoguļo uzņēmuma izaugsmes līmeni, jo ik gadu ir nemainīgas.

Pielietojot naudas plūsmas diskontēšanas metodi, parasti tiek prognozēta naudas plūsma nākamajiem trīs līdz pieciem gadiem, bet turpmāko periodu naudas plūsma tiek prognozēta, izmantojot paredzamo uzņēmuma izaugsmes līmeni. Ņemot vērā, ka šī darba autorei nav pieejamas apskatīto uzņēmumu naudas plūsmas prognozes, darba ietvaros pieņemts, ka naudas plūsma pieaugs 3.2.tabulā uzrādītajā tempā, bet attiecībā uz „Vilkyskiu Pienine” izaugsmi darbojas tas pats pieņēmums, kas diskontējot dividendes – izaugsme 4 gadu laikā (2014.-2018.) samazināsies no 19.18% līdz 7.43% gadā.

3.7.attēlā redzamajā grafikā attēlota visu apskatīto uzņēmumu neto naudas plūsmas no operatīvās darbības dinamika laika posmā no 2002.līdz 2013.gadam.



3.7.att. Neto naudas plūsma no operatīvās darbības LTL `000 (2002-2013).¹

Kā redzams, rādītājs dažādos gados ir ļoti atšķirīgs un svārstīgs. Visstabilākais tas ir „Vilkyskiu Pienine”, bet vislielākās svārstības vērojamas „Rokiskio Suris” un „Pieno Zvaigzdes” neto naudas plūsmā no operatīvās darbības. Lielā svārstību amplitūda tikai apstiprina to, ka uzņēmuma vērtētājam, kas nav saistīts ar pašu apskatīto uzņēmumu darbību, naudas plūsmas prognozēšana ir ļoti sarežģīts un iespējams pat nepaveicams uzdevums, tādēļ visprātīgākais lēmums šādā gadījumā ir izmantot izaugsmes līmeni, kas aprēķināts no katra uzņēmuma apgrozījuma vēsturiskās attīstības. Ņemot vērā, ka tāpat kā, diskontējot dividendes, arī naudas plūsmas diskontēšanas gadījumā tiek aprēķināta pašu kapitāla vērtība, arī naudas plūsmas diskontēšanai pielietotā pašu kapitāla cena ir tā pati, kas, diskontējot dividendes.

Lai iegūtu pašu kapitāla vērtību (tūkstošos LTL), veikti sekojoši aprēķini:

$$\text{pašu kap. vērt.}_{\text{Pieno Zvaigzdes}} = \frac{38862 \cdot (1 + 7.46\%)}{(9.58\% - 7.46\%)} = 1\,969\,863 \text{ (tūkst. LTL)}$$

$$\text{pašu kap. vērt.}_{\text{Rokiskio Suris}} = \frac{38992 \cdot (1 + 7.43\%)}{(9.44\% - 7.43\%)} = 2\,084\,035 \text{ (tūkst. LTL)}$$

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2003-2013.gada pārskatiem.

pašu kap. vērt.*Vilkyskiu Pienine*

$$= \frac{14170 \cdot (1 + 19.18\%)}{(1 + 8.28\%)} + \frac{16888 \cdot (1 + 16.24\%)}{(1 + 8.28\%)^2} + \frac{19631 \cdot (1 + 13.3\%)}{(1 + 8.28\%)^3} + \frac{22242 \cdot (1 + 10.37\%)}{(1 + 8.28\%)^4} + \frac{24548 \cdot (1 + 7.43\%)}{(1 + 8.28\%)^5} + \frac{26372 + \frac{26372 \cdot (1 + 7.43\%)}{(8.28\% - 7.43\%)}}{(1 + 8.28\%)^5} = 2\,550\,483 \text{ (tūkst. LTL)}$$

$$\text{pašu kap. vērt.} \text{Zemaitijos Pienas} = \frac{32334 \cdot (1 + 5.11\%)}{(8.28\% - 5.11\%)} = 1\,072\,122 \text{ (tūkst. LTL)}$$

3.5.tabulā apkopoti visi katra uzņēmuma vērtības aprēķināšanai nepieciešamie rādītāji, kā arī aprēķinu rezultātā iegūtā pašu kapitāla vērtība katram konkrētam uzņēmumam.

3.5.tabula

**Uzņēmumu pašu kapitāla vērtība, aprēķinos pielietojot naudas
plūsmas diskontēšanas metodi LTL `000¹**

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
Naudas plūsmas prognoze (2014) LTL `000	38 862	38 992	16 888	32 334
Izaugsme gadā	7.46%	7.43%	19.18%→7.43%	5.11%
Pašu kapitāla cena	9.58%	9.44%	8.28%	8.28%
Pašu kapitāla vērtība	1 969 863	2 084 035	2 550 483	1 072 122

Apkopojot iegūtos rezultātus, redzams, ka, izmantojot naudas plūsmas diskontēšanas metodi, ļoti liela ietekme uz iegūto pašu kapitāla vērtību ir tieši izaugsmes līmenim. Lai gan „Vilkyskiu Pienine” paredzamais izaugsmes līmenis ir krietni lielāks, kā pārējiem apskatītajiem uzņēmumiem, tikai pirmos četrus gadus, tomēr pašu kapitāla vērtību tas ietekmējis ļoti nozīmīgi.

Situācijā, kad minētajam uzņēmumam 2013.gadā naudas plūsma bija vairāk nekā divas reizes mazāka kā pārējiem apskatītajiem uzņēmumiem, pie lielākas izaugsmes prognozes turpmākajiem četriem gadiem pašu kapitāla vērtība aprēķinu rezultātā sanāk vislielākā. Tāpat „Zemaitijos Pienas”, kura naudas plūsma 2013.gadam daudz neatšķiras no naudas plūsmas „Pieno Zvaigzdes” un „Rokiskio Suris”, pie izaugsmes, kas ir par aptuveni diviem

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz Damodaran A. The Data Page. 01.2014.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html un uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

procentpunktiem mazāka nekā abiem pārējiem uzņēmumiem, pašu kapitāla vērtība sastāda tikai nedaudz vairāk par pusi no „Pieno Zvaigzdes” un „Rokiskio Suris” pašu kapitāla vērtības.

Tādējādi var secināt, ka izaugsmes rādītājam ir izšķiroša loma pašu kapitāla vērtības noteikšanā un pat nelielas atšķirības šajā rādītājā noved pie lielām atšķirībām uzņēmumu pašu kapitāla vērtībā. Tādēļ nozīmīgi atzīmēt, ka neatbilstošas izaugsmes līmeņa prognozes var radīt lielu kļūdu aprēķinātajā pašu kapitāla gala vērtībā, kas vēl jo vairāk norāda uz to, cik nozīmīgi vērtētājam ir pārzināt uzņēmuma naudas plūsmas prognozes un naudas plūsmas politikas veidošanas principus, jo visdrīzāk no apgrozījuma atvasinātā izaugsme neatpoguļo naudas plūsmas dinamiku. Kā redzams šī darba sadaļā par izaugsmes līmeņa aprēķināšanu, visu uzņēmumu apgrozījuma dinamika laika gaitā bijusi augšup vērsta un bez lieliem lēcieniem, kamēr 3.7.attēls parāda, ka naudas plūsma šajā pašā laika posmā bijusi ļoti svārstīga, tādēļ pieņēmums, ka apgrozījums vēsturiskā perspektīvā atspoguļo naudas plūsmas attīstību, ir ļoti vispārināts.

3.2.3. Salīdzināšanas (koeficientu) metodes izmantošana

Lai arī, kā atzīst teorijas daļā apskatītie autori, uzņēmumu salīdzināšanas metode ir matemātiski visvienkāršāk īstenojamā metode, kā arī tās gaita un iegūtie rezultāti ir visvienkāršāk uztverami un izprotami, nozīmīgākais šīs metodes trūkums ir grūtības atrast salīdzināmus uzņēmumus. Īpaši grūti tas ir tik mazā tirgū, kāds tas ir Baltijas valstīs. Protams, var meklēt salīdzināmus uzņēmumus visā Eiropā, tomēr, jo tālāk ģeogrāfiskā (arī nozares) ziņā no vērtējamā uzņēmuma atrodas salīdzināmie uzņēmumi, jo vairāk atšķirību visdrīzāk starp tiem būs.

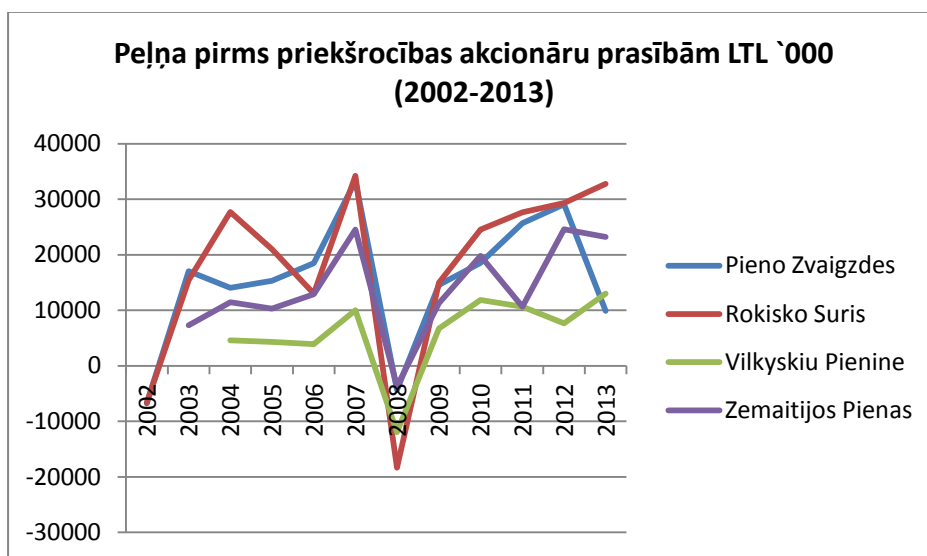
Lai gan teorētiski ticamāka un precīzāka iznākuma iegūšanai iesaka salīdzināt vismaz piecus līdz septiņus uzņēmumus, šī darba ietvaros salīdzināti 4 uzņēmumi, kas visi darbojas vienā jomā, izmantojot standartizējamās izejvielas un ražojot konkurējošus un savstarpēji aizstājamus produktus, kā arī visi uzņēmumi darbojas vienā noieta tirgū.

Lai saprastu, cik lielā mērā uzņēmumi ir salīdzināmi, parasti tiek izmantoti dažādi koeficienti jeb reizinātāji, ar kuru palīdzību tiek standartizēti dažādi salīdzināmo uzņēmumu un nozares kā tādas finanšu rādītāji. Tomēr ne tikai relatīvi, bet arī absolūti skaitļi, kas raksturo uzņēmumu, kā arī to dinamika salīdzinošā perspektīvā spēj sniegt pētniekam ieskatu un izpratni par to, vai un cik lielā mērā uzņēmumi ir salīdzināmi.

