

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Viktor Šavljuga

**BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE  
AS ENEFIT GREEN NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava TABB, peeriala Ärerahandus

Juhendaja: Ilzija Ahmed, PhD

Tallinn 2023

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele selle koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks.

Töö pikkuseks on 7294 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Viktor Šavljuga .....

(kuupäev)

## SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE .....	4
SISSEJUHATUS .....	5
1. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE ALUSED.....	7
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja eesmärk .....	7
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod .....	9
1.3. Võrdlussuhtarvudel põhinev meetod .....	13
1.4. Taastuvenergia sektori analüüs.....	16
2. AS ENEFIT GREEN .....	18
2.1. AS Enefit Green tutvustus .....	18
2.2. AS Enefit Green finantsnäitajad .....	19
3. AS ENEFIT GREEN VÄÄRTUSE HINDAMINE .....	24
3.1. AS Enefit Green väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil.....	24
3.1.1. Vabade rahavoogude prognoos .....	24
3.1.2. Kaalutud keskmine hind, terminaalväärtus ja sensitiivsusanalüüs.....	27
3.2. AS Enefit Green väärtuse hindamine võrdlussuhtarvude meetodil.....	29
3.3 Hinnang saadud tulemustele.....	31
KOKKUVÕTE .....	33
SUMMARY .....	35
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....	37
LISAD .....	39
Lisa 1. AS Enefit Green kasumiaruanne perioodil 2018-2022.....	39
Lisa 2. AS Enefit Green konsolideeritud bilanss 2018-2022 .....	40
Lisa 3. Lihtlitsents .....	42

## LÜHIKOKKUVÕTE

Bakalaureusetöö eesmärgiks on leida Nasdaq Baltic börsil noteeritud AS-i Enefit Green õiglast väärtust, kasutades diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit. Ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks autor kasutas 2018 – 2022. aasta majandusaastaruandeid.

Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades autor sai tulemuseks AS Enefit Green õiglase väärtuse aktsia kohta, mis on võrdne 5,46 eurot.

Võrdlusnäitajate analüüsimiseks võttis autor arvesse järgmisi näitajaid: P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA. Autor sai analüüsi tulemust AS Enefit Green õiglase väärtuse aktsia kohta, mis on võrdne 4,65 eurot.

Kahe analüüsimeetodi kaalutud keskmiseks hinnaks on 5,14 eurot aktsia kohta. Aktsia hind analüüsi kirjutamise ajal (13.03.2023 seisuga) oli 4,34 eurot, võib järeldada et aktsia oli allahinnatud 15,7% võrra.

Võtmesõnad: õiglase väärtus, diskonteeritud rahavoogude meetod, stsenaariumide analüüs, sensitiivsusanalüüs, võrreldavate suhtarvude meetod, kaalutud keskmine meetod.

## SISSEJUHATUS

Tänapäeval on investeerimine noorte seas populaarsust kogunud, tehingute tegemine on jäänud palju lihtsamaks, börsimaakleril puudub vajadus helistada tehingu tegemiseks klientidele telefoni teel, kõik toimub sekunditega telefoni või terminali nupuvajutusega.

Kuid väärtpaberi ostuks kuluva aja vähendamine ei toonud noorele elanikkonnale suuremat arusaamist ettevõtte väärtusest. Praegu ostavad paljud noored investorid neid aktsiaid, mis on populaarsed, kelle kaupu nad kasutavad või aktsiaid, mille hind on nende eelarve suhtes madal. 2021. aastal pälvisid noorte investorite tähelepanu sotsiaalmeediast liikumist alustanud nn “meme” aktsiad. Noored investorid üritasid kiiresti teenida, nende investeeringud põhinesid sotsiaalmeedia info populaarsusel, ilma et nad oleksid ettevõtete fundamentaalsesse näitajatesse süvenenud (Allen, 2021 et al).

Mõned investorid soovivad osta enne turu tõusu, samas kui teised usuvad aktsiate valimisse kasvu ja tulevase tulupotentsiaali alusel. Mõned põhinevad tehnilisel analüüsil, uurides hinnagraafikuid, erinevaid näitajaid, üleostetud ja ülemüüdud tasemeid. Mõned arvutavad vaba rahavoo, mida ettevõtte võib tulevikus tekitada. Mõned investeerivad lühiajalise tulu saamiseks, teised aga pikaajalise tulu saamiseks. Tavaliselt ignoreerivad inimesed ettevõtte hinnangut, lootes, et selle ettevõttega ei juhtu midagi ja see näitab suurt kasvu, kuid unustavad, et mis tahes ettevõtte võib langeda 90%, pärast veel 90% ja mitte kunagi olla selle hinna lähedal, millega ostetakse. Selleks, et mitte eksida investeeringuga, alistudes infovoole või sõbra nõuannetele, on abiks ettevõtte fundamentaalne analüüs. Õiglase väärtuse teadmine annab investoritele informatsiooni, kui väärtuslik see investeering on ja millist tootlust on tulevikus võimalik saada, kas ettevõtte aktsiad on allahinnatud või ülehinnatud, kui suur on selle aktsia kasvu potentsiaal, ning aitab otsustada, kas osta, hoida või pigem müüa ettevõtte aktsiad. (Damodaran, 2011)

Käesoleva töö pealkiri on „Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS Enefit Green näitel“. Autor valis selle teema seetõttu, et tegeleb ise aktiivselt investeerimisega ning usub, et taastuvenergia sektor on lähitulevikus juba areneb. Selle firma valis autor analüüsimiseks Baltimaade liidripositsiooni tõttu.

Bakalaureusetöö eesmärgiks on leida, milline on Nasdaq Baltic börsi noteeritud AS Enefit Green õiglane väärtus, kasutades diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit. Eesmärkide saavutamiseks on püstitatud kolm uurimisküsimused:

- Milline on ettevõtte õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel?
- Milline on ettevõtte õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodi alusel?
- Kui palju erinevatel meetoditel saadud tulemused erinevad turuhinnast?

Töö koosneb kolmest osast. Esimene peatükk kirjeldab üksikasjalikult ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid, nende eesmärke ning sektori analüüs kus uuritav ettevõtte tegutseb. Tähelepanu pööratakse Aswath Damodarani, Eugene Fama ja Pablo Fernandezi raamatutele. Teises peatükis kirjeldatakse hinnatavat ettevõtet AS Enefit Green ja analüüsitakse ettevõtte finantsnäitajaid. Kolmandas peatükis määratakse ettevõtte AS Enefit Green õiglane väärtus kahe erinevate meetodi abil: diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodil, hinnatakse saadud tulemusi ja viiakse läbi stsenaariumide ja sensitiivsusanalüüs selleks, et kindlaks teha, kui sõltuv on ettevõtte hinnang sisemistele ja välistele mõjudele.

# 1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE ALUSED

Käesolevas peatükis autor annab ülevaate ettevõtte väärtuse hindamise põhiollemusest, kahe erinevatest meetoditest ning taastuenergia sektori analüüsist.

## 1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja eesmärk

Ettevõtte hindamine on finantsvaldkonnas väga oluline. Ettevõtte finantsvaldkonnas kaalutakse, kuidas suurendada ettevõtte väärtust, muutes ettevõtte erinevaid parameetreid, nagu investeeringud, rahastamine ja dividendide maksmine. Väärtusinvesteeringu strateegia raames püütakse leida alahinnatud ettevõtteid, mis võivad tulevikus näidata häid tulemusi, sest eeldame, et nende hinnad lähenevad õiglasele väärtusele. Uurides, kas turud on efektiivsed, analüüsitakse, kas turuhinnad kalduvad väärtusest kõrvale ja kui on, siis kui kiiresti need tagasi tulevad. Mõistmine, mis määrab firma väärtuse ja kuidas seda hinnatakse, on õigete otsuste tegemise eelduseks. (Damodaran, 2006)

Et mitte eksida, kui investor ostab osaluse ettevõttes on väga oluline teada erinevust hinnast ja väärtusest. Hinnas võivad aga olla kõrged ootused, et tulevikus võib ettevõtte näidata eksponentsiaalset kasvu, mis on kasvuettevõtetele omane. Mis tahes vihjega kasvu aeglustumisele langevad selliste ettevõtete aktsiad turust tugevamalt, nad on ka turust kasvavad tugevamalt ettevõtete prognoosi täitmisel. Varem või hiljem jõuab iga ettevõtte hind oma õiglase väärtuseni. Seda oli võimalik jälgida „dotcom-i“ krahhis ja hüpoteegikriisis, finantsturu eufooria perioodidega kaasnesid kõrged finantssuhtarvud, optimistlikud prognoosid ja riski vähenemine suurte reitinguagentuuride poolt, nagu näiteks Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings. Näiteks 2008. aasta panganduskriis näitas, et investeerimispankade direktorite nõukogud ei olnud mitte ainult teadlikud neisse pankadesse investeerimisega seotud riskidest, vaid neil oli ka vähe vahendeid selle riski jälgimiseks või juhtimiseks. (Damodaran, 2014)

Fundamentaalanalüüsi pooldajad väidavad, et aktsiahinnad peegeldavad tulevikuootusi. Seega on aktsia hind võrdne kõigi eeldatavate tulevaste dividendide nüüdispuhasväärtusega. Teisisõnu peegeldab aktsia hind praegust tulude genereerimist pluss kasvuootusi. Investor võib täna aktsia eest maksta rohkem kui selle fundamentaalväärtus, kui ta loodab selle homme kõrgema hinnaga

maha müüa, st kui ta loodab, et aktsia jätkab tõusu. See protsess võib võtta väga kaua aega, kuid tavaliselt lõpeb see halvasti. (Fernandez, 2007)

Autor toob mõned näited tuntud ettevõtete aktsiate langusest tehnoloogia-sektorist aastal 2000, et näidata, mis võib juhtuda ettevõttega, kes ei õigusta oma kõrgeid finantsuhtarvusid:

Tabel 1. Tuntud tehnoloogiaettevõtete tootlused

Ettevõtte	24.03.2000 – 8.10.2002	8.10.2002 – 13.03.2023
Cisco Systems, Inc. (CSCO)	- 88,6%	+ 343,5%
Aaple Inc. (AAPL)	- 80,1%	+ 57 015,4%
Intel Corporation (INTC)	- 80,1%	+ 76,2%
Amazon.com, Inc. (AMZN)	- 77,1%	+ 9 321,6%
Microsoft Corporation (MSFT)	- 60,6%	+ 952,2%