3.1.tabulā parādīti dažādi uzņēmumus raksturojoši rādītāji attiecībā uz 2013.gadu, tomēr, lai tie sniegtu dziļāku izpratni, rādītāji un to savstarpējā attiecība jāskata dinamikā. Tas palīdz saprast, cik liela korelācija ir starp dažādo uzņēmumu finanšu rādītāju attīstību un vai vieni un tie paši notikumi, piemēram, valsts ekonomikā un tās attīstībā ietekmē uzņēmumus līdzīgi. Tas savukārt uzskatāms par vienu no uzņēmumu salīdzināmības indikatoriem.

Pirmkārt, var runāt par 3.5.attēlā redzamo apgrozījuma dinamiku. Apskatot grafiku, var secināt, ka apgrozījuma dinamika visiem apskatītajiem uzņēmumiem kopš 2004.gada ir virzījusies praktiski identiski – augšup vērsti ar ievērojamu pieaugumu 2007.gadā un kritumu tam sekojošajā 2008.gadā, kad sākās krīze. Nedaudz atšķiras „Vilkyskiu Pienine” apgrozījuma dinamika, kas piedzīvojusi straujāku pieaugumu visa apskatītā perioda laikā – bez nozīmīgiem apgrozījuma kritumiem.

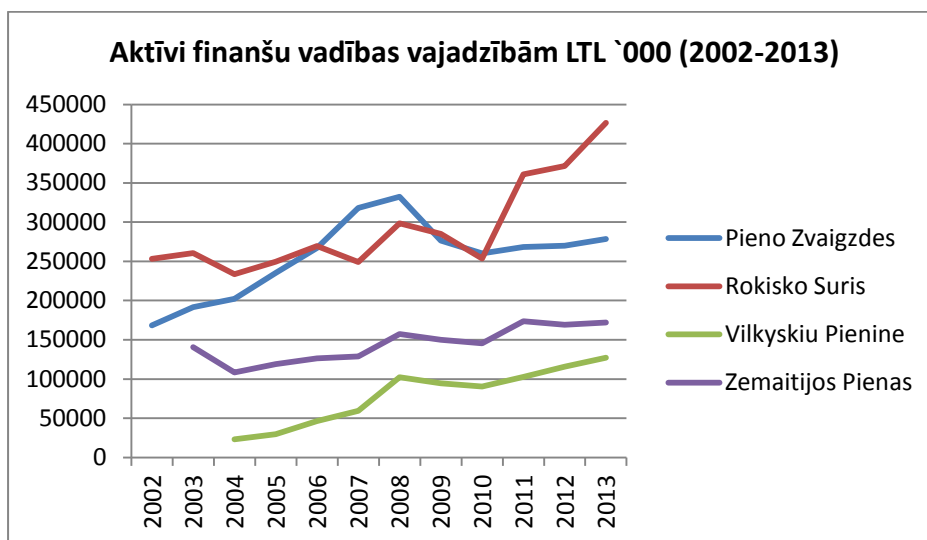
Vēl viens salīdzināmību raksturojošs rādītājs ir peļņa un tās dinamika. 3.8.attēls parāda, ka ar lielākām vai mazākām atšķirībām tomēr valdošā tendence peļņas pirms priekšrocības akcionāru prasībām rādītāja attīstībā bijusi ļoti līdzīga – 2007.gadā vērojams straujš peļņas pieaugums, bet 2008.gadā visi apskatītie uzņēmumi piedzīvoja zaudējumus. Turpmākajos periodos ar zināmām atšķirībām peļņas izaugsme ir augšup vērsta, lai gan jāsaņem, ka „Zemaitijos Pienas” 2011.gadā un „Pieno Zvaigzdes” 2013.gadā piedzīvojuši vērā ņemamu peļņas samazinājumu.



3.8.att. Peļņa pirms priekšrocības akcionāru prasībām LTL `000 (2002-2013).¹

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2003-2013.gada pārskatiem.

Kā nākamais salīdzināmību raksturojošais faktors var tikt minēts uzņēmumu aktīvu finanšu vadības vajadzībām dinamika, kas attēlota 3.9.attēlā.



3.9.att. Aktīvi finanšu vadības vajadzībām LTL `000 (2002-2013).¹

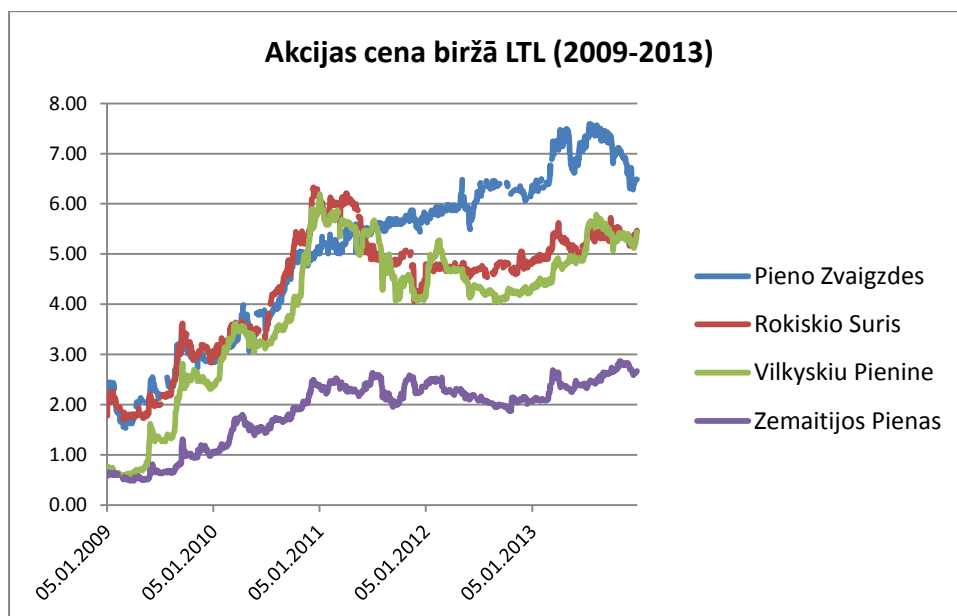
Arī šeit novērojama zināma kopsakarība – laika gaitā šis rādītājs visiem uzņēmumiem ir palielinājies, tomēr jāatzīmē, ka sākotnēji „Pieno Zvaigzdes” aktīvu finanšu vadības vajadzībām pieaugums bija krietni straujāks, nekā tas bija pārējiem trim uzņēmumiem, bet pēc krīzes iestāšanās aktīvu apjoms būtiski samazinājās un turpmākais pieaugums kļuva daudz mērenāks. Savukārt „Rokiskio Suris” pēc krīzes samazinājuma aktīvu apjomu sācis strauji palielināt (trīs gadu laikā gandrīz par 70%).

Atskatoties uz attēliem 3.4., 3.6. un 3.7., kuros redzama attiecīgi peļņas uz vienu akciju, pašu kapitāla atdeves un neto naudas plūsmas no operatīvās darbības dinamika, arī var secināt, ka uzņēmumu finanšu rādītāji, lai gan absolūtos skaitļos atšķiras, tomēr piedzīvojuši līdzīgu attīstības dinamiku.

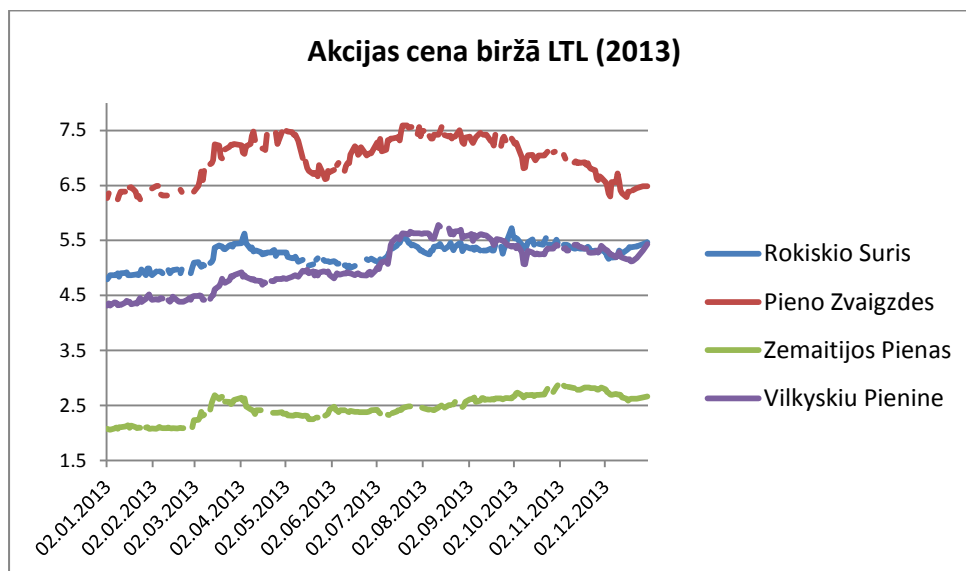
Visbeidzot, ņemot vērā, ka salīdzināšanas jeb koeficientu metodes ietvaros viens no nozīmīgākajiem izmantotajiem rādītājiem, ir tirgus kapitalizācija (akciju skaita un vienas akcijas tirgus cenas reizinājums), nozīmīgi apskatīt arī konkrēto uzņēmumu tirgus cenas dinamiku.

3.10.attēlā redzama akciju tirgus cenas dinamika par pēdējiem pieciem gadiem – kopš 2009.gada, bet 3.11.attēls parāda akciju tirgus cenas dinamiku 2013.gadā.

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2003-2013.gada pārskatiem.