Allikas: Seeking alpha

Spekulatiivsed mullid võivad areneda ka väljaspool aktsiaturgu. Üks tuntumaid näiteid on Hollandi tulbid 17. sajandil. Hollandi põgus nõudlus tulbisibulate järele on viinud selleni, et nende hinnad olid väga kõrged, ühe tulbisibula hind oli võrreldav ühe kilogrammi kullaga. Lõpuks tuli tulpide hind tagasi normaalsele tasemele ja paljud inimesed pandi pankrotti. Kinnisvaraäris oli ka palju spekulatiivseid mullistusi. Ajalugu alati kordub: hinnad tõusevad ajutiselt ülespoole ja pöörduvad siis tagasi normaalsetele tasemetele. Kiire hinna tõusu käigus paljud investorid pettuvad, kes uskusid, et hind jätkab tõusu, väga palju raha, teadmata oma soetatu väärtust. (Fernandez, 2002)

Enne ettevõtte hindamist peab nõustuma väitega, et turg on tõhus ja hindab ettevõtet antud hetkel õigesti vastavalt hinnangule pandud riskidele ja võimalikele tuleviku kasumitele. Ameerika majandusteadlane, kes teenis 2013. aastal Nobeli preemia, Eugene Fama 1970. aastal pakkus välja efektiivse turu hüpoteesi (EMH – efficient market hypothesis). Efektiivse turu hüpoteesi kohaselt peegeldavad tõhusalt toimival turul varade hinnad alati täpselt vara tegelikku väärtust. Kogu avalik teave aktsia kohta peab kajastuma täielikult selle praeguses turuhinnas. Vastupidi, ebaefektiivsel turul ei kajastu kogu avalik teave hinnas, mis võimaldab eeldada, et soodsad tehingud on kättesaadavad või et hinnad võivad olla ülehinnatud. (Fama, 1970)

Turud on avaliku infoga väga hästi toime tulnud, kuid nad ei ole kõikenägevad. Turud ei oska hinnata infot, mida neil pole. Nad võivad hinnata teavet positiivseks või negatiivseks, pannes riski või preemia. Sama juhtus ka COVID-19 ajal, kui teatati piiride sulgemisest, hakkasid kõik



maailma indeksid kiiresti langema. Turud on hakanud diskonteerima maailma suletud majanduste tagajärgi. (Koller et al, 2015)

Enne ettevõtte hindamist on vaja teada, millised hindamismeetodid on olemas ja millised sobivad meie ettevõtte hindamiseks. Ettevõtte hindamiseks on neli meetodit. Esimene on diskonteeritud rahavoogude meetod seob vara väärtuse vara eeldatavate tulevaste rahavoogude nüüdisväärtusega. See tähendab, et peab leidma tuleviku raha väärtuse täna. Eeldatavad rahavood peavad olema piisavalt täpsed, et ettevõtte hinnang oleks lähedane selle õiglasele väärtusele. Teine on likvideerimis ja raamatupidamislik hindamine põhineb ettevõtte olemasolevate varade hindamisel, mille alguspunktiks on sageli arvestusliku väärtuse või arvestusliku väärtuse hinnangud. Kolmas on võrdlusmeetod annab hinnangu vara väärtusele, vaadates võrreldavate varade hinnakujundust võrreldes ühiste muutujatega, nagu tulu, rahavood, bilansiline väärtus või müük. Viimane lähenemine, tingimuslike nõuete hindamine, kasutab optsoonihinna mudeleid, et mõõta vastulause objektiks olevate varade väärtust. (Damodaran, 2006)

Käesolevas töös kasutab autor ettevõtte hindamiseks kõige populaarsemaid meetodeid, milleks on rahavoogude diskonteerimine ja võrdlusmeetod, just need meetodeid Pablo Fernandez kirjeldab oma teadusartiklis „Valuation using multiples“ (Fernandez, 2002).

## 1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Finantstekstide kohaselt on käimasoleva äritegevuse õiglane turuväärtus selle eeldatavate rahavoogude praegune väärtus. Seda lihtsat kontseptuaalset raamistikku nimetatakse diskonteeritud rahavoogude (DCF – Discounted cash flow) hindamise meetodiks. DCF-meetodil vajalikud arvutused on sama lihtsad: lisada iga aasta üksikute rahavoogude hinnangute nüüdisväärtused ühest lõpmatuseni. Kuigi DCF-i lähenemisviis on tehniliselt õige viis ettevõtte väärtustamiseks ja kuigi see on teoreetiliselt petlikult lihtne, on see praktikas üsna keeruline ja väga subjektiivne kuna sõltub paljudest muutujatest. Kuna raha väärtus aja jooksul kahaneb, tänu liitintressile on võimalik väärtust arvutada, diskonteerides iga tulevikus tekkivat rahavoogu. Seega on ettevõtte väärtus võrdne kõigi tänaste diskonteeritavate rahavoogudega esimest aastast kuni lõpmatuseni, sellise tulemuse leitakse valemiga (1). (Larrabee et al, 2013)

$$\text{Väärtus} = \frac{CF}{(1+i)^1} + \frac{CF}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_{\infty}}{(1+i)^{\infty}} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{CF_n}{(1+i)^n} \quad (1)$$

kus

CF – rahavoog perioodil n,

i – diskontomäär,

n – perioodide arv alatest 0 kuni lõpmatuseni.

Mõnikord on raske hinnata tulevase rahavooge. Mida kaugemale püüakse vaadata tulevikku, prognoosides rahavooge, seda keerulisem on hindamine. Tavaliselt hinnatakse rahavoogu 5 kuni 10 aastat ja siis eeldatakse, et ettevõtte müüakse ja selle hind on võrdne lõppväärtuse (TV – terminal value), sellise tulemuse võib leida valemiga (2). Kõik rahavood, diskonteeritakse tänaseks ja nende summa on võrdne väärtusena: (Ibid.)

$$Väärtus = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+i)^n} + \frac{TV}{(1+i)^t} \quad (2)$$

kus

CF – rahavoog perioodil n,

i – diskontomäär,

n – perioodide arv, aeg on võrdne 1 kuni t,

TV – lõppväärtus.

Ettevõtte lõppväärtuse leidmiseks on olemas mitmeid võimalusi. Üks võimalus on leida ettevõtte turuväärtus võrdlusmeetodi abil, kus analüüsitakse sarnaste ettevõtete hindasid. Teine võimalus on kasutada diskonteeritud rahavoogude meetodit, kus ettevõtte väärtus arvutatakse nüüdisväärtusesse toodud tulevikus genereeritavate rahavoogude põhjal. (Damodaran, 2012)

Rahavoo arvutamiseks on olemas palju mudeleid, kuid kõige sagedamini saab jälgida dividendide diskontomudelit (DDM – dividend discount model) ja vaba rahavoo FCF mudelit (FCF – free cash flow). Ainus asi, mis tuleb investori kontole rahavoona, mille ta saab, kui ta ostab avalikult kaubeldava firma aktsiaid, on dividend. Aktsiate väärtushinnangu kõige lihtsam mudel on dividendide diskontomudel – aktsiate väärtus on oodatavate dividendide hetkeväärtus. (Ibid.)

Erinevalt dividendidest ei ole vaba rahavoog ettevõttele (FCFF – free cash flow to firm) ja vaba rahavoog omanikule (FCFE – free cash flow to equity) informatsioon nii kergesti kättesaadav. Väga oluline on rahavoogude mõistmine, oskus neid piisavalt täpselt prognoosida. Praktikas kasutatakse kõige sagedamini FCF-i kui DDM-i mudeleid. (Pinto, 2015)

Vaba rahavoog firmale (FCFF) on sularaha summa kõigile ettevõtte omanikele, sealhulgas aktsionäridele, võlakirjaomanikele ja privilegieritud aktsionäridele. Ettevõtte vaba rahavoog (FCFF) on võimalik leida järgmise valemi abil (Damodaran, 2012) :

$$FCFF = EBIT \times (1 - \text{maksumäär}) + \text{kulum} - \text{investeeringud põhivarasse} - \text{netokäibekapitali muutus} \quad (3)$$

Ettevõtte omakapitali vaba rahavoog (FCFE) leitakse järgmise valemi abil (Damodaran, 2012):

$$FCFE = FCFF - \text{muutused laenudes} - \text{intressimaksed} \quad (4)$$

Oma lõputöös kasutab autor rahavoogude diskonteerimiseks ettevõtte vaba rahavoogu (FCFF) ja nüüdisväärtuse intressitegurit.

Kui prognoositud rahavood on leitud, on vaja leida kapitali keskmine kaalutud kapitali hind, see on võrdne rahavoogude diskonteerimise keskmise määraga ning kajastab kõiki nende rahavoogudega seotud riske, nagu intress, riigi risk, ettevõtte risk, volatiilsus. Oma töös leiab autor keskmise kapitali väärtuse (WACC – weighted average cost of capital) järgmise valemi järgi (Pinto, 2015) :

$$WACC = \frac{MVD}{MVD + MVCE} \times r_d \times (1 - \text{Tax rate}) + \frac{MVCE}{MVD + MVCE} \times r \quad (5)$$

kus:

WACC – kapitali kaalutud keskmine hind,

MVD – võõrkapitali väärtus,

$r_d$  – võõrkapitali hind,

MVCE – omakapitali väärtus,

$r$  – omakapitali hind,

Tax rate – maksumäär.

Laenu- ja omakapitali proportsioonid muutuvad aeg-ajalt, mistõttu muutub ka kapitali struktuur ajas. WACC-i arvutamisel kasutatakse sageli sihtotstarbelisi kapitali struktuuri, sest peegeldab ettevõtte olukorda lähitulevikus paremini. (Ibid.)

Järgmiseks sammuks on omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse kapitalivara mudelit (CAPM – capital asset pricing model). (Ibid.)

Tururiski või aktsiariski preemia on oluline finantsvaldkonna näitaja, mida rakendatakse investeerimisvõimaluste hindamisel. Tururiski preemia näol on tegemist lisapreemiaga, mida investorid nõuavad juurde selliste riskivabade varade nagu valitsuse võlakiri suhtes aktsiaturu

investeermiseks. Teisisõnu, investorid ei näe mõtet aktsiatesse investeerida, kui nende tootlus on madalam või võrdne riskivaba tootlusega aga risk on oluliselt suurem. (Kumar, 2016)

$$\text{Omakapitali oodatav tulusus } ER_e = R_f + \beta \times (ER_m - R_f) \quad (6)$$

kus:

$ER_e$  – omakapitali oodatav tulusus,  
 $\beta$  – beetakordaja, ehk investeeringu süstemaatiline risk,  
 $R_f$  – riskivaba tulumäär,  
 $ER_m$  – turu tulusus.