3.10.att. Akciju cena biržā LTL (2009-2013).¹



3.11.att. Akciju cena biržā LTL (2013).²

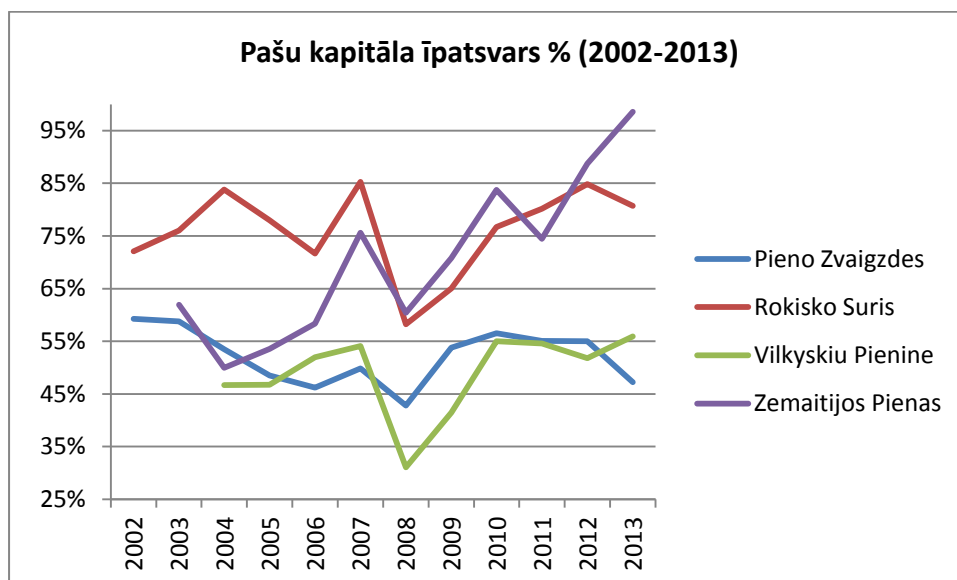
Kā redzams, arī attiecībā uz akciju cenu, lai gan to lielums ir atšķirīgs, tomēr virzība (īpaši pēdējā laikā) ir ļoti līdzīga. Šajā gadījumā, izvērtējot iepriekš apskatītos visus uzņēmumus raksturojošos finanšu rādītājus (piemēram, peļņas rādītājus, naudas plūsmas rādītājus u.c.), jāsecina, ka uzņēmumu akciju cenu atšķirība galvenokārt skaidrojama ne tik daudz ar uzņēmumu

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz informāciju par vēsturiskajām akciju cenām NASDAQ OMX Baltic mājas lapā.
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument>

² Turpat.

kā tādu finanšu rādītājiem, bet gan izmaksātajām dividendēm. 3.3.attēls parāda, ka tieši „Pieno Zvaigzdes” saviem akcionāriem izmaksā vislielākās dividendes, bet „Zemaitijos Pienas” izmaksā niecīgas dividendes vai neizmaksā tās nemaz. Tai pašā laikā akciju cenas attīstības dinamika katram konkrētajam uzņēmumam norāda uz uzņēmuma darbību konkrētajā laika periodā un uzrādīto finanšu sniegumu, kā arī ārējo faktoru ietekmi uz uzņēmumu darbību. Šeit var minēt 2013.gada nogalē Krievijas īstenotā embargo attiecībā uz uzņēmumu ražoto produkciju ietekmi uz uzņēmumu darbību. Piemēram, „Rokiskio Suris” vairāk orientējas uz Rietumu tirgu, tādēļ embargo to tik nozīmīgi neietekmēja, bet „Vilkyskiu Pienine” ražotajai produkcijai embargo periods bija visīsākais. Abi minētie uzņēmumi 2013.gadā uzrādīja peļņas pieaugumu salīdzinājumā ar 2012.gadu, ar ko arī skaidrojama abu uzņēmumu akciju tirgus cenas stabilitāte. Tai pašā laikā „Zemaitijos Pienas” un jo īpaši „Pieno Zvaigzdes” 2013.gadā piedzīvoja peļņas kritumu (skatīt 3.8.attēlu), ar ko arī skaidrojama akciju cenas samazināšanās 2013.gada beigās.

Lai arī uzņēmumi pēc iepriekšminētajiem parametriem ir uzskatāmi par salīdzināmiem, tomēr jāpiemin arī rādītāji, pēc kuriem tie atšķiras. Viens no tiem ir kapitāla struktūra. 3.12.attēlā redzams, ka, lai gan vēsturiski pašu kapitāla īpatsvars kopējā kapitālā (finanšu vadības vajadzībām) bijis samērā līdzīgs, tomēr ar laiku un īpaši pēckrīzes periodā kapitāla struktūras atšķirība starp uzņēmumiem palielinājusies.

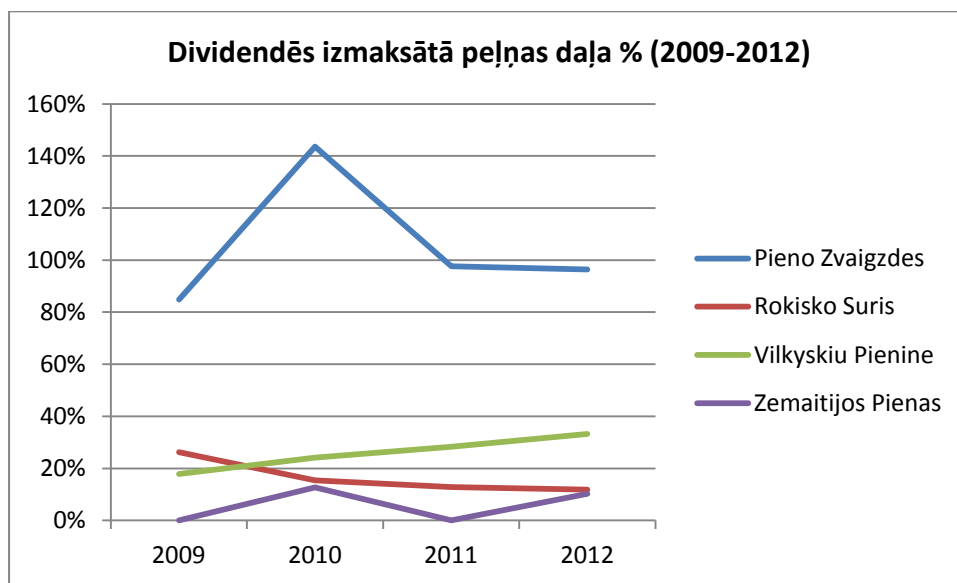


3.12.att. Pašu kapitāla īpatsvars kopējā kapitālā finanšu vadības vajadzībām % (2002-2013).¹

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2003-2013.gada pārskatiem.

2008.gadā visu uzņēmumu pašu kapitāla īpatsvars strauji samazinājās („Vilkyskiu Pienine” pat līdz 31% no kopējā kapitāla finanšu vadības vajadzībām), tomēr jau kopš 2009.gada uzņēmumu pašu kapitāla īpatsvars atgriezies iepriekšējā līmenī, bet, piemēram, „Zemaitijos Pienas” to kāpinājis pat līdz 99% no kopējā kapitāla finanšu vadības vajadzībām. 2013.gadā šos četrus uzņēmumus pēc kapitāla struktūras var nosacīti iedalīt divās grupās: 1) uzņēmumi ar pašu kapitāla īpatsvaru virs 80% - „Zemaitijos Pienas” un „Rokiskio Suris”; 2) uzņēmumi ar pašu kapitāla īpatsvaru ap 50% - „Vilkyskiu Pienine” un „Zemaitijos Pienas”.

Otra nozīmīga atšķirība ir peļņas daļā, kas izmaksāta dividendēs. Kā redzams 3.3.attēlā, katra uzņēmuma izmaksātās dividendes nozīmīgi atšķiras, kas sasaistē ar uzņēmumu akciju tirgus cenu norāda uz katram uzņēmumam raksturīgu atšķirīgu dividenžu politiku. 3.13.attēls parāda, ka dividendēs izmaksātā peļņas daļa atšķiras ļoti nozīmīgi. Ja „Rokiskio Suris”, „Vilkyskiu Pienine” un „Zemaitijos Pienas” tā kopš 2009.gada nekad nav pārsniegusi 15-40%, tad „Pieno Zvaigzdes” visu apskatīto laika periodu dividendēs izmaksājis vairāk kā 80% peļņas. 2010.gadā tie pat bija 144% no neto peļņas, kas nozīmē, ka dividendēs tika izmaksāts vairāk, nekā minētais uzņēmums šajā gadā bija nopelnījis.



3.13.att. Dividendēs izmaksātā peļņas daļa % (2009-2012).¹

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2009-2013.gada pārskatiem.

Ņemot vērā visu iepriekš minēto, vadoties pēc finanšu rādītāju salīdzināmības pakāpes, šī darba autore izvēlētos uzņēmumus atzīst par salīdzināmiem, lai gan vērtības noteikšanas procesā jāņem vērā, ka starp uzņēmumiem pastāv arī būtiskas atšķirības.

Tomēr būtiskākie rādītāji, kas norāda uz uzņēmumu salīdzināmību, ir dažādi koeficienti, ar kuru palīdzību iepriekš apskatītie finanšu rādītāji tiek standartizēti. Šī darba ietvaros uzņēmumu salīdzināšanai tiks izmantoti koeficienti, kas vēlāk arī tiks pielietoti uzņēmumu vērtības aprēķināšanai.

Gan Damodarans, gan citi teorijas daļā apskatītie autori uzņēmumu pašu kapitāla vērtības noteikšanai iesaka izmantot trīs koeficientus: 1) akciju tirgus cenas un neto peļņas attiecību; 2) akciju tirgus cenas un pašu kapitāla bilances vērtības attiecību; 3) akciju tirgus cenas un apgrozījuma attiecību. 3.6.tabulā redzami minētie koeficienti, kas aprēķināti katram apskatāmajam uzņēmumam. Aprēķinot tirgus kapitalizāciju jeb tirgus akciju kopējo cenu, katra uzņēmuma akciju skaits tika reizināts ar vidējo 2013.gada cenu katra uzņēmuma vienai akcijai, kas bija: „Pieno Zvaigzdes” – 7 LTL; „Rokiskio Suris” – 5.25 LTL; „Vilkyskiu Pienine” – 5.04 LTL; „Zemaitijos Pienas” – 2.46 LTL.¹ Lai aprēķinātu akciju tirgus cenas un pašu kapitāla bilances vērtības attiecību, pašu kapitāla bilances vērtības iegūšanai tika saskaitīta bilances vērtība 2012.gada beigās ar bilances vērtību 2013.gada beigās un iegūtā summa izdalīta ar divi.

Ņemot vērā teorijas daļā apskatīto autoru ieteikumus par koeficientu izmantojamību, šī darba autore izlēmusi tos koeficientu rādītājus, kas visvairāk atšķiras no pārējo uzņēmumu uzrādītajiem koeficientu rādītājiem, vidējo lielumu aprēķinos neņemt vērā. Šajā gadījumā redzams, ka uzņēmuma „Pieno Zvaigzdes” visi trīs koeficienti ievērojami pārsniedz pārējo uzņēmumu rādītājus. Tas visdrīzāk skaidrojams ar radikāli atšķirīgo dividenžu politiku, kas nenoliedzami ietekmējusi konkrētā uzņēmuma akciju tirgus cenu. Tādēļ 3.6.tabulā uzrādītie katra koeficienta vidējie rādītāji aprēķināti, ņemot vērā pārējo trīs uzņēmumu rādītājus, bet neiekļaujot „Pieno Zvaigzdes” uzrādītos rezultātus.