Võõrkapitali väärtuse leidmiseks tuleb teada iga võetud võla proportsiooni võla kogusummast ja korrutada see krediidi kulukuse määraga, nii saadakse võõrkapitali keskmise väärtuse (Ibid.)

Damodarani (2012, lk 91) seletuste kohaselt:

- Riskivaba määr määratletakse kui panus varadele, mille puhul investor teab täpselt investeerimisperioodi oodatavat kasumit.
- Riskipremia on preemia, mida investorid nõuavad teatud varasse investeerimiseks, see on risk, mille investor võtab, selle asemel, et investeerida riskivabadesse varadesse, nagu näiteks riigi võlakirju.
- Beetakordaja mis on võrdne ühele viitab sellele, et vara hinna liikumine on sarnane aktsiaturu üldise liikumisega, samas kui beetakordaja üle ühe viitab turuga võrreldes suuremale volatiilsusele ja beetakordaja alla ühe viitab turuga võrreldes madalamale volatiilsusele, negatiivne beetakordaja näitab, et aktsia liigub vastupidises suunas, teades iga aktsia beetakordajat, on võimalik juhtida portfelli riske.

Beetakordajat saab täpselt arvutada järgmise valemiga (Kumar, 2016):

$$\text{Beetakordaja}(\beta) = \frac{\sigma(R_e R_m)}{\sigma^2(R_m)} \quad (7)$$

kus:

$\beta$  – beetakordaja,  
 $\sigma$  – kovariatsioon,  
 $\sigma^2$  – variatsioon,  
 $R_e$  – aktsia tulumäär,  
 $R_m$  – turutulumäär.

Kuna kõik väärtused, nagu riskivabamäär, kapitali kaalutud keskmine hind, kapitali struktuuri muutused, on dünaamilised ja kipuvad ajas muutuma, tasub ettevõtte õiglase väärtuse määramisel

kaaluda sensitiivset analüüsi. Sensitiivne analüüs nõuab rahavoogude prognooside aluseks olevate põhimuutujate konkreetset tuvastamist. Pärast seda määratakse optimistlikud, pessimistlikud ja baasstsenaariumid. Sensitiivse analüüsi abil on selgelt näha ettevõttesse investeerimisega kaasnevad riskid (Massari, 2016).

### **1.3. Võrdlussuhtarvudel põhinev meetod**

Ettevõtte väärtust saab leida võrdlussuhtarvude põhineva meetodiga. On vaja võrrelda sama sektori ja tööstuse teiste ettevõtete suhtarvudega, leida nende keskmine väärtus ja saada teada ettevõtte tegeliku väärtust. Sellise suhtelise hinnangu puhul võrreldakse firma väärtust tema peamiste konkurentide väärtusega. Selline meetod on väga lihtne vara hindamisel, juhul kui rahavoogude diskonteerimise meetodi puhul sõltub ettevõtte sisehinnang otseselt tulevastest vabadest rahavoogudest, mida tuleb suure täpsusega prognoosida, siis võrdlussuhtarvude meetod annab teavet selle kohta, kuidas turg praegu ettevõtet hindab. Võrdlussuhtarvude meetod peegeldab palju kiiremini ettevõtte tegelikku hinnangut, seda on väga lihtne mõista ja kasutada. Ei pea olema palju teadmisi, et võrrelda ettevõtete näitajaid, see on nagu turuhindade võrdlus, kui inimesed võrdlevad maasikaid kõigil müüjatel. (Kumar, 2016)

Teisest küljest ei peegelda see meetod turu ala- või ülehinnatust. Kui aga aktsiaturg on väga ülehinnatud, siis ka sektor, kus analüüsitav ettevõtte asub, on suure tõenäosusega ülehinnatud, seega toimib see meetod kõige paremini õiglaselt hinnatud aktsiaturu puhul. Võrdlussuhtarvude meetod eeldab, et turud on õiged kogumina ja isegi juhul, kui esineb vigu üksikute aktsiate hindamisel. Võrdlussuhtarvude meetod eirab väga olulisi tegureid, nagu müügitulu kasv, rahavoo liikumise ja riski näitajaid. (Ibid.)

Suhtarvud on väga olulised finantsnäitajad, mille järgi saab hinnata, kui palju ettevõtte maksab, kui pika aja pärast investeringud sellesse ettevõttesse ära tasuvad. Võrdlussuhtarvude meetod püüab välja töötada seose võrreldavate börsiettevõtete aktsiate tegeliku hinna ja raamatupidamise mõõdiku vahel. Ettevõtte võib näidata suurt tulu ja kasumit arvuliselt, kuid oluline on teada nende osa ettevõtte hinnast. Näiteks suured dividendifirmad erinevad suurelt kasvufirmadelt, nende suhtarvud võivad erineda viis või kümme korda. (Massari, 2016)

Üheks oluliseks suhtarvuks on ettevõtte hinna ja kasumi suhe (P/E – price to earning). Näitaja kajastab, kui mitme aasta jooksul sellesse ettevõttesse tehtud investeeringud ära tasuvad.

P/E suhtarvu saab arvutada, kasutades erinevaid põhimõtteid, näiteks: jooksev kasum aktsia kohta, libisev kasum aktsia kohta, tulevane kasum aktsia kohta, täielikult lahutatud kasum aktsia kohta ja esmane kasum aktsia kohta. Valem suhtarvu leidmiseks hetkekasum aktsia kohta (Damodaran, 2012):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{kasum aktsia kohta}} \quad (8)$$

Ettevõtte hinnakujundus võib sõltuda ka tulevase kasvupotentsiaali, kasumlikkuse ja riskiprofiili hinnangust. Oletatakse, et kui ajalooliselt P/E suhtarvu keskmine on 15, siis võib ettevõtet "Alpha" P/E-ga 5 pidada alahinnatuks ja P/E-ga 30 ettevõtet "Beta" peetakse ülehinnatuks. Kuid see ei ole nii lihtne, et ettevõtte "Beta" võib anda kõrged ootused investorid ja see võib kaubelda kõrge suhtarvuna väga kaua ja olla parim investeering aasta hiljem võrreldes ettevõttega "Alpha", mis kaupleb madala suhtarvudega ja millel on kõrge võlatase, mille teenindamine muutub intressimäärade tõusuga keerulisemaks. (Bernstrom, 2014)

Intressimäärade mõjust ettevõtte väärtusele (Damodaran, 2012) räägib, et P/E suhtarv on tundlikum ettevõtte kasvu muutuste suhtes, kui intressimäärad on madalad ja vähem tundlikud, kui need on kõrgemad. Praegu tasub intressimääradele erilist tähelepanu pöörata, sest esimest korda viimase kümne aasta jooksul on need hakanud kasvama. Selle kasvu põhjuseks kõrge inflatsiooni perioodil on maailma suurte rahamajanduse stimuleerimine pärast kriisi. Firmade kasv genereerib tulevikus rahavooge ja selle raha väärtus on kõrgete intressimäärade tingimustes oluliselt madalam kui madalate intressimäärade korral. Seega ei saa ka kasvunäitajate muutus olla väga suur (Damodaran, 2012).

Kuna ettevõtte hinnang sõltub otseselt tulevastest finantstulemustest, kasutavad analüütikud tulevast P/E-d (forward P/E) juhul, kui on olemas prognoos järgnevatel aastateks. Kui prognoos on keeruline ennustada, piisab P/E näitajast. Juhtudel, kui kasum on null või negatiivne, tavaliselt toovad analüütikule probleeme ettevõtte hinnangutes. Kuna nulliga jagada ei saa, ei saa P/E näitajat arvutada. Tehniliselt on võimalik arvutada see näitaja negatiivse kasumi, kuid see ei ole mingit mõtet võrreldes ja tavaliselt peetakse selliste ettevõtete paberid kõige kallim. (Pinto, 2015)

Järgmine näitaja on hinna ja käive suhtarv (P/S – price to sales). Seda kasutatakse samas sektoris ja tööstusharus olevate ettevõtete võrdlemiseks. Erinevate sektorite keskmine väärtus võib olla väga erinev, kuid võrreldes P/E-ga ei saa see olla negatiivne, mis on selle peamine omadus. Selle näitaja eeliseks on ka see, et müügiga on väga raske manipuleerida võrdluses kasumiga, ning müügitulu on stabiilsem näitaja, müügitulu on lihtsam prognoosida. (Kumar, 2016)

P/S suhet saab kasutada tsükliliste ettevõtete või kasvuettevõtete puhul, millel ei ole alati positiivset kasumit, näiteks biotehnoloogia ettevõtted võivad aastaid kasumita eksisteerida, saades riigilt kõigkõimalikke toetusi, ja alles siis, kui nad kiidavad mõne ravimi masstootmisse, hakkavad nad kasumit teenima. Selle näitaja juures on ka negatiivseid jooni, näiteks ei kajasta see ettevõtte kulude struktuuri (Pinto, 2015).