¹ Aprēķinājusi autore, pamatojoties uz informāciju par vēsturiskajām akciju cenām NASDAQ OMX Baltic mājas lapā. <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument>

Salīdzināšanā izmantojamie koeficienti par 2013.gadu¹

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas	Vidējais rād. (bez „PZ”)
Kapitalizācija	347 295	188 307	60 193	119 003	122 501
Cena/peļņa	34.99	5.65	4.67	5.23	5.18
Cena/bilances v.	2.48	0.57	0.92	0.74	0.74
Cena/apgrozījums	0.46	0.22	0.17	0.22	0.20

Pamatojoties uz iegūtajiem rezultātiem, 3.7.tabulā katram no uzņēmumiem, izmantojot katru no trīs koeficientiem, aprēķināta pašu kapitāla vērtība. Tās aprēķināšanai vidējā uzņēmumu tirgus cena dalīta ar vidējo koeficientu un reizināta ar katram uzņēmumam aprēķināto attiecīgo koeficientu.

Ar salīdzināšanas metodi iegūtā uzņēmumu pašu kapitāla vērtība²

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
Vērtība _(cena/peļņa)	252 305 ₍₂₀₁₂₎ *	133 451	110 319	123 732
Vērtība _(cena/bilances v.)	407 795	93 934	151 078	122 490
Vērtība _(cena/apgrozījums)	276 114	131 998	99 726	135 778
Vidējā vērtība	312 071	119 794	120 375	127 333

* Uzņēmuma vērtība iegūta, aprēķiniem izmantojot tirgus cenas un peļņas pirms priekšrocības akciju turētāju prasību apmierināšanas koeficientu (10.67) 2012.gadam. Izmantojot minēto koeficientu 2013.gadam, iegūtā uzņēmuma vērtība ir 827 054 LTL.

Lai gan „Pieno Zvaigzdes” tirgus vērtība un koeficienti netika ņemti vērā, aprēķinot šo rādītāju vidējos lielumus, tomēr šī darba autore uzskata, ka minētā uzņēmuma pašu kapitāla vērtība ir aprēķināma, pamatojoties uz iegūtajiem rezultātiem. Atšķirībā no pārējiem trim apskatītajiem uzņēmumiem, kam, izmantojot trīs dažādos koeficientus, tika iegūtas salīdzinoši līdzīgas pašu kapitāla vērtības (katra atsevišķā uzņēmuma ietvaros), uzņēmumam „Pieno Zvaigzdes” trīs dažādās pašu kapitāla vērtības ir krasi atšķirīgas. Tā kā visvairāk atšķiras ar tirgus cenas un peļņas attiecības reizinātāja palīdzību iegūtā vērtība (ko var skaidrot ar peļņas straujo samazināšanos 2013.gadā), tad vidējās vērtības iegūšanai iespējami divi risinājumi: 1) vidējo vērtību aprēķināt, atmetot vērtību, kas iegūta, attiecinot tirgus cenu pret peļņu; 2) pieņemt, ka

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties informāciju par vēsturiskajām akciju cenām NASDAQ OMX Baltic mājas lapā. <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument> un apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

² Turpat.

peļņas samazinājums ir īslaicīga un tikai konkrētajam gadam raksturīga parādība, tādēļ vērtības aprēķināšanai izmantot koeficientu no 2012.gada (vidējā akcijas cena – 6.08 LTL; peļņa uz vienu akciju – 0.57 LTL; koeficients – $6.08/0.57=10.67$). Darba autore „Pieno Zvaigzdes” pašu kapitāla vērtības aprēķināšanai šī darba ietvaros izvēlējusies izmantot otro pieeju, koeficienta aprēķināšanai izmantojot datus par uzņēmuma peļņu un akciju cenu 2012.gadā.

Izvērtējot iegūto katra uzņēmuma pašu kapitāla vērtību sasaistē ar pašu kapitāla vērtību, ko var iegūt, sareizinot uzņēmuma akciju skaitu un vienas akcijas tirgus cenu, var secināt sekojošo: 1) „Pieno Zvaigzdes” tirgus cena un iegūtie koeficienti galvenokārt atšķirīgās dividenžu politikas dēļ nav izmantojami vidējo rādītāju aprēķināšanai, bet, lai iegūtu minētā uzņēmuma ar salīdzināšanas metodi iegūto pašu kapitāla vidējo vērtību, jāizmanto 2012.gada cenas/peļņas koeficients. Izmantojot minēto modifikāciju, iegūtā vērtība parāda, ka „Pieno Zvaigzdes” akcijas tirgū ir patiesi novērtētas; 2) „Rokiskio Suris” akcijas tirgū ir pārvērtētas; 3) „Vilkyskiu Pienine” akcijas tirgū ir nepietiekami novērtētas; 4) „Zemaitijos Pienas” akcijas tirgū ir patiesi novērtētas.

3.3. Aizņemtā kapitāla novērtēšana

Lai gan analītiķi bieži vien aizņemtā kapitāla vērtēšanai nemaz nepievēršas, šī darba mērķis ir noteikt apskatīto uzņēmumu vērtību. Uzņēmuma vērtība ietver ne tikai pašu, bet arī aizņemtā kapitāla vērtību. Uzreiz gan jāatzīst, ka nepietiekama informācijas apjoma dēļ aizņemtā kapitāla vērtības noteikšanas procesā darba autore izdarījusi vairākus pieņēmumus, kas, nenoliedzami, var ietekmēt galarezultāta precizitāti.

Lai noteiktu katra uzņēmuma aizņemtā kapitāla vērtību, izmantota teorijas daļā apskatītā aizņemtā kapitāla modifikācija – pārvēršot katra uzņēmuma aizņemto kapitālu divās parādzīmēs (viena ilgtermiņa aizņemtajam kapitālam, otra īstermiņa aizņemtajam kapitālam), kur kupona vērtība ir vienlīdzīga ar procentu maksājumu, kas jāveic par aizņēmumu, bet diskonta likme ir vienlīdzīga katra konkrētā uzņēmuma aizņemtā kapitāla cenai. Tāpat kā, aprēķinot pašu kapitāla vērtību, arī šajā gadījumā aizņemtā kapitāla cena netiks aprēķināta, bet gan tiks izmantota Damodarana katram uzņēmumam aprēķinātā aizņemtā kapitāla cena (pēc uzņēmuma ienākumu nodokļa nomaksas), ko viņš visiem apskatītajiem uzņēmumiem noteicis vienādu – 4% apmērā.¹

¹ Damodaran A. The Data Page. 01.2014. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Lai gan aizņemtā kapitāla cena netiks aprēķināta, tomēr nenoliedzami interesanti ir izpētīt, kāda tad provizoriski ir aplūkojamo uzņēmumu bankrota iespējamība. Šim nolūkam izmantota darba teorijas daļā atrodamā Damodarana izstrādātā 1.1.tabula uzņēmumu sintētiskā reitinga noteikšanai. Lai pielietotu tabulu, sākotnēji katram uzņēmumam jāaprēķina procentu maksājumu seguma indekss, kas tiek darīts, izmantojot formulu [1.4.]. 2013.gadam iegūti 3.8.tabulā redzami procentu maksājumu seguma indeksi un tiem atbilstoši reitingi, kas iegūti, indeksu pielīdzinot 1.1.tabulā atrodamajiem reitingiem.

3.8.tabula

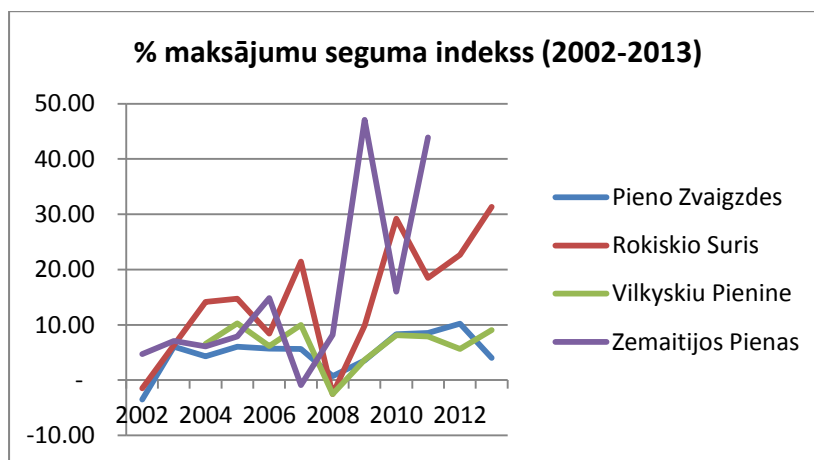
Procentu maksājumu seguma indekss un tam atbilstošais reitings 2013.gadam¹

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
ICR	4.04	31.31	9.04	305.38
Reitings	BBB	AAA	AAA	AAA

Kā redzams, procentu maksājumu seguma indekss katram no uzņēmumiem ir krasi atšķirīgs. Šī atšķirība nojaušama jau no iepriekšējā apakšnodaļā apskatītajām atšķirībām uzņēmumu kapitāla struktūrā. Intuitīvi – jo lielāks pašu kapitāla īpatsvars, jo mazāk maksājamo procentu, jo augstāks indekss. Vadoties pēc sintētiskā reitinga, varētu secināt, ka „Rokiskio Suris”, „Vilkyskiu Pienine” un „Zemaitijos Pienas” ir ar viszemāko iespējamo bankrotēšanas risku nākamā gada laikā, bet „Pieno Zvaigzdes” atbilst zemākajam drošo investīciju sliekšnim. Tomēr jāņem vērā, ka šis ir tikai aprēķinu ceļā iegūts skaitlis, kas neņem vērā dažādus subjektīvus apstākļus, kā arī to, kāda bijusi indeksa vēsturiskā attīstība. 3.14.attēlā redzama visu apskatīto uzņēmumu procentu maksājumu seguma indeksa dinamika kopš 2002.gada (labākas uzskatāmības dēļ neiekļaujot „Zemaitijos Pienas” 2013.gada rādītāju).

Tāpat kā no pašu kapitāla īpatsvara dinamikas, arī no procentu maksājumu seguma indeksa var secināt, ka apskatītie uzņēmumi īsteno divu veidu stratēģijas: 1) „Pieno Zvaigzdes” un „Vilkyskiu Pienine” uztur pašu un aizņemtā kapitāla attiecību līmenī, kas nodrošina procentu maksājumu seguma indeksu no 5 līdz 10; 2) „Rokiskio Suris” un „Zemaitijos Pienas” kopš krīzes laika, kad minētais indekss visiem uzņēmumiem bija negatīvs, to aizvien palielina, samazinot aizņemtā kapitāla īpatsvaru un līdz ar to arī procentu maksājumus.

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem un Damodaran izstrādāto teorijas daļā apskatīto procentu maksājumu seguma indeksa un sintētiskā reitinga konvertēšanas tabulu Nr.3.1.



3.14.att. Procentu maksājumu seguma indekss (2002-2013).¹

Tomēr, izvērtējot uzņēmumu bankrota riska līmeni, Damodarans acīmredzot to novērtējis vienādā līmenī visiem apskatītajiem uzņēmumiem, jo savos aprēķinos visiem četriem uzņēmumiem kā aizņemtā kapitāla diskonta likmi piedāvājis 4%.

Lai veiktu aizņemtā kapitāla modifikāciju tā vērtības noteikšanas vajadzībām, papildus diskonta likmei nepieciešams zināt trīs lietas: 1) ilgtermiņa un īstermiņa aizņemtā kapitāla apjomu; 2) aizņemtā kapitāla atdošanas termiņu; 3) maksājamās procentu likmes.

Ar pirmā punkta izpildī problēmām nevajadzētu rasties, jo jau bilances pārveidošanas finanšu vadības vajadzībām procesā viss kapitāls, kas neuzkrāj procentu maksājumus, ar mīnuss zīmi tika pārvietots uz bilances aktīvu daļu. Tādējādi pēc pārveides pasīvu aizņemtā kapitāla sadaļa uzrāda ilgtermiņa un īstermiņa kapitāla daudzumu. 2013.gada aizņemtais kapitāls katram no uzņēmumiem uzrādīts 3.9.tabulā.

3.9.tabula

Aizņemtais kapitāls finanšu vadības vajadzībām LTL `000 (2013)²

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
Ilgtermiņa aizņemtais k.	112 365	4 056	29 891	407
Īstermiņa aizņemtais k.	34 579	78 131	26 184	1 994
Aizņemtais k. kopā	146 944	82 187	56 075	2 401

Pie šeit uzrādītā aizņemtā kapitāla būtu jāpieskaita arī operatīvais līzings, kurš bilanci netiek uzrādīts, tomēr nepietiekamās informācijas un veicamo datu modifikāciju dēļ šī darba

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2002-2013.gada pārskatiem.

² Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

ietvaros tas netiks darīts. Tāpat korektāk aizņemtais kapitāls tiktu novērtēts, ja atsevišķi tiktu vērtēti atvasinātie finanšu instrumenti, kuru vērtēšanai Damodarans izstrādājis īpašu metodoloģiju. Tomēr šī darba ietvaros atvasinātie finanšu instrumenti tiks vērtēti kopā ar pārējo aizņemto kapitālu.

Ar otrā punkta, kas ir aizņemtā kapitāla atdošanas termiņa noteikšana, izpildi ir lielākas problēmas. Pirmkārt, ne visi uzņēmumi to ir savos gada pārskatos norādījuši. Otrkārt, aizņemtā kapitāla atdošanas termiņš visbiežāk nebeidzas līdz ar finanšu gadu, kas nozīmē, ka aprēķinos būtu jāņem vērā mēnešu un dienu skaits. Tādēļ, lai padarītu šī punkta izpildi vienkāršāku un vispār iespējamu (gadījumos ar uzņēmumiem, kuri nav norādījuši nekādus aizņemtā kapitāla atdošanas termiņus), darba ietvaros ir izdarīti trīs pieņēmumi: 1) aprēķinu vajadzībām atdošanas termiņš tiek ņemts pilnos gados; 2) īstermiņa aizņēmuma atdošana ir pēc viena gada; 3) uzņēmumiem, kuri pārskatos nav norādījuši aizņēmuma atdošanas termiņu, tas tiek pieņemts līdzīgs, kāds tas ir pārējiem apskatāmajiem uzņēmumiem. 3.10.tabulā katram uzņēmumam norādīti ilgtermiņa aizņēmumi, kas tam jāatdod līdz katram konkrētajam gadam.

3.10.tabula

Ilgtermiņa aizņemtā kapitāla apjoms un atdošanas laiks LTL `000¹

	2015.g.	2016.g.	2017.g.	2018.g.
Pieno Zvaigzdes	-	-	112 365	-
Rokiskio Suris	-	4 056	-	-
Vilkyskiu Pienine	9 439	7 866	7 866	4 720
Zemaitijos Pienas	407	-	-	-

Arī trešā punkta, kas ir maksājamo procentu likmju noteikšana, izpildei ierobežotās informācijas pieejamības dēļ jāizdara pieņēmumi. Vienīgais no uzņēmumiem, kas savā 2013.gada pārskatā norādījis par aizņemto kapitālu maksājamās procentu likmes ilgtermiņa aizņemtajam kapitālam amplitūdā 2-2.2% gadā un īstermiņa aizņemtajam kapitālam amplitūdā 1.8-1.9% gadā, ir „Pieno Zvaigzdes”. Ņemot vērā, ka Damodarans visiem apskatītajiem uzņēmumiem piemēro vienādu diskontēšanas likmi, kā arī to, ka apskatītie uzņēmumi darbojas vienā tautsaimniecības nozarē, šī darba ietvaros pieņemts, ka arī aizņemtā kapitāla procentu likmes neatšķiras. Tādēļ visiem četriem uzņēmumiem ilgtermiņa aizņemtā kapitāla procentu likme ir 2.2% gadā, bet īstermiņa aizņemtajam kapitālam tā ir 1.9% gadā. Kā redzams, procentu likmes ir zemākas par

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

diskontēšanas likmi, kas nozīmē, ka aizņemtā kapitāla atdeve ir zemāka, nekā Damodarana aprēķinātā aizņemtā kapitāla cena.

Nosakot uzņēmumu īstermiņa aizņemtā kapitāla vērtību, veikti sekojoši aprēķini (tūkstošos LTL):

$$\text{īst. aizņ. kap. vērt.}_{\text{Pieno Zvaigzdes}} = \frac{34579 \cdot 1.9\% + 34579}{(1 + 4\%)} = 33\,881 \text{ (tūkst. LTL)}$$

$$\text{īst. aizņ. kap. vērt.}_{\text{Rokiskio Suris}} = \frac{78131 \cdot 1.9\% + 78131}{(1 + 4\%)} = 76\,553 \text{ (tūkst. LTL)}$$

$$\text{īst. aizņ. kap. vērt.}_{\text{Vilkyskiu Pienine}} = \frac{26184 \cdot 1.9\% + 26184}{(1 + 4\%)} = 25\,655 \text{ (tūkst. LTL)}$$

$$\text{īst. aizņ. kap. vērt.}_{\text{Zemaitijos Pienas}} = \frac{1994 \cdot 1.9\% + 1994}{(1 + 4\%)} = 1\,954 \text{ (tūkst. LTL)}$$

Ilgtermiņa aizņemtā kapitāla vērtības noteikšanai veikti sekojoši aprēķini:

ilgt. aizņ. kap. vērt.}_{\text{Pieno Zvaigzdes}}

$$= \frac{112365 \cdot 2.2\%}{(1 + 4\%)} + \frac{112365 \cdot 2.2\%}{(1 + 4\%)^2} + \frac{112365 \cdot 2.2\%}{(1 + 4\%)^3} + \frac{112365 \cdot 2.2\% + 112365}{(1 + 4\%)^4} = 105\,023 \text{ (tūkst. LTL)}$$

$$\text{ilgt. aizņ. kap. vērt.}_{\text{Rokiskio Suris}} = \frac{4056 \cdot 2.2\%}{(1 + 4\%)} + \frac{4056 \cdot 2.2\%}{(1 + 4\%)^2} + \frac{4056 \cdot 2.2\% + 4056}{(1 + 4\%)^3} = 3\,853 \text{ (tūkst. LTL)}$$

$$\text{ilgt. aizņ. kap. vērt.}_{\text{Zemaitijos Pienas}} = \frac{407 \cdot 2.2\%}{(1 + 4\%)} + \frac{407 \cdot 2.2\% + 407}{(1 + 4\%)^2} = 393 \text{ (tūkst. LTL)}$$

„Vilkyskiu Pienine” pēc analogiskas sistēmas aprēķināta katra atsevišķā ilgtermiņa aizņemtā kapitāla vērtība un iegūti šādi rezultāti, kas saskaitīti, lai iegūtu kopējo ilgtermiņa aizņemtā kapitāla vērtību:

$$\text{ilgt. aizņ. kap. vērt.}_{\text{Vilkyskiu Pienine}} = 9119 + 7473 + 7352 + 4815 = 28\,759 \text{ (tūkst. LTL)}$$

3.11.tabulā apskatāma visu uzņēmumu aizņemtā kapitāla vērtība apkopotā veidā.

3.11.tabula

Aizņemtā kapitāla vērtība LTL `000¹

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
Ilgtermiņa aizņ.k.vērt.	105 023	3 853	28 759	393
Īstermiņa aizņ.k.vērt.	33 881	76 553	25 655	1 954
Aizņemtā k.vērt.kopā	138 904	80 407	54 414	2 347
Aizņ.k. balances v. _(fin.vad.vaj.)	146 944	82 187	56 075	2 401

Kā redzams, aizņemtā kapitāla vērtība ir mazāka par aizņemtā kapitāla finanšu vadības vajadzībām bilances vērtību. Tas skaidrojams ar jau iepriekš atzīmēto faktu, ka Damodarana piedāvātā un diskontēšanai izmantotā aizņemtā kapitāla cena ir lielāka par aprēķinos izmantoto procentu likmi, ko savā 2013.gada finanšu pārskatā norādījis „Pieno Zvaigzdes” un kas informācijas trūkuma dēļ izmantota arī pārējo uzņēmumu aizņemtā kapitāla vērtības aprēķināšanai.

3.4. Iegūto rezultātu novērtējums un apkopojums

Līdz šim darba ietvaros sniegts uzņēmuma vērtības noteikšanas teorētiskais un praktiskais pamatojums, veikts četru Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu apskats un salīdzināšana, izmantojot teorijas daļā piedāvātos vērtības noteikšanas modeļus, veikti aprēķini un iegūti rezultāti. Tomēr tikpat nozīmīgi, kā pielietot un pārbaudīt teorētiskās zināšanas un prasmes praksē, ir arī izprast un interpretēt iegūtos rezultātus. Jo īpaši nozīmīgi tas ir tādēļ, ka uzņēmumu pašu kapitāla vērtības noteikšanai šī darba ietvaros pielietotas trīs metodes, kas katra novedusi pie atšķirīgiem galarezultātiem, kas apkopoti 3.12.tabulā.