Kõrge rentaablusega ettevõtted peavad teiste võrdsete näitajate juures kaupleva kõrgemate P/S näitajatega. Ettevõtte hinna ja käive suhe ning hinna ja bilantsiline väärtuse suhe on leitav järgmise valemiga (Damodaran, 2012):

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{käive aktsia kohta}} \quad (9)$$

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{aktsia raamatupidamislik väärtus}} \quad (10)$$

Suhtarv EV/EBITDA antakse turuhinnangu kasumiühiku kohta ja valem on järgmine (Fernandez, 2002):

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Ettevõtte väärtus}}{\text{Kasum enne intressi, tulumaksu ja amortisatsiooni}} \quad (11)$$

Viimasel 20 aastal kasutavad seda suhtarvu aktiivselt analüütikud mitmel põhjusel. Esiteks, palju vähem ettevõtteid negatiivse EBITDA, seega on võimalus analüüsida palju rohkem firmasid. Teiseks, erinevate amortisatsiooni arvestamise meetodite kasutamine, nagu lineaarne või kiirendatud, võib põhjustada erinevaid operatsiooni või puhaskasumi tulemusi, kuid need ei mõjuta EBITDA-d. Samuti on lihtne võrrelda selle suhtarvuga firmasid erineva võlatasemega. (Damodaran, 2012)

## 1.4. Taastuvenergia sektori analüüs

Käesolevas peatükis kirjeldab autor detailselt taastuvenergia tähtsust lähimas tulevikus kuna hinnatav ettevõtte tegutseb selles valdkonnas. Kütused, nagu kivisüsi, nafta ja gaas, panustavad kõige rohkem globaalsesse kliimamuutusse, suurendades süsihappegaasi heidet. Teaduslikud andmed näitavad, et kliimamuutuste halvimate mõjude vältimiseks tuleb heitkoguseid vähendada 2030. aastaks peaaegu poole võrra ja saavutada 2050. aastaks puhas null tase. Selleks tuleb võimalikult kiiresti arendada ja investeerida vahendeid alternatiivsetesse energiaallikatesse, mis on puhtad, odavad, jätkusuutlikud ja usaldusväärsed. Taastuvad energiaallikad korvatakse looduslikult ega saasta atmosfääri. (United Nations, 2023)

Vastavalt International Energy Agency andmetele moodustavad fossiilsed kütused suure osa energiaallikatest, kuid järk-järgult kasvab puhaste energiaallikate hulk ning 2022. aastal on 29% maailma toodetust elektrienergiast pärit taastuvatest allikatest. (IEA, 2022)

Vastavalt Rahvusvahelise Taastuvenergia Agentuuri (IRENA – International Renewable Energy Agency) umbes 80% maailma elanikkonnast elab riikides, mis on fossiilkütuste maaletoojad – see näitab, et umbes kuus miljardit inimest sõltub fossiilkütustest teistest riikidest ja on seetõttu haavatavad geopoliitiliste vapustuste ja kriiside ees. Seoses viimaste sündmustega maailmas, nimelt Venemaa sõja Ukrainaga, selle kütuse geopoliitiline tähtsus kasvas. 8. märtsil 2022 oli võimalik jälgida Brenti nafta hinda üle 130 USA dollari barreli eest. (United Nations, 2023)

Lähitulevikus tuleb ära kasutada kogu taastuvate energiaallikate potentsiaali. Aastaks 2050 võib 90% maailma elektrist pärinema taastuvatest allikatest. (IRENA, 2021)

Tänapäeval on taastuvenergia kasutamine tegelikult kõige odavam energiavarustuse võimalus enamikes maailma piirkondades. Taastuvenergia tehnoloogia hinnad on oluliselt madalamad kui olid kümme aastat tagasi. Perioodil 2010 – 2020 langes maailmas päikesepatareide elektrikulu 85%. Maa- ja meretuuleenergia hind vähenes vastavalt 56% ja 48%. Hinnalangus muudab taastuvenergia atraktiivsemaks kõigile, eriti madala ja keskmise sissetulekuga riikidele. Umbes 65% kogu maailma elektrivarustusest saab aastaks 2030 tagada taastuvatest energiaallikatest toodetud elektriga. (United Nations, 2023) ja (BloombergNEF, 2022)

Morgan Stanley nõustub ka sellega, et kasvav nõudlus ja märkimisväärne kulude vähenemine on muutnud puhta energia maastikku. Oma artiklis väidavad nad, et suurenenud nõudlus päikeseenergia toodete järele on soodustanud konkurentsi tööstuses, mille tulemuseks on madalamad kulud. Tegelikult on päikeseenergia tootmiskulud alates 2010. aastast langenud 83%.



Nad näevad kasvupotentsiaali puhta tehnoloogiaga ettevõtetes, mis on otseselt seotud taastuvenergia tehnoloogia või tootmisega, elektri- ja kommunaalettevõtetes, mis lähevad üle fossiilkütustest puhtamasse tootmisse, ning nafta- ja gaasiettevõtetes, mis investeerivad puhtamasse tootmisse. (Morgan Stanley, 2023)

Iga dollar investeeringuid taastuvenergiasse loob kolm korda rohkem töökohti kui investeeringud fossiilkütuste sektorisse. Lähitulevikus toob taastuvenergia kasutamisele üleminek kaasa 2030. aasta üldise 9 miljoni kohalise töökohtade arvu vähenemise energeetikasektoris. (United Nations, 2023)

Enne 2030. aastat tuleb taastuvenergia, sealhulgas tehnoloogia ja infrastruktuuri investeerida umbes neli trillioni USA dollarit aastas, et saavutada 2050. aastaks heite puhas nulltase. Kuid kõik need investeeringud tasuvad end ära, ainuüksi reostuse ja kliimamõjude vähendamine võib 2030. aastaks säästa maailma kuni 4,2 trl USA dollarit aastas. (Ibid.)

## 2. AS ENEFIT GREEN

### 2.1. AS Enefit Green tutvustus

AS-i Enefit Green tootmisloog on üle 19 aastat, taastuvenergiat hakkasid nad Eesti Energias tootma juba 2002. aastal, kui paigaldasid Virtsu esimese kaasaegse tuuleelektrigeneraatori. AS Enefit Green on üks juhtivatest ja mitmekülgsematest taastuvenergia tootjatest Läänemere piirkonnas ja Eesti riigile kuuluva Eesti Energia kontserni tütarettevõtte. AS Enefit Green asutati 2016. aastal, selleks, et koondada kõik Eesti Energia taastuvenergia tootmisüksused ühte ettevõttesse. Esmase avaliku pakkumise (IPO – initial public offering) tehti 21.10.2021 Nasdaq Tallina börsil. Ettevõtte enamusaktsionäriks on Eesti Vabariik osalusega 77% ja osalusega 23% investeerimisfondid, pensionifondid ja jäainvestorid. Ettevõtte missiooniks on „kogu meie energia inimese heaks!“ (AS Enefit Green, 2023)

Ettevõttel on väga mitmekesine tootmisportfell, mis koosneb viiest allikatest (AS Enefit Green, 2023):

- **Tuulest:** ettevõttele kuulub 22 tuuleparki Eestis ja Leedus, kokku töötab seal 165 tuulikut. Tuuleparkide koguvõimsus on 398 MW, nad toodavad aastas umbes 1 teravatt-tund elektrit.
- **Päikesest:** Eestis ja Poolas. Kokku on päikeseparkides üle 100 000 päikesepaneeli.
- **Biomassist:** oluline taastuv energiaressurss suure potentsiaaliga, nii arvab ettevõtte.
- **Segaolmejäätmetest:** Iru jäätmejaamas kasutatakse segaolmejäätmeid kütusena. Iru elektrijaam võtab vastu keskmiselt 80 prügiautot päevas ja kuni 260 000 tonni segaolmejäätmeid aastas.
- **Veest:** Keila-Joal asuv hüdroelektrijaam, mille aastane tootmiskaht on ligikaudu 2,5 gigavatt-tundi.

AS Enefit Green kasutab majandus tulemuste hindamiseks segmendipõhist raporteerimist. 2022. aasta aruandeperioodil oli kõige suurim tuuleenergia segment, mis moodustas 58% ärituludest, koostootmise segment moodustas 37% ärituludest. Kõige väiksem, aga kõige kiire kasvuga segment oli päikeseenergia, mis moodustas 2% äritulust. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2022)

AS-i Enefit Green strateegiline eesmärk on suurendada 2026. aastaks elektritootmisvõimsust üle 4 korda ehk 1900 megavatini nii et AS Enefit Green vajab 1.5 miljardi eurot suurust investeringut. Kõige olulisemaid kasvuvõimalusi näeb ettevõtte tuulest ja päikesest elektri tootmisel. Viimase kümne aasta jooksul on need osutunud kõige konkurentsivõimelisemaks taastuvenergia kasutamise tehnoloogiaks nii maailmas kui ka Läänemere piirkonnas. AS-i Enefit Green pikaajalise arengu portfelli eesmärk (pärast 2029. aastat) koosneb tulevasesst potentsiaalsest projekteerimisvõimsusest kuni 4900 megavattini. (Ibid.)

2022. aastal oli Põhja- ja Baltimaade turupiirkonna elektritoodangu maht 425,8 TWh ning tarbimismaht 404,4 TWh. Võrreldes 2021. aastaga vähenes Põhja- ja Baltimaade turupiirkonna elektritoodang 1% ning tarbimismaht 5,7% võrra. (Ibid.)

## **2.2. AS Enefit Green finantsnäitajad**

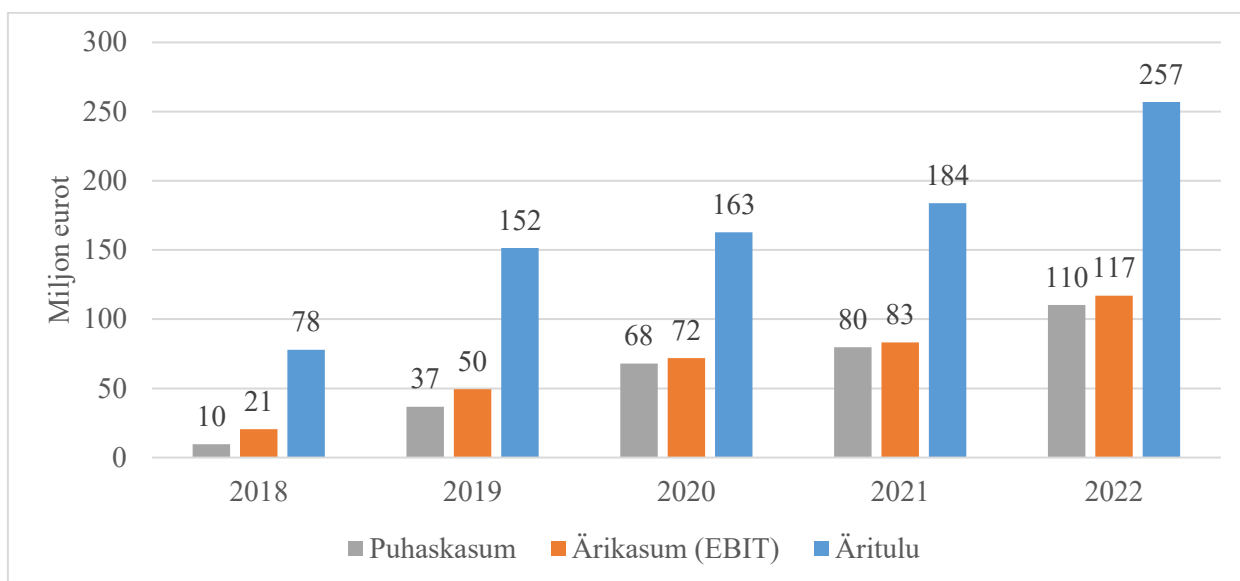
2022. aastal näitas AS Enefit Green kõigi aegade rekordilist müügitulu, mis oli suurem 52% võrreldes 2021. aastaga. 2022. aastal müügitulu mõjutas enim Nord Pool Estonia (NP Eesti) elektri kallinemine, mis kasvatas tulusid ligi 80,3 mln euro võrra. NP Eesti keskmine elektri hind tõusis 86,5 €/MWh kuni 192,0 €/MWh, kasv oli 122%. Pelletide müük, mis oli teine suurim müügitulude mõjur, kasvas aastaga 7,7 mln euro võrra, ning keskmine müügihind kasvas 55% võrra 203 €/tonnini. Võrreldes 2021. aastaga soojusenergia toodang vähenes -9% võrra, kuid hind tõusis 14%. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2022)

Ettevõtte näeb vajadust edasi areneda ja värbab personali just arendusosakonda, töötajate arv on kasvanud 165-lt 178-le selles osakonnas, tööjõukulud on kasvanud 2,4 mln eurot rohkem võrreldes 2021. aastaga, mis on moodustas 36% kasvu. (Ibid.)

2022.a aastal toodeti 19 tuhat tonni pelletteid rohkem ja müüdi 22 tuhat tonni vähem võrreldes 2021. aastaga. Valmistoodangu varude jääkide muutus oli 2022. aastal positiivse mõjuga kasumile, aga 2021. aastal oli negatiivse mõjuga. Põhivara kulum jäi samaks ja moodustas 37,8 mln eurot. Muutuvkulud suurenesid bilansienergia päevasiseste ostukulude suurenemise PPA (Power Purchase Agreement) portfelli tasakaalustamiseks tehtavate elektrienergia ostude tõttu ja püsikulud suurenesid 5,1 mln euro võrra mis moodustas 17%. (Ibid.)

Joonisel 1 on selgelt näha äritulu ja 2019. aasta ärikasumi eksponentsiaalne kasvu vastavalt 94% ja 140%, edaspidi 2020. aastal kasv aeglustus ning oli 7% äritulu kohta ja 45% ärikasumi kohta.

Viimasel analüüsitud 2022. aastal oli äritulu kasv 40% ja ärikasum 41%, mis on väga hea näitaja. (Ibid.)



Joonis 1. AS Enefit Green äritulu ja ärikasum aastatel 2018–2022.

Allikas: AS Enefit majandusaasta aruanded vahemikus 2018–2022, autori arvutused

Ettevõtte puhaskasum (vt Joonis 1) kasvab juba 5 aastat, viimase aasta jooksul on see olnud rekordilised 110 mln eurot, mis on 38% rohkem kui 2021. aastal. Kasvule aitasid kaasa elektri kõrged turuhinnad aasta teisel poolel. Ettevõtte otsustas aktsionäre premeerida 50% puhaskasumist dividendide maksmiseks 0,151 eurot aktsia kohta. Dividenditootlus dividendi maksmise päeval oli 3,9%.

Kasumlikkuse suhtarvud mõeldavad, kui tõhusalt suudab ettevõtte oma varasid kasutada ja kulusid kontrollida, et tagada oodatav kasumlikkus. Autor võttis ettevõtte töö tasuvuse analüüsi kajastuses aluseks järgmised näitajad: käibe ärirentaablus (operating margin), käibe puhasrentaablus (profit margin), varade puhasrentaablus (ROA – return on assets), omakapitali puhasrentaablus (ROE – return on equity), investeeritud kapitali rentaablus (ROIC – return on invested capital).

Tabel 2. AS Enefit Green rentaablusnäitajad aastatel 2018– 2021

Näitaja	2018	2019	2020	2021	2022	Aasta keskmine	Sektori keskmine
Käibe äirentaablus	34,3%	41,3%	63,1%	54,5%	50,2%	48,7%	22,4%
Käibe puhasrentaablus	16,1%	30,7%	59,5%	52,1%	47,2%	41,1%	21,8%
ROA	1,3%	5,0%	9,2%	9,7%	10,4%	7,1%	4,9%
ROE	23,9%	8,0%	13,3%	12,6%	15,3%	14,6%	16,1%
ROIC	2,7%	6,7%	10,0%	10,8%	11,2%	8,3%	6,0%

Allikas: autori arvutused AS Enefit Green 2018–2022 majandusaasta aruannete põhjal, Damodarani andmebaas

Käibe äirentaablus on hea ettevõtte efektiivsuse mõõdik, mis näitab kui palju tulu genereeritakse tehingutest iga euro müügi kohta pärast otseste kulude arvestamist. Nagu tabelist (2) näha, oli kõrgeim näitaja 2020. aastal 63,1% ja madalaim 2018. aastal 34,1%. Viie aasta keskmine on 48,7%. Autor võrdles 13 taastuenergia sektori ettevõtte äirentaabluse näitajat ja 2022. aastal see oli võrdne 22,43%, aga AS-i Enefit Green see näitaja 2022. aastal oli 50,18%, mis näitab, et ettevõtte töötab tõhusalt.

Järgmine näitaja on käibe puhasrentaablus, mis erineb käibe äirentaablusest selle poolest, et aluseks on võetud puhaskasum, mitte operatsioonikasum. Kõige kõrgeim näitaja oli 2020. aastal 59,5% ja kõige madalaim 2018. aastal 16,1%. Nelja aasta keskmine on 41,1%. Mida madalam on käibe puhasrentaablus, seda vähem on ettevõttel võimalusi rasketes olukordades, nagu näiteks nõudluse vähendamine või intressimäära tõstmine, kasumlikuks ettevõtteks jääda. Kõrge käibe puhasrentaablus iseloomustab AS-i Enefit Green kõrge netomarginaali näitaja, mis tähendab, et ettevõtte peab hakkama saama paljude võimalike finantsraskustega. Damodorani toodud andmete kohaselt on puhas- ja taastuenergia sektori keskmine netomarginaal 17,77%, regionaalsetel pankadel on see näitaja kõrgem, keskmine 30,35% (Damodaran, 2023). Autori tehtud võrdluste analüüsi kohaselt on 13 ettevõtte keskmine näitaja 2022. aastal oli 21,74%, aga AS-i Enefit Green see näitaja 2022. aastal oli 47,24%

ROA on oluline indikaator, mida analüütikud ja investorid kasutavad erinevate ettevõtte võrdlemiseks investeerimisotsuste tegemisel. ROA näitab, kui tõhusalt kasutab ettevõtte oma varasid kasumi teenimiseks. Selle näitaja väärtusi on mõistlik võrrelda ühe sektori ja tööstuse ettevõtetes, sest erinevate tööstusharude näitajad võivad olla väga erinevad. Tabelist (2) on näha, et ROA näitaja kasvab aasta-aastalt, mis näitab, et ettevõtte näitab arengut ja on noor ettevõtte.

2018. aastal oli ROA 1,3% ja 2022. aastal oli see 10,4%. Sektori keskmine 2022. aastal oli 4,89%, uuritava ettevõtte ROA näitaja oli 10,36%.

ROE finantsnäitaja abil on võimalik mõista, kui efektiivselt on kasutatud ärisse paigutatud kapitali ehk kui efektiivselt kasutab ettevõtte oma varasid kasumi teenimiseks. Tabelist (2) on näha, et 2019. aastal vähenes ROE oluliselt 23,9%-lt 8,0%-le. See oli seotud sellega, et emaettevõtte Eesti Energia AS tegi omakapitali tugevdataks, mis kajastus sissemaksena teistesse reservidesse, 29. märtsil 2019 aasta rahalise sissemaksena AS-i Enefit Green kapitali 400 miljoni euro ulatuses. Keskmine ROE on piisavalt kõrge ja võrdub 14,6%-ga. Sektori keskmine 2022. aastal oli 16,1%, uuritava ettevõtte oli väiksem, ROE näitaja oli 15,3%. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2018-2022)

ROIC finantskordaja, mis annab hinnangu firma võimele teenida tulu oma kapitalile. Aastast aastasse ROIC firma kasvab, ja on piisavalt kõrge keskmine näitaja 8,3%, mis näitab, et ettevõtte areneb tõhusalt. Damodarani andmebaasi kohaselt oli sektori keskmine ROIC näitaja 5. jaanuaril 2023 6,0%, kuid Enefit Green AS oli 2022. aastal 11,2%, mis näitab, et ta haldab oma vahendeid tõhusalt võrreldes sektoriga. (Damodaran, 2023)

Tabel 3. AS Enefit Green finantsnäitajad aastatel 2018 – 2021

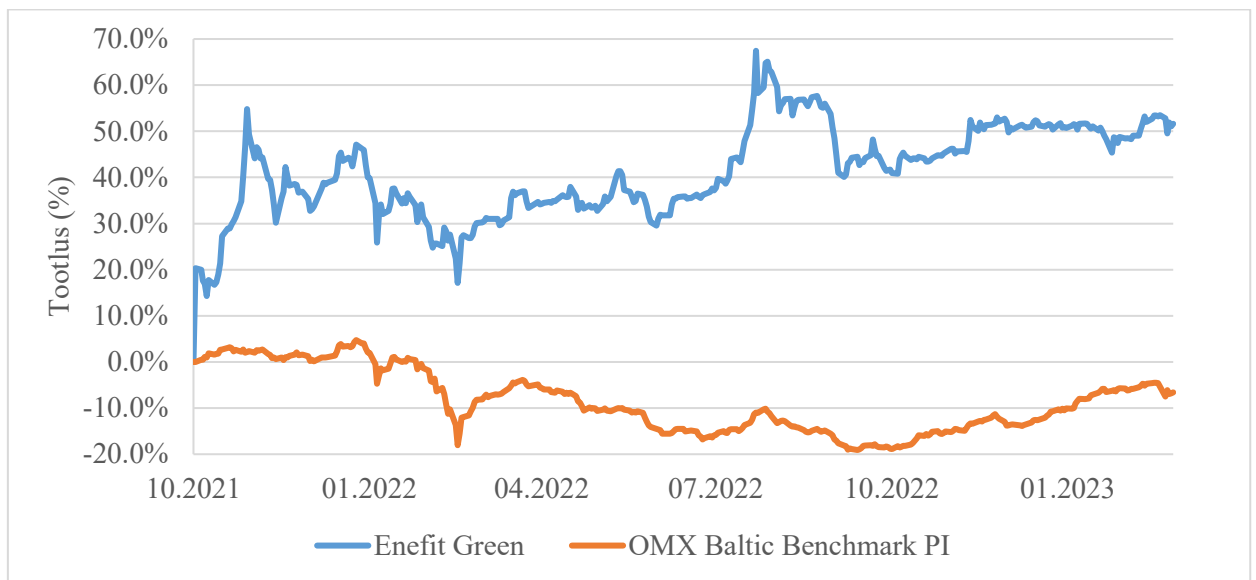
	2018	2019	2020	2021	2022
Likviidsuskordaja ( <i>quick ratio</i> )	0,08	0,52	1,31	2,34	3,51
Kohustiste ja omakapitali suhe (D/E)	1783%	58%	45%	29%	48%
Koguvarade käibekordaja	0,08	0,16	0,15	0,19	0,22

Mida kõrgem on likviidsuskordaja, seda parem on ettevõtte finantsolukord. Heaks näitajaks loetakse väärtust 1,0 ja üle selle. AS-i Enefit Green likviidsuskordaja alates 2020. aastast oli üle 1, see tähendab, et ettevõtte võis igal hetkel oma lühiajalised kohustused tagasi maksta.