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties uz apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

Pašu kapitāla vērtība, pielietojot dažādus vērtības noteikšanas modeļus, LTL `000¹

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
Tirgus kapitalizācija (2013)	347 295	188 307	60 193	119 003
Dividenžu diskont. metode	1 585 006	37 996	440 747	88 220
Naudas pl. diskont. metode	1 969 863	2 084 035	2 550 483	1 072 122
Koeficientu metode	312 071	119 794	120 375	127 333

No 3.12.tabulas redzams, ka atšķirības starp ar dažādām metodēm iegūtām katra atsevišķa uzņēmuma vērtībām ir milzīgas un diez vai, vadoties pēc šiem rezultātiem, būtu iespējams starp tiem atrast kopsaucēju. Ļoti iespējams, ka, veicot padziļinātu ietekmējošo faktoru analīzi, būtu iespējams atrast un izstrādāt tādu ekonometrisko modeli (piemēram, daudzfaktoru lineāro regresiju), ar kura palīdzību varētu aprēķināt uzņēmumu patieso vērtību, kuru lielākā vai mazākā mērā ietekmētu ar katru no iepriekš apskatītajām metodēm iegūtā uzņēmuma pašu kapitāla vērtība un, piemēram, dividenžu apmērs, izaugsmes līmenis, naudas plūsma un citi rādītāji. Tomēr, lai izstrādātais modelis būtu pēc iespējas patiesāks un pielietojams, pamatojoties uz „lielo skaitļu likumu”, aprēķiniem būtu nepieciešams izmantot vismaz 30 salīdzināmus uzņēmumus, kas šī darba ietvaros nav paveicams.

Tādējādi, lai izpildītu šī darba mērķi – noteiktu uzņēmumu vērtību, – darba autore piedāvā skatīties uz iegūtajām pašu kapitāla vērtībām kopsakarībā ar darba teorētiskajā daļā apskatītajām uzņēmuma vērtības noteikšanas motivācijām, t.i., mērķi, kādam nepieciešams noteikt konkrētā uzņēmuma vērtību.

Pirmā jeb dividenžu diskontēšanas metode pašu kapitāla novērtēšanai izmantojama gadījumos, kad tiek iegādātas uzņēmuma akcijas ilgtermiņā ar mērķi saņemt dividendes. Respektīvi, tie galvenokārt ir investori, kas savus brīvos finanšu resursus akcijās iegulda uz līdzīgiem principiem, kā tas būtu, ja šie paši finanšu līdzekļi tiktu noguldīti bankā, piemēram, depozītā. Pielietojot šo stratēģiju, gudrs investors ieguldītu uzņēmumos, kuru akciju tirgus vērtība ir zemāka par dividenžu diskontēšanas rezultātā iegūto pašu kapitāla vērtību, kas norāda uz to, ka konkrēto uzņēmumu akcijas tirgū ir nepietiekami novērtētas. Šajā gadījumā tie būtu uzņēmumi „Pieno Zvaigzdes” un „Vilkyskiu Pienine”. Kamēr divu pārējo uzņēmumu vērtība, kas iegūta, diskontējot dividendes, ir mazāka par pašreizējo uzņēmumu tirgus vērtību, kas nozīmē, ka

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties informāciju par vēsturiskajām akciju cenām NASDAQ OMX Baltic mājas lapā. <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument> un apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem.

investoriem, kuri akcijas iegādājas galvenokārt, lai saņemtu dividendes, „Rokiskio Suris” un „Zemaitijos Pienas” akcijas savā portfolio iekļaut nevajadzētu.

Otrā jeb naudas plūsmas diskontēšanas metode pašu kapitāla novērtēšanai izmantojama galvenokārt gadījumos, kad paredzēts uzņēmuma pirkšanas/pārdošanas darījums. Šī darba ietvaros veiktais uzņēmumu novērtējums visdrīzāk raksturīgs potenciālajam uzņēmuma pircējam, kuram ne vienmēr pieejami visi dati par nākotnē paredzēto naudas plūsmu un prognozēto izaugsmi, tādēļ šie rādītāji jāatvasina no pieejamajiem datiem. Tai pašā laikā uzņēmuma īpašniekam visdrīzāk ir izstrādāts naudas plūsmas plāns nākamajiem periodiem un ir skaidra vīzija par uzņēmuma nākotnes attīstību, tādēļ šīs metodes pielietošana visdrīzāk sniedz precīzāku uzņēmuma vērtību. Kā redzams 3.12.tabulā, ar naudas plūsmas diskontēšanas metodi iegūtā uzņēmumu pašu kapitāla vērtība ir vislielākā visiem apskatītajiem uzņēmumiem. Tā pārsniedz ar citām metodēm iegūto vērtību pat vairāk kā desmit reizes. Tādēļ šī darba autore neiesaka iegūto vērtību potenciālajam investoram ņemt par vienīgo un galējo atskaites punktu, jo visdrīzāk apskatīto uzņēmumu tirgus cena nekad šo līmeni nerasnīgs, kas nozīmē, ka uzņēmuma īpašnieks, pieprasot šādu cenu par savu uzņēmumu, visdrīzāk pircēju neatradīs. Savukārt pircējs, maksājot par uzņēmumu ar naudas plūsmas diskontēšanu iegūto uzņēmuma pašu kapitāla vērtību, būs daudzkārt pārmaksājis. Jāņem vērā, ka, aprēķinot uzņēmumu pašu kapitāla vērtību, tika izmantoti izaugsmes rādītāji, kas uzņēmumiem, kas darbojas Baltijas tirgū, visdrīzāk ir nereāli ilgā laika perspektīvā, jo, lai uzturētu šādus izaugsmes rādītājus, uzņēmumiem būtu jāklūst par nozīmīgiem starptautiskā tirgus dalībniekiem. Kas, protams, nav nekas neiespējams, ja vien uzņēmumiem izdodas sekmīgi paplašināt noieta tirgu un palielināt ražošanas apjomus.

Tāpat ļoti iespējams, ka pie lielās atšķirības starp ar dažādām metodēm iegūto paša kapitāla vērtību vainojama aprēķinos izmantotā pašu kapitāla cena. Ņemot vērā, ka pārējos aprēķinos izmantotos rādītājus aprēķinājusi šī darba autore, bet kā pašu kapitāla cena izmantots Damodarana aprēķinātais rādītājs, iespējams, ka aprēķini veikti, ņemot vērā atšķirīgus pieņēmumus, laika periodus vai citus rezultātu ietekmējošus faktorus.

Visbeidzot, trešā jeb salīdzināšanas (koeficientu) metode pašu kapitāla novērtēšanai izmantojama gan pirkšanas/pārdošanas darījumos, gan ilgtermiņa investīciju veikšanas gadījumā, gan veicot īstermiņa spekulatīvus darījumus akciju biržā. Tomēr šeit jāņem vērā viens ļoti nozīmīgs faktors – izmantojot šo uzņēmumu pašu kapitāla vērtības noteikšanas metodi, tiek pieņemts, ka akciju tirgus kopumā darbojas efektīvi, bet kļūdas tiek pieļautas tikai atsevišķu uzņēmumu akciju vērtības noteikšanā. Tomēr šīs kļūdas tirgū tiek atklātas (ņemot vērā, ka

investoriem ir pieejama informācija par uzņēmumu vērtību ietekmējošiem faktoriem) un laika gaitā pieprasījuma/piedāvājuma mijiedarbības rezultātā labotas. Ņemot vērā minēto, investoriem, kuru mērķis ir nopelnīt uz akciju cenas palielināšanos, būtu jāiegulda uzņēmumos, kuru akcijas tirgū ir nepietiekami novērtētas. Šajā gadījumā tas būtu „Vilkyskiu Pienine”, kura tirgus kapitalizācija sastāda aptuveni pusi no aprēķinātās uzņēmuma vērtības, un, iespējams, arī „Zemaitijos Pienas”, kura tirgus kapitalizācija, lai gan ir tuva aprēķinātajai pašu kapitāla vērtībai, tomēr ir par to mazāka.

Tā kā darbā nospraustais mērķis ir apskatīto uzņēmumu vērtības noteikšana, ir jānosaka, kura no aprēķinātajām pašu kapitāla vērtībām tiks izmantota uzņēmumu vērtības aprēķināšanai. Izvērtējot visus apstākļus un ietekmējošos faktorus, darba autore uzskata, ka šajā gadījumā visprecīzāk uzņēmumu pašu kapitāla vērtību raksturo ar salīdzināšanas metodi iegūtais rezultāts. Protams, lai iegūtu šo rādītāju, ir izdarīti vairāki pieņēmumi (piemēram, ka „Pieno Zvaigzdes” raksturojošie koeficienti un tirgus kapitalizācija netiks ņemta vērā, aprēķinot vidējos rādītājus), kā arī salīdzināto uzņēmumu skaits ir mazāks, nekā to iesaka teorētiķi, tomēr šīs metodes izvēlei par labu runā vairāki faktori: 1) Baltijas akciju tirgus ir neliels, tādēļ maz ticams, ka apskatīto uzņēmumu akciju cenas palielināsies tik daudz, lai tirgus kapitalizācija sasniegtu ar naudas plūsmas diskontēšanas metodi iegūto uzņēmumu pašu kapitāla vērtību; 2) aprēķinu rezultātā iegūtā uzņēmumu izaugsme ilgam laika periodam šķiet pārāk optimistiska uzņēmumiem, kas darbojas tādā salīdzinoši stabilā un tradicionālā jomā kā piena pārstrāde, kā arī ilgstoša aprēķinātās izaugsmes uzturēšana pieprasa nozīmīgu noieta tirgus un ražošanas apjomu paplašināšanu; 3) maz ticams, ka pirkšanas/pārdošanas darījuma gadījumā atradīsies pircējs, kurš būs gatavs maksāt desmit reizes augstāku cenu, nekā uzņēmuma akcijas pašlaik tiek tirgotas akciju biržā; 4) apskatīto uzņēmumu dividenžu politikas ir ļoti atšķirīgas un darba autores skatījumā ar dividenžu diskontēšanas palīdzību iegūtie rezultāti neatspoguļo uzņēmumu pašu kapitāla vērtību, tādēļ šis pašu kapitāla vērtības rādītājs, kā iepriekš minēts, izmantojams situācijā, kad tiek veiktas investīcijas, kuru galvenais mērķis ir dividendes. Tāpat arī dividenžu diskontēšanas gadījumā ļoti iespējams, ka izmantota neprecīza pašu kapitāla cena un izaugsmes prognoze.

Lai iegūtu katra uzņēmuma vērtību, saskaitīta ar salīdzināšanas metodi iegūtā pašu kapitāla vērtība un aizņemtā kapitāla vērtība, kas aprēķināta iepriekšējā apakšnodalā. Ņemot vērā, ka izmantojot salīdzināšanas metodi, aprēķinos pielieto tirgus kapitalizāciju, kas ir uzņēmuma parasto akciju skaita un tirgus cenas reizinājums, bet neiekļauj priekšrocības akciju

cenu, jāatzīmē, ka iegūtā uzņēmumu vērtība neatpoguļo priekšrocības akciju vērtību. Tāpat aizņemtā kapitāla vērtība neietver operatīvā līzinga vērtību, jo darba autorei par to nav pieejams pietiekami daudz datu.

Informācija par katra apskatītā uzņēmuma pašu kapitāla, aizņemtā kapitāla un paša uzņēmuma vērtību aplūkojama 3.13.tabulā.

3.13.tabula

Apskatīto uzņēmumu vērtība, LTL '000¹

	Pieno Zvaigzdes	Rokiskio Suris	Vilkyskiu Pienine	Zemaitijos Pienas
Pašu kapitāla vērtība	312 071	119 794	120 375	127 333
Aizņemtā kapitāla vērtība	138 904	80 407	54 414	2 347
Uzņēmuma vērtība	450 975	200 201	174 789	129 680
Bilances vērtība _{2013 (fin.vad.vaj.)}	278 636	426 591	127 155	171 893

No 3.13.tabulas redzams, ka tikai „Pieno Zvaigzdes” un „Vilkyskiu Pienine” aprēķinātā uzņēmuma vērtība ir lielāka par pašreizējo uzņēmuma bilances vērtību finanšu vadības vajadzībām, kamēr pārējiem diviem uzņēmumiem tā ir mazāka („Rokiskio Suris” pat divas reizes mazāka).

Iespējams, uzņēmumu vērtība tiktu noteikta precīzāk, pielietojot naudas plūsmas diskontēšanas metodi, tomēr jāņem vērā jau iepriekš minētie faktori par izaugsmes līmeņa un pašu kapitāla cenas precizitāti un to, ka atšķirība starp pašu kapitāla tirgus cenu un ar naudas plūsmas diskontēšanas metodi aprēķināto pašu kapitāla vērtību ir milzīga, kas pat pie visoptimistiskākā uzņēmumu attīstības un akciju tirgus attīstības scenārija visdrīzāk netiks nodēdēta pat ļoti ilgā laika periodā.

Tādēļ šī darba autore paliek pie jau aprēķinātās uzņēmumu vērtības ar pārliedību, ka, izstrādājot un izmantojot ekonometrisko modeli, kas ietver ar visām trīs metodēm iegūtos rādītājus un tos ietekmējošos lielumus, būtu iespējams iegūt reālai situācijai un patiesajai vērtībai atbilstošāku apskatīto uzņēmumu vērtību.

¹ Izveidojusi autore, pamatojoties informāciju par vēsturiskajām akciju cenām NASDAQ OMX Baltic mājas lapā. <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument>, apskatīto uzņēmumu 2013.gada pārskatiem un Damodaran izstrādāto teorijas daļā apskatīto procentu maksājumu seguma indeksa un sintētiskā reitinga konvertēšanas tabulu Nr.3.1.

SECINĀJUMI UN PRIEKŠLIKUMI

Secinājumi

Pamatojoties uz darbā veikto pētījumu, autore nonākusi pie vairākiem secinājumiem, kas apkopoti sekojošos apakšpunktos.

1. Iegūtie rezultāti uzskatāmi atspoguļo un apstiprina teorētiskajā daļā pausto uzskatu, ka uzņēmuma patiesā vērtība visbiežāk neatbilst uzņēmuma vērtībai, ko var iegūt, saskaitot visus uzņēmumam piederošos aktīvus.

2. Iepriekšējā punktā minētais skaidrojams ar vismaz diviem faktoriem: 1) uzņēmuma nākotnes attīstības potenciālu, ko ietekmē vairāki apstākļi, piemēram, uzņēmuma kapitāla struktūra, dividendu politika, reinvestēšanas politika, izvēlēto projektu ienesība, jomas, kurā darbojas uzņēmums, attīstības perspektīvas, valsts, kurā darbojas uzņēmums, ekonomiskā stabilitāte u.c.; 2) investoru emocionāli psiholoģisko vērtējumu attiecībā uz uzņēmuma vērtību.

3. Vērtības noteikšanai ir plašs pielietojums un informācija par uzņēmuma vērtību var būt noderīga daudziem un dažādiem finanšu tirgus un ārpus finanšu tirgus esošiem dalībniekiem, piemēram, akciju tirgus dalībniekiem, uzņēmuma īpašniekiem, potenciālajiem uzņēmuma pircējiem un pētniekiem.

4. Teorētiski lielākoties pievēršas tikai un vienīgi pašu kapitāla vērtēšanai. Aizņemtā kapitāla vērtības noteikšanas teorētiskais modelis tiek pieminēts reti. Tāpat neviens no autoriem nepiedāvā risinājumu, kā vērtēt priekšrocību akciju kapitālu.

5. Latvijas teorētiķu vidū uzņēmuma vērtības noteikšanas teoriju attīstīšana un modificēšana Latvijas un Baltijas vietējām īpatnībām nav attīstīta.

6. Lietuvas piena pārstrādes nozare ir stabila. Tā salīdzinoši ātri pārvar darbību ietekmējošas problēmas, piemēram, finanšu un ekonomisko krīzi un politisku motīvu vadītas Krievijas sankcijas attiecībā uz Lietuvas piena produktiem.

7. Iepriekšējā punktā minētie satricinājumi likuši Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumiem vairāk domāt par risku vadību un attīstīt dažādus risku vadības instrumentus, piemēram, uzņēmumi sākuši izmantot atvasinātos finanšu instrumentus.

8. Visi apskatītie uzņēmumi dinamikā uzrādījuši apgrozījuma un peļņas izaugsmi (ar kritumu krīzes laikā), kas norāda uz izaugsmi visā piena pārstrādes nozarē.

9. Turpmākā uzņēmumu un visas nozares izaugsme vietējā tirgus piesātinājuma dēļ lielā mērā atkarīga no uzņēmumu spējas paplašināt noieta tirgu ārpus Baltijas reģiona.

10. Dažādās pašu kapitāla vērtības noteikšanas metodes sniedz ļoti atšķirīgus rezultātus – darba ietvaros noteiktā Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu vērtība atšķiras pat vairāk kā desmit reizes.

11. Iepriekšējā punktā minētās atšķirības var radīt šādi faktori: darba ietvaros aprēķinātā uzņēmumu izaugsmes prognoze, iespējams, ir pārāk optimistiska ilgām laika periodam; diskontēšanai izmantota Damodarana aprēķinātā pašu kapitāla cena, kas visdrīzāk aprēķināta pēc citiem principiem, nekā autore aprēķinājusi izaugsmi; Baltijas akciju tirgus ir neliels, tādēļ, iespējams, ka tas nav pietiekami efektīvs, lai akciju cena sasniegtu to patieso vērtību; uzņēmumu salīdzināšanai izmantoti tikai 4 uzņēmumi.

12. Naudas plūsmas un izmaksāto dividenžu dinamika visiem apskatītajiem uzņēmumiem ir ļoti svārstīga, tādēļ to izaugsmes prognozēšanai ieteicams izmantot vēsturiskos datus par apgrozījuma izaugsmi, kas visiem uzņēmumiem bijusi salīdzinoši stabila.

13. Ar dažādām metodēm iegūtās atšķirīgās pašu kapitāla vērtības pielietojamas dažādās situācijās: investoriem, kas iegādājas akcijas, lai saņemtu dividendes, piemērotākā būs dividenžu diskontēšanas metode; lai uzņēmums izvēlētos turpmāk īstenojamus projektus, piemērotākā būs naudas plūsmas diskontēšanas metode; pirkšanas/pārdošanas gadījumos piemērotas būs naudas plūsmas diskontēšanas un salīdzināšanas metodes; ilgtermiņa investoriem, kas vēlas nopelnīt uz akciju cenas pieaugumu, piemērotākā būs salīdzināšanas metode.

14. Apskatīto uzņēmumu dividenžu politikas ir atšķirīgas, tādēļ dažādo uzņēmumu vērtība, kas iegūta ar dividenžu diskontēšanas metodes palīdzību, nedod iespēju uzņēmumu vērtības pretstatīt vienu otram salīdzinošā perspektīvā.

15. Darba ietvaros iegūtās pašu kapitāla vērtības sniedz intuīciju par to, kā salīdzinājumā ar pārējiem tirgotajiem piena pārstrādes uzņēmumiem, tirgus ir novērtējis katru konkrēto uzņēmumu. „Pieno Zvaigzdes” un „Zemaitijos Pienas” ir patiesi novērtēti, „Vilkyskiu Pienine” ir par zemu novērtēts, bet „Rokiskio Suris” ir pārvērtēts.

16. Lai konkrētā gada finanšu rādītāji, kas sasniegti īslaicīgu problēmu apstākļos, nenovestu pie patiesajai situācijai neatbilstošiem rezultātiem un secinājumiem, īstenojot novērtēšanu, reizēm labāk izmantot iepriekšējo periodu finanšu rādītājus.

17. Vērtība, kas iegūta ar dividenžu diskontēšanas palīdzību, atsevišķu uzņēmumu gadījumā („Rokiskio Suris”, kas katru gadu izmaksā vienādu dividendi, un „Zemaitijos Pienas”, kas vai nu neizmaksā, vai izmaksā ļoti nelielu dividendi), neatspoguļo šo uzņēmumu vērtību.

18. Maz ticams, ka atrastos pircējs, kurš par kādu no Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumiem maksātu ar naudas plūsmas diskontēšanas metodi iegūto uzņēmuma vērtību, kas atsevišķiem uzņēmumiem ir pat desmit un vairāk reizes lielāka par vērtību, kas iegūta ar salīdzināšanas metodi.

19. Ņemot vērā iepriekšējā punktā minēto, uzņēmumu pašu kapitāla šī brīža vērtība ir tuvāka ar salīdzināšanas metodi iegūtajai vērtībai.

20. Pamatojoties uz finanšu pārskatos atrodamo informāciju, aizņemto kapitālu var novērtēt aptuveni. Tam par iemeslu ir vairāki apstākļi: 1) ne visi uzņēmumi norāda maksājamās procentu likmes; 2) arī atmaksas termiņi lielākoties nav norādīti; 3) ņemot vērā pirmos divus apstākļus, darba gaitā izdarīts daudz pieņēmumu, kas nenoliedzami ietekmē iegūtos rezultātus.

21. Ja aizņemtā kapitāla novērtēšana tiktu veikta, izmantojot katra uzņēmuma iekšienē pieejamo informāciju par aizņemtā kapitāla procentu likmēm un atmaksas termiņiem, pielietojot izmantoto aizņemtā kapitāla vērtēšanas teorētisko pieeju, to būtu iespējams novērtēt salīdzinoši precīzi.

Balstoties uz darbā veikto analīzi un izdarītajiem secinājumiem, autore izvirza priekšlikumus trim adresātiem: ekonomikas jomas pētniekiem, piena pārstrādes jomas uzņēmumiem un investoriem.