Kohustiste ja omakapitali suhtarv peegeldab finantsriski taset. Suhtarvu optimaalne väärtus on vahemikus 50% - 80%. Madalaim kohustiste ja omakapitali suhtarv oli 2021. aastal 29%.

Koguvarade käibekordaja on finantsnäitaja, mis näitab intensiivsust kasutada organisatsiooni kogu olemasolevate varade. Mida kõrgem on koguvarade käibekordaja, seda efektiivsemalt ettevõtte kasutab oma varasid. Aasta-aastalt näitaja kasvab, mis näitab, et ettevõtte kasutab oma varasid tõhusamalt. (Rahandus, 2023)

2021. aasta oktoobris korraldas AS Enefit Green aktsiate esmase avaliku pakkumise (IPO – initial public offering), et koguda vahendeid ettevõtte kasvustrateegia elluviimiseks. AS-i Enefit Green IPO oli Baltikumi üks suuremaid, aktsiaid omandas üle 60 000 investori ning avaliku pakkumise hind oli 2,9 eurot aktsia kohta. Pärast avalikku pakkumist oli AS-i Enefit Green emiteeritud aktsiate arv 264 276 232 aktsiat. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2022)



Joonis 2. AS Enefit Green aktsia ja Nasdaq OMX Baltic PI turuhinna muutus perioodil 22.10.2021 – 17.03.2023 (eur)  
Allikas: (Nasdaq OMX Baltic, 2023)

AS-i Enefit Green aktsiate hind tõusis 2,9 eurolt (avaliku pakkumise hind) 4,398 euroni (17.03.2023), mis võrdub 51,7% tootlusega selle aja jooksul, mis on omakorda võrdne 37,0% aastatootlusega (dividende arvestamata). Kui aga arvestada ühte dividendimakset, oli selle aja aktsia kogutootlus 40,6%. Nagu joonisest (2) on näha, indeks OMX Baltic Benchmark PI, mis koosneb suurimatest ja enim kaubeldud aktsiatest Nasdaq Balti väärtpapieriturul, näitas AS-i Enefit Green IPO-st halvemat dünaamikat. Selle aja tootlus oli -6,6%, mis on 58,2% madalam AS-i Enefit Green tootlusest. (Nasdaq Baltic, 2023)

## **3. AS ENEFIT GREEN VÄÄRTUSE HINDAMINE**

### **3.1. AS Enefit Green väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil**

#### **3.1.1. Vabade rahavoogude prognoos**

Ettevõtte õiglase väärtuse leidmisel pöörab autor suuremat tähelepanu 2018. - 2022. aasta konsolideeritud majandusaasta aruannetele (nimelt nende aastate majandustulemused), Euroala SKP prognoosile. OECD prognooside kohaselt oli Eesti SKP kasv 2022. aastal 0,8%, 2023. aastal 0,5% ja 2024. aastal 3,2% (OECD, 2023). Autor kasutab neid andmeid terminaalkäätuse (TV - terminal value) leidmiseks ettevõtte õiglase väärtuse leidmisel. Prognoosiperioodiks valis autor kaheksa aastat, misjärel leiab terminaalkäätuse. Kõik rahavood ja terminaalkäätus diskonteeritakse tänapäevale ettevõtte kaalutud keskmise kapitali hinnaga (WACC - weighted average cost of capital).

Äritulu 2019. aastal peaaegu kahekordistus, kasvas 94,3% võrra ja oli 151,52 mln eurot, edasi kasvas 2020. aastal kõrge baasi taustal 7,4% ja oli 162,68 mln eurot, 2021. aastal kasvas 13% ja oli 183,7 mln eurot ning kasvas 2022. aastal 40% ja oli 257 mln eurot. Äritulu prognoosi koostamisel analüüsis autor andmeid majandusaasta aruandest, täpsemalt fikseeritud elektrienergia 2023-2026. aastatel. Suurem osa äritulust on kindlustatud vahelepingutega (CFD - contracts for difference) ja toetus-meetmetega (FiP - feed in premium) ning kasutab elektri hinnariski maandamiseks pikaajalisi fikseeritud hinnaga elektrilepinguid (PPA - power purchase agreement). (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2022)

AS Enefit Green väitis oma 2022. majandusaasta aruandes, et tema prognoos on 2026. aasta lõpuks tootmismahu suurendamine 1651 GWh kuni 4657 GWh. Toodangumahu kohta 2027-2030. aastal andmeid ei ole. Võttes arvesse, et 2022 - 2026. aastal suureneb tootmismahut rohkem kui 30% aastas, valis autor 2027-2030. aasta müügitulude prognooside esitamiseks konservatiivse stsenaariumi 10% suurendamise aastal 2027, 7,5% suurendamise aastal 2028, 5% suurendamise aastal 2029 ja 2,5% suurendamise aastal 2030, ning edasi ettevõtte kasvab keskmise kasvumääraga 2,1% aastas.

AS Enefit Green on seadnud arendusprojekti lõpliku investeerimisotsuse tegemise hetkeks elektrienergia müügihinna toodangu kogusele, mis vastab minimaalselt 60%-le vastava



arendusprojekti esimese viie aasta prognoositavast toodangust. AS Enefit Green sõlmis 2022. aastal uued pikaajalised fikseeritud hinnaga lepingud 4 949 GWh ja keskmise hinnaga 108,5 EUR/MWh. (Ibid.)

Novembris 2022. aastal SKM Market Predictor, kes on energiaturgude energiaanalüüside ja vastavate teenuste professionaalne pakkuja, tegi suur analüüs AS Enefit Green-i tellimuse kaudu, kus avaldas oma prognoosi elektriinna kohta järgmiseks 20 aastaks. Prognoosi kohaselt langeb elektri hind aastal 2025a – 2027a 135 EUR/MWh kuni 110 EUR/MWh ja perioodil 2027a - 2030a 110 EUR/MWh – 90 EUR/MWh. AS Enefit Green sõlmib elektrienergia preemiaga prognoosi hinnale. Võttes arvesse nende kahe allika andmeid, koostas autor oma prognoosi elektriinna kohta. 2023. aasta elektriinna prognoosi koostamiseks kasutas autor 2022. aasta kaalutud keskmist hinda ühe MWh kohta. Aastal 2022 oli see 149 €/MWh. 2024. aasta prognoosiks kasutas autor elektriinna 125 €/MWh. 2025-2026. aasta prognoosiks kasutas autor elektriinna 100 €/MWh, kuna ta eeldab, et uued elektrienergia lepingud ettevõtte sõlmib keskmise hinnaga vähemalt 100 EUR/MWh. (SKM Market Predictor, 2022)

Ettevõtte müügitulu sõltub väga palju elektri hinnast. Aastate 2023–2026 müügitulu prognoosimiseks kasutati prognoositava tootmismahu andmeid 2022 majandusaasta aruandest. Taastuvenergia toetusmeetmed hakkavad alates 2023. aastast vähenema, selle segmendi tulu koosneb erinevatest taastuvenergia toetustest (FiP - Feed in premium). Taastuvenergia toetuse tulude 2023 - 2026. aasta prognoosimiseks autor kasutas informatsiooni mis oli mainitud majandusaasta aruandes. 2027 – 2030. aasta taastuvenergia toetuse segmendi prognoosimiseks autor valis kahekordse kahaneva meetodi. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2022)

Ettevõtte tööjõukulud on kasvanud 2,4 mln eurot rohkem võrreldes 2021. aastaga, mis moodustas 36% kasvu. Suurenemine tulenes peamiselt koosseisuliste töötajate arvu suurenemisest 165-lt 178-le aasta lõpuks ja olemasolevate töötajate palgatõusust. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2022) Ajavahemikus 2018. aastast 2022. aastani kasvasid tööjõukulud keskmiselt 20% aastas. Autor rääkis finantssuhete juhiga (Sven Kuning) ja ta näeb tulevikus tööjõukulude 10% kasvu, seda infot autor kasutas oma tööjõukasvu prognoosis. (Sven Kuning, 2023)

Kaubad, toorained, materjalid ja teenused on tihedalt seotud ärituluga. Oma kulu prognoosi koostamiseks kasutas autor 2018 – 2022. aasta keskmist kulu ja äritulu suhtarvu.

Autor võttis 2018 – 2022. aasta amortisatsiooni ja käibekapitali keskmiste väärtuste osakaalud äritulust ning kasutas neid 2023 – 2030. aasta prognoosi koostamisel.

Ettevõtte kavatseb 2026. aasta lõpuks kaasata 1,5 miljardit investeringut ja kui 2022. aastal kapitalikulud olid 189,6 miljonit eurot, siis 2026. aastaks kavatseb ettevõtte kulutada ülejäänud summa ehk 1310,4 miljonit eurot.

AS Enefit Green soovib suurendada oma tootmisvõimsust 2026. aastaks neli korda kuni 1900MW-ni. Kui 2022. aasta lõpus oli tootmisvõimsus 457 MW, jääb intalleerimiseks 1443 MW 2026. aastaks. Autor arvutas 1 MW installeeritava tootmisvõimsuse ja on võrdne 0,91 miljoni euroga ning korrutas selle potentsiaalse tulevase installeeritava tootmisvõimsusega. Kuna puudub täpsem teave selle kohta, kui palju ja millal ettevõtte kavatseb kulutada, 2023 – 2026. perioodi kohta otsustas autor kasutada kapitalikulud võrdsetes osades.

Kuna ettevõtte saavutab oma eesmärgid ja läbib aktiivse kasvuetapi, kus oli vaja suuri investeringuid, siis kasv aeglustub, nii et kapitalikulud peaksid aja jooksul vähenema. Autor eeldab, et 2027. aastast 2030. aastani hakkavad kapitalikulud vähenema ja kasutab oma mudelis iga-aastast 15% langust. (Konsolideeritud aastaaruanne 2022)

Tabelis (4) on esitatud andmed, mis on vajalikud järgmise 2023 – 2030 aasta vaba rahavoo arvutamiseks.

Tabel 4. AS Enefit Green vabade rahavoogude sisendid prognoosiks ning nende osakaal

	Osakaal
Amortisatsiooni osakaal müügitulust	16,2%
Käibekapitali osakaal müügitulust	11,7%
Tööjõukulude kasv	10,0%

Allikas: autori arvutused AS Enefit Green 2018–2022 majandusaasta aruannete põhjal

Tabel 5. AS Enefit Green rahavoogude prognoos vahemikus 2023 – 2030 (mln eurodes)

Näitaja	Aasta							
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Müügitulu	247,65	282,38	324,60	465,70	512,27	550,69	578,22	592,68
Tegevuskulud	-144,38	-163,06	-181,59	-251,58	-275,63	-296,14	-311,51	-320,50
<b>Ärikasum (EBIT)</b>	<b>128,27</b>	<b>144,47</b>	<b>156,57</b>	<b>219,44</b>	<b>239,30</b>	<b>255,88</b>	<b>267,38</b>	<b>272,51</b>
Kulum	40,10	45,73	52,57	75,41	82,96	89,18	93,64	95,98
CAPEX	-327,60	-327,60	-327,60	-327,60	-278,46	-236,69	-201,19	-171,01
NWC	31,80	35,87	39,45	54,94	60,06	64,39	67,53	69,17
Tulumaks	-4,23	-4,82	-5,54	-7,95	-8,75	-9,40	-9,87	-10,12
<b>FCFF</b>	<b>-131,65</b>	<b>-106,36</b>	<b>-84,56</b>	<b>14,24</b>	<b>95,11</b>	<b>163,35</b>	<b>217,48</b>	<b>256,53</b>

Allikas: autori arvutused AS Enefit Green 2018–2022 majandusaasta aruannete põhjal

### 3.1.2. Kaalutud keskmine hind, terminaalväärtus ja sensitiivsusanalüüs

Kaalutud keskmise hinna leidmiseks on vaja teha järgmised sammud:

- leida võimendusega beeta;
- arvutada omakapitali hinda;
- arvutada võõrkapitali hinda.

Võimendusega beeta leidmiseks on vaja teada võimenduseta beeta näitajat. Autor kasutas Damodarani andmebaasi. Taastuvenergia (Green & Renewable Energy) valdkonnas võimenduseta beeta on 0,84. Kasutades AS-i Enefit Green kapitali struktuuri, leiti võimendusega beeta 1,16.

Järgmiseks sammuks oli leida ettevõtte omakapitali hinda. Riskivaba tulumäära baasmääraks on kasutatud Saksamaa valitsuse 10-aastase võlakirju mis oli 2,3% seisuga 30. märts 2023. Eesti riigiriski ja tururiski preemiat leidmiseks, autor kasutas Damodaran andmebaasi andmetel 2023. aasta jaanuari seisuga. Eesti riigiriski preemia on võrdne 1,2% ja tururiski preemia on vastavalt 7,2%. Mikroettevõtte riskipreemia leidmiseks autor viitab (Duff and Phelps, 2017) raamatule Valuation Handbook 2017, kus on kirjutatud, et riskipreemia on võrdne 1,6% vastavalt turukapitalisatsioonile 845 – 1400 mln USD. (Damodaran, 2023)

$$ER_e = 2,317\% + 1,22\% + (1,16 \times 7,16\%) + 1,6\% = 13,47\% \quad (11)$$

Järgmine samm oli leida ettevõtte võõrkapitali hinda. Kuna ettevõttele ei ole antud krediidireitingut, mille alusel oleks võimalik leida konkreetse ettevõtte krediidireitingut, lähtus autor Damodarani andmebaasist, kus on väljatoodud Eesti krediidireiting (Default spread), mis on võrdne 0,86%. (Ibid.)

$$ER_d = (2,317\% + 1,22\% + 0,86\%) \times (1 - 20\%) = 3,52\% \quad (12)$$

Selleks, et leida kapitali keskmine hind, arvutas autor välja võõrkapitali ja omakapitali osakaalusid kasutades 2022. aasta majandusaastaaruannet ning korrutas neid vastava omakapitali ja võõrkapitali hinnaga.

$$WACC = 3,52\% \times 67,54\% + 13,47\% \times 32,46\% = 10,24\% \quad (13)$$

Tabel 6. AS Enefit Green kaalutud keskmine kapitali hind

Riskivaba tulumäär (Saksamaa võlakiri)	2,32%
Eesti riigiriski preemia	1,22%
Tururiski preemia	7,16%
Võimendusega beeta	1,16
Omakapitali hind	13,47%
Võõrkapitali hind	3,52%
OK osakaal	32,46%
VK osakaal	67,54%
<b>Keskmine kapitali hind (WACC)</b>	<b>10,24%</b>

Allikas: Autori arvutused

Terminaalväärtuse arvutamiseks autor kasutas 2027. aasta rahavoogu, kaalutud kapitali hinda ning Euroala jätkukasvu määra. Jätkukasvu määraks autor valis 2.1% mis vastab Euroala 1971-2021. aasta keskmise näitajaga (Macrotrends, 2023). Tabelis (7) on esitatud prognoositud vaba rahavood 2023 – 2030. aasta kohta, terminaalväärtus.

Tabel 7. AS Enefit Green diskonteeritud, diskonteerimata rahavood, terminaalväärtus (mln eurodes)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminaalväärtus
Diskonteerimata rahavood	-131,6	-106,7	-84,6	14,2	95,1	163,4	217,5	256,5	3218,4
Diskonteeritud rahavood	-119,4	-87,5	-63,1	9,6	58,4	91,0	109,9	117,6	1475,7

Allikas: autori arvutused AS Enefit Green 2018–2022 majandusaasta aruannete põhjal

Ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks autor kasutas kõik diskonteeritud rahavood, terminaalväärtus, võla ja raha 31.12.2022 seisuga. Tugunedes diskonteeritud rahavoogude meetodit, AS-i Enefit Green omakapitali väärtus on 1412,18 mln eurot. AS-il Enefit Green 31.12.2022 seisuga on 264 276 232 aktsiat, õiglase aktsia väärtus, autori prognoosi kohaselt, on 5,46 eurot. Võrreldes turuhinnaga 13.03.2023 seisuga AS-i Enefit Green aktsia on allahinnatud 20,7% võrra.

Autor viil läbi stsenaariumi analüüsi, mille järgi saab näha, kui palju muutub aktsia hind sõltuvalt elektri hinnast. Tabelis (8) on esitatud võimalikud elektri hinnad aastatel 2023-2030 ja aktsia õiglase väärtus. Nagu näha, sõltub aktsia hind väga palju elektri hindadest, mistõttu tasub enne investeringut hinnata kõiki võimalikke riske, mis selle investeringuga kaasnevad.

Tabel 8. AS Enefit Green aktsia hinna stsenaariumianalüüs

	Negatiivne stsenaarium	Baas stsenaarium	Positiivne stsenaarium
2023. aasta hind (EUR/MWh)	110,00	150,00	200,00
2024. aasta hind (EUR/MWh)	105,00	125,00	175,00
2025. aasta hind (EUR/MWh)	100,00	100,00	150,00
2026-2030. aasta hind (EUR/MWh)	90,00	100,00	125,00
Aktsia väärtus (EUR)	3,79	5,46	9,79

Autor viis läbi sensitiivse analüüsi, mille põhjal saab hinnata investeringuga seotud riske ja tabelis (9) on näha, kui palju muutub aktsia õiglase väärtus, kui muutub kasvumäär või kaalutud kapitali keskmine hind baas stsenaariumi korral. Olukorras, kus kasvumäär muutub suuremaks ja WACC langeb, siis õiglase aktsia hind võiks olla kaks korda suurem.

Tabel 9. AS Enefit Green aktsia hinna sensitiivsusanalüüs

	Kasvumäär					
		1,10%	1,60%	2,10%	2,60%	3,10%
WACC	12,24%	3,24	3,43	3,63	3,85	4,09
	11,24%	3,94	4,17	4,44	4,73	5,05
	10,24%	4,80	5,11	5,46	5,86	6,31
	9,24%	5,90	6,32	6,80	7,35	7,99
	8,24%	7,33	7,92	8,60	9,41	10,37

Allikas: Autori arvutused

### 3.2. AS Enefit Green väärtuse hindamine võrdlussuhtarvude meetodil

Võrdlussuhtarvude analüüsiks tuleb esimese asjana leida ettevõtted, mis tegutsevad Euroopas ja on ka energiasektoris ning on kuidagi seotud taastuvenergiaga. Autor kasutas Financial Times-i portaali ja valis 13 börsil noteeritud ettevõtet, millel on kasum ja millised sarnanevad kõige rohkem AS-ga Enefit Green. Analüüsitavad ettevõtted asuvad Saksamaal, Prantsusmaal, Hispaanias, Norras jne. (Financial Times, 2023)

Hindamiseks valis autor järgmised näitajad: P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA. Kõik need firmade näitajad on võetud Market Screener-i portalist. Kokku valiti võrdluseks 13 ettevõtet, millest 6 on kapitaliseerituselt oluliselt suuremad, 4 kapitaliseerituselt lähedased ja 3 on vähem kui uuritav ettevõtte. Et võrdlus oleks võimalikult täpne, võttis autor andmed, mis vastasid nende ettevõtete 2022. aasta majandusaasta aruannetele, kuna AS-il Enefit Green on 2022. aasta viimane majandusaasta aruanne. Õiglase väärtuse arvutamiseks autor võtis Nasdaq Baltic lehelt aktsia

sulgemishinda seisuga 13.03.2023. Kõik võrreldavate suhtarvud on välja toodud tabelis (10). (Market Screener, 2023)

Tabel 10. Võrreldavate ettevõtete suhtarvud

<b>Ettevõtte</b>	<b>P/E</b>	<b>P/B</b>	<b>P/S</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Iberdrola SA	16,80	1,69	1,27	8,52
Enel SpA	11,40	1,90	0,36	2,60
Orsted A/S	18,20	2,59	2,01	8,27
SSE PLC	6,10	2,04	2,15	12,00
Endesa SA	7,35	3,85	0,57	3,35
Corporación Acciona Energías Renovables	15,70	2,11	2,73	7,08
Encavis AG	30,00	2,55	5,37	11,10
Solaria Energia Y Medio Ambi	23,80	6,10	12,80	14,50
Voltaia SA	44,65	1,81	4,76	23,00
Ignitis Grupe	4,71	0,65	0,31	5,04
Cloudberry Clean Energy ASA	27,00	0,89	16,60	23,80
Arise AB	2,70	1,62	1,92	2,63
Elmera Group ASA	24,20	2,20	0,07	2,42
<b>Keskmine</b>	<b>17,89</b>	<b>2,31</b>	<b>3,92</b>	<b>9,56</b>
<b>Mediaan</b>	<b>16,80</b>	<b>2,04</b>	<b>2,01</b>	<b>8,27</b>
<b>Enefit Green AS</b>	<b>10,40</b>	<b>1,59</b>	<b>4,91</b>	<b>8,36</b>

Allikas: (Market Screener, 2023), autori arvutused

Kui võrrelda P/E suhtarvu, siis võib öelda, et AS Enefit Green on 38% alahinnatud, kuid kui vaadata P/S suhtarvu, siis on ettevõtte ülehinnatud 144%. Selleks, et siluda tulemuste hajumist ja leida täpsem ettevõtte õiglane hinnang, kasutas autor kaalutud kriteeriumi summa meetodit (WSM – weighted sum model), panustas autor igasse võrreldavasse suhtarvu 25%. Kõik saadud tulemused on esitatud tabelis (11). Saadud tulemuste põhjal võib järeldada, et aktsia on 6,8% alahinnatud.

Tabel 11. Õiglane väärtuse leidmine

	<b>P/E</b>	<b>P/B</b>	<b>P/S</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Kaalud	25%	25%	25%	25%
Väärtus	7,01	5,55	1,77	4,29
Panus väärtusele	1,75	1,39	0,44	1,07
<b>Õiglane väärtus</b>				<b>4,65</b>

Allikas: (Market Screener, 2023), autori arvutused

### 3.3 Hinnang saadud tulemustele

Selle bakalaureusetöö raames hinnati AS-i Enefit Green kahel meetodil: diskonteeritud rahavoogude meetod ja võrreldavate suhtarvude meetod. Analüüsi kirjutamise käigus uuriti ettevõtte 2018 – 2022. aasta majandusaastaaruannet.

Rahavoogude prognoosimiseks kasutas autor 2022. aasta finantsaruannetest saadud teavet AS Enefit Green tulevase tootmisvõimsuse, nende tehtud investeeringute ja tulevikuinvesteeringute kohta. Keskmise kapitali hinna leidmiseks kasutas autor Damodarani andmebaasi, euroala SKP tulevikuprognose ja riskivaba tulumäärana Saksamaa võlakirja tulumäära. Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades autor sai tulemust AS Enefit Green õiglase väärtuse aktsia kohta, mis on võrdne 5,46 eurot. Aktsia hind analüüsi kirjutamise ajal (13.03.2023 seisuga) oli 4,34 eurot, võib järeldada et aktsia oli allahinnatud 20,7% võrra.

Võrdlusnäitajate analüüsimiseks võttis autor arvesse järgmisi näitajaid: P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA. Võrdluseks valis autor 13 börsi ettevõtet, millest 6 on kapitaliseeritust märkimisväärselt suuremad, 4 kapitaliseeritust lähedasemad ja 3 vähem kui uuritud ettevõtte. Selleks, et võrdlus oleks võimalikult täpne, kasutas autor kaalutud kriteeriumi summa meetodit, panustades igasse võrreldavasse suhtarvu 25%. Autor sai analüüsi tulemust AS Enefit Green õiglase väärtuse aktsia kohta, mis on võrdne 4,65 eurot. Saadud tulemuste põhjal võib järeldada, et AS-i Enefit Green aktsiad kauplevad oma õiglase värvuse hinnast 6,8% madalamal ehk allahinnatud hinnaga.

Võttes arvesse nende kahe meetodi tulemusi, otsustas autor leida nende kahe meetodi kaalutud keskmise õiglase väärtuse. Autor andis diskonteeritud rahavoogude meetodile 60% panuse, sest ta võtab arvesse rohkem infot ja autor hindab seda meetodit palju kõrgemal tasemel. Ülejäänud 40% panustas autor võrreldavate suhtarvude meetodisse. Õiglase väärtuse on saanud AS Enefit Green aktsia hind 5,14 eurot. Võib järeldada, et turu hind on allahinnatud. Pikaajalistel investoritel, kes näevad taastuvenergia tulevikku, soovitaks autor antud investeeringul silma peal hoida, sest AS Enefit Green on noor ettevõtte börsil suurepärase kasvunäitajatega.

Tulevasi rahavooge on keeruline prognoosida ja mida pikem on planeerimishorisont, seda enam võivad hindamise lõpptulemused erineda. Tulevikuprognosisid sõltuvad suuremal määral elektri hinnast, ettevõtte laienemise investeeringute suurusel, kasvumäärast. Selleks on autor teinud

stsenaariumi- ja sensitiivsusanalüüsi, mille põhjal saab määrata aktsia hinna sõltuvalt kasvumäärast, kapitali kaalutud keskmise hinnast ja elektri hinnast.



## KOKKUVÕTE

See bakalaureusee töö oli jagatud kolmeks osaks. Esimeses osas kirjeldati ettevõtte hindamismeetoditega seotud teooriat, kus rohkem tähelepanu pööratakse Aswath Damodarani, Eugene Fama ja Pablo Fernandezi raamatutele ning viidi läbi taastuvenergia sektori analüüsi, teises osas kirjeldati ettevõtet ja selle finantsnäitajaid, kolmandas osas leidis autor ettevõtte õiglase väärtuse kahe erineva meetodiga, võrdles neid meetodeid ja tegi oma järelduse.

Bakalaureusetöö eesmärgiks oli leida Nasdaq Baltic börsi noteeritud AS-i Enefit Green õiglast väärtust, kasutades diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit. Eesmärkide saavutamiseks oli püstitatud kolm uurimisküsimused:

- Milline on ettevõtte õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel?
- Milline on ettevõtte õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodi alusel?
- Kui palju erinevatel meetoditel saadud tulemused erinevad turuhinnast?

Kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit, autor sai analüüsi tulemuseks õiget aktsia väärtust, mis võrdub 5,46 eurot. Võib järeldada, et aktsia oli allahinnatud 20,7% võrra analüüsi kirjutamise ajal 13.03.2023 seisuga. Aktsia hind sõltub väga palju kasvumäärast ja kaalutud kapitali hinnast, selle sõltuvuse näitlikustamiseks tegi autor sensitiivsusanalüüsi.

Võrdlusnäitajate analüüsimiseks võttis autor arvesse järgmisi näitajaid: P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA. Kokku autor valis võrdluseks 13 ettevõtet, millest 6 on kapitaliseerituselt oluliselt suuremad, 4 kapitaliseerituselt lähedased ja 3 on vähem kui uuritav ettevõtte AS Enefit Green. Analüüsi tulemuseks sai õiget aktsia väärtust, mis võrdub 4,65 eurot. Võib järeldada, et aktsia oli allahinnatud 6,8% võrra analüüsi kirjutamise ajal 13.03.2023 seisuga.

Võttes arvesse nende kahe meetodi tulemusi, otsustas autor leida nende kahe meetodi kaalutud keskmise õiglase väärtuse. Autor andis diskonteeritud rahavoogude meetodile 60% panuse, sest ta võtab arvesse rohkem infot ja autor hindab seda meetodit palju kõrgemal tasemel. Ülejäänud 40% panustas autor võrreldavate suhtarvude meetodisse. Õiglase väärtuse on saanud Enefit Green AS aktsia hind 5,14 eurot. Võib järeldada et aktsia oli allahinnatud 15,7% võrra.

Hetkel on maailmas käimas sõda Venemaa ja Ukraina vahel, mis omakorda mõjutab väga palju elektri hinda. Seega näeb autor mõtet täiendada seda tööd uue informatsiooniga sõja lõppedes ja elektri hinna stabiliseerimisel ning ülevaadata aktsia õiglast väärtust. Võib-olla tulevane autori magistritöö võiks olla seotud sõja mõjuga ettevõtete õiglasele väärtusele.

# SUMMARY

## VALUATION OF A COMPANY USING THE EXAMPLE OF AS ENEFIT GREEN FAIR VALUE

Viktor Šavljuga

This bachelor's thesis is divided into three parts. The first part describes the theory related to company valuation methods, with a focus on the works of Aswath Damodaran, Eugene Fama, and Pablo Fernandez. An analysis of the renewable energy sector was also carried out. The second part describes the company and its financial indicators. The third part finds the fair value of the company using two different methods, compares these methods, and draws its own conclusion. The aim of this bachelor's thesis is to find the fair value of Nasdaq Baltic listed AS Enefit Green using the discounted cash flow method and comparable ratios. To achieve this aim, three research questions were set:

- What is the fair value of a company based on the discounted cash flow method?
- What is the fair value of the company based on the method of comparable ratios?
- How much do the results obtained by different methods differ from the market price?

Using the discounted cash flow method, the author obtained a share value of 5,46 euros as a result of the analysis. It can be concluded that the share was undervalued by 20,7% at the time of writing the analysis on 13.03.2023. The share price depends heavily on the growth rate and the price of weighted capital, and the author conducted a sensitivity analysis to illustrate this dependence.

For the analysis of benchmarks, the author considered the following indicators: P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA. In total, the author selected 13 companies for comparison, 6 of which are significantly larger in capitalization, 4 are close in capitalization, and 3 are smaller than the investigated company AS Enefit Green. The analysis resulted in a correct share value of 4,65 euros. It can be concluded that the share was undervalued by 6,8% at the time of writing the analysis on 13.03.2023.

Based on the results of these two methods, the author decided to find the weighted average fair value of the two methods. The author attributed 60% to the discounted