Priekšlikumi

Pētniekiem

1. Attīstīt teorētisko modeli aizņemtā kapitāla vērtēšanai.
2. Izveidot un attīstīt teorētisko modeli priekšrocību akciju kapitāla vērtēšanai.
3. Starptautiski atzītos vērtēšanas modeļus adaptēt Baltijas uzņēmējvides īpatnībām.
4. Nosakot uzņēmuma vērtību, nebalstīties tikai un vienīgi uz pēdējā laika finanšu rādītājiem, bet skatīt uzņēmuma attīstības un darbības dinamiku ilgākā laika periodā.
5. Rast pēc iespējas plašāku piekļuvi ne tikai ar uzņēmumu saistītajai kvantitatīvajai, bet arī kvalitatīvajai informācijai.
6. Plašākas ainas iegūšanai viena un tā paša uzņēmuma vērtības noteikšanai izmantot vairākas vērtēšanas metodes.
7. Gadījumos, kad dividendu vai naudas plūsmas izaugsme vēsturiskā perspektīvā ir svārstīga, to izaugsmes prognozēšanai izmantot vēsturiskos datus par uzņēmuma apgrozījumu.

8. Izveidot Baltijas reģiona uzņēmumu vērtības noteikšanai adaptētu ekonometrisko modeli, kurš ietvertu vairākus vērtības noteikšanai pielietotos modeļus un atspoguļotu, cik lielā mērā uzņēmuma patiesā vērtība atkarīga no dažādiem ietekmējošajiem faktoriem.

Piena pārstrādes nozares uzņēmumiem

9. Izmantojot Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu vērtēšanas procesā iegūtos rezultātus, noteikt arī Latvijas piena pārstrādes uzņēmumu vērtību un iespējamo akciju cenu tirgū gadījumam, kad kāds no Latvijas piena pārstrādes uzņēmumiem nolemtu kotēties akciju tirgū.

10. Pat gadījumā, ja nav plāna pārdot uzņēmumu, izmantot sava uzņēmuma un konkurējošo uzņēmumu salīdzināšanas iespējas, jo tas sniedz intuīciju par uzņēmuma tirgus vērtības sagaidāmo virzību un uzņēmuma darbības atbilstību nozarei atbilstošajai darbībai.

11. Pārzināt sava uzņēmuma vērtību un tās aprēķināšanas metodoloģiju.

12. Mērķtiecīgi vadot un plānojot finanses, ietekmēt vērtību ietekmējošos rādītājus tā, lai pēc iespējas palielinātu uzņēmuma vērtību, tādējādi kļūstot pievilcīgākiem investoru acīs.

Investoriem

13. Neuzskatīt, ka ar kādu no uzņēmuma vērtības noteikšanas metodēm iespējams iegūt precīzu uzņēmuma vērtību, kas būtu mūžīgi nemainīga.

14. Tā vietā, lai paļautos uz emocionāliem spriedumiem par akciju tirgus cenas turpmāko virzību, veikt uzņēmuma vērtības noteikšanu, kas palīdzēs saprast, kuri uzņēmumi ir patiesi novērtēti, kuri novērtēti pārāk augstu un kuri pārāk zemu.

15. Apzinoties to, kāda ir katra konkrētā investora investīciju stratēģija un no kurienes tas sagaida nozīmīgāko naudas plūsmu, izvēlēties piemērotāko uzņēmuma vērtības noteikšanas metodi.

16. Ja investors galveno naudas plūsmu sagaida no dividendēm, no darbā apskatītajiem uzņēmumiem jāiegādājas „Pieno Zvaigzdes” un „Vilkyskiu Pienine” akcijas.

17. Ja investors vēlas nopelnīt, iegādājoties tāda uzņēmuma akcijas, kurš tirgū ir nepietiekami novērtēts, sagaidot, ka ar laiku šo akciju vērtība palielināsies, jāiegādājas „Vilkyskiu Pienine” akcijas.

IZMANTOTĀ LITERATŪRA UN AVOTI

1. „Pieno Zvaigzdes” gada pārskati 2003-2013
2. „Rokiskio Suris” gada pārskati 2003-2013
3. „Vilkyskiu Pienine” gada pārskati 2005-2013
4. „Zemaitijos Pienas” gada pārskati 2004-2013
5. **Bērziņa L.** *Finanšu rādītāju un pārskatu izpratne – palīgs uzņēmuma vērtības palielināšanā.* 09.05.2010., <http://www.ifinances.lv/lat/finances?doc=828> (skatīts 19.01.2014.)
6. **Brealey R.A, Myers S.C, Allen F.** *Principles of Corporate Finance.* Tenth edition. McGraw-Hill Irwin, 2011. 969 p.
7. **Brealey R.A, Myers S.C., Marcus A.J.** *Fundamentals of Corporate Finance.* Third edition., The McGraw-Hill Companies, USA, 2001. 651 p.
8. **Cherewyk P.** *Valuing Firms Using Present Value of Free Cash Flows.* 19.04.2011., <http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/present-value-free-cash-flow.asp> (skatīts 21.01.2014.)
9. **Damodaran A.** *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.* Second edition, Wiley, 2002. 1372 p.
10. **Fuhrmann R.C.** *Equity Valuation: The Comparables Approach.* 09.08.2013., <http://www.investopedia.com/articles/investing/080913/equity-valuation-comparables-approach.asp> (skatīts 21.01.2014.)
11. **Gad S.** *The Market Value versus Book Value.* 06.10.2013., <http://www.investopedia.com/articles/investing/110613/market-value-versus-book-value.asp> (skatīts 24.01.2014.)
12. **Gad S.** *Relative Valuation: Using Stocks to Value Other Stocks.* 19.09.2011., <http://www.investopedia.com/articles/stocks/11/relative-valuation-stocks-valuing-stocks.asp> (skatīts 24.01.2014.)
13. *Global Trends in the Dairy Industry: Outlook for the Baltics.* Organization for economic cooperation and development. Paris. 2002. 188 p.
14. **Grišins J.** *Biznesa novērtēšanas nianšes – salīdzinošo uzņēmumu metode.* 11.11.2009., <http://www.ifinances.lv/lat/finances?doc=1103> (skatīts 19.01.2014.)

15. **Grišins J.** *Kā aprēķināt uzņēmuma pārdošanas cenu?* 16.02.2014.,
<http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=5076> (skatīts 19.01.2014.)
16. **Guttermann S.** *Russia halts Lithuanian dairy imports before EU summit.* Moscow, 07.10.2013. <http://www.reuters.com/article/2013/10/07/us-russia-lithuania-dairy-idUSBRE99604Y20131007> (skatīts 12.04.2014.)
17. **Harman B.** *Top 3 Pitfalls of Discounted Cash Flow Analysis.* 22.09.2010.,
http://www.investopedia.com/articles/07/dcf_pitfalls.asp (skatīts 20.01.2014.)
18. **Heakal R.** *What Is Market Efficiency?* 21.10.2013.,
<http://www.investopedia.com/articles/02/101502.asp> (skatīts 20.01.2014.)
19. **Jerošenko V.** *Kā aprēķināt uzņēmuma pārdošanas cenu?* 16.02.2014.,
<http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=5076> (skatīts 19.01.2014.)
20. **Kumačeva I.K.** *Biznesa vērtēšana. Uzņēmuma tirgus vērtības noteikšanas metodes.* 08.11.2013., <http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=4891> (skatīts 19.01.2014.)
21. **Kumačeva I.K.** *Biznesa vērtēšana, vērtības definīcijas un vērtēšanas pamatprincipi.* 01.11.2013., <http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=4876> (skatīts 19.01.2014.)
22. **Loseva J.** *Kāda ir jūsu uzņēmuma vērtība?* 12.12.2013.,
<http://www.ifinances.lv/lat/finanses?doc=4954> (skatīts 19.01.2014.)
23. **McClure B.** *Digging into the Dividends Discount Model.* 13.03.2011.,
<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/041404.asp> (skatīts 21.01.2014.)
24. **McClure B.** *Using the Price-To-Book Ratio to Evaluate Companies.* 23.02.2013.,
<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/112603.asp> (skatīts 21.01.2014.)
25. **McClure B.** *Mergers and Acquisitions: Valuation Matters.*
<http://www.investopedia.com/university/mergers/mergers2.asp> (skatīts 21.01.2014.)
26. **Nguyen J.** *How to Choose the Best Stock Valuation Method.* 21.02.2011.,
<http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/choosing-valuation-methods.asp> (skatīts 20.01.2014.)
27. **Pavilenene D.** *Dairies dominate on Lithuanian milk market.* BC, Vilnius, 14.11.2011.
http://www.baltic-course.com/eng/markets_and_companies/?doc=66020 (skatīts 12.04.2014.)
28. **Schaper C., Lassen B., Theuvsen L.** *Risk Management in Milk Production: A Study in Five European Countries.* Department of Agricultural Economics and Rural Development, Georg-August University Gottingen, Germany, 2009. 16 p.

29. Damodaran Online, <http://pages.stern.nyu.edu/~%20adamodar/> (skatīts 29.04.2014.)
30. *Dairy Market of Lithuania*. Export.by.
http://www.export.by/en/?act=s_docs&mode=view&id=3088&doc=64 (skatīts 12.04.2014.)
31. NASDAQ OMX Baltic mājas lapa, <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/> (skatīts 07.05.2014.)
32. „Pieno Zvaigzdes” mājas lapa, <http://www.pienozvaigzdes.lt/> (skatīts 05.05.2014.)
33. „Rokiskio Suris” mājas lapa, <http://www.rokiskio.com/lt/suris.html> (skatīts 05.05.2014.)
34. *Russia has banned import of Lithuania's dairy products*. Agrowill Group, 07.10.2013.
<http://www.agrowill.lt/en/agromedia/russia-has-banned-import-of-lithuania-s-dairy-products>
(skatīts 12.04.2014.)
35. Standard&Poors Ratings Services. Credit Ratings Definitions & FAQs,
<http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us> (skatīts 28.01.2014.)
36. „Vilkyskiu Pienine” mājas lapa, <http://www.cheese.lt/> (skatīts 05.05.2014.)
37. „Zemaitijos Pienas” mājas lapa, <http://www.zpienas.lt/> (skatīts 05.05.2014.)

Bakalaura darbs „Lietuvas piena pārstrādes uzņēmumu novērtēšana” izstrādāts
LU Ekonomikas un vadības fakultātē.

Ar savu parakstu apliecinu, ka pētījums veikts patstāvīgi, izmantoti tikai tajā norādītie
informācijas avoti un iesniegtā darba elektroniskā kopija atbilst izdrukai.

Autors: (*personiskais paraksts*) Zane Silabriede-Egle

Rekomendēju/nerekomendēju darbu aizstāvēšanai

Vadītāja: profesore, Dr. ekon. Elvīra Zelgalve (*personiskais paraksts*)_____ 2014.

Recenzents: as. profesors, Dr. ekon. Vilnis Ādamsons

Darbs iesniegts Finanšu katedrā_____ 2014.

Dekāna pilnvarotā persona: Akadēmisko programmu dekanāta
metodiķe Diāna Lomaža (*personiskais paraksts*)

Darbs aizstāvēts bakalaura gala pārbaudījuma komisijas sēdē

_____ 2014. prot. Nr.

Komisijas sekretāre: lektore, M.ekon. Līga Leitāne (*personiskais paraksts*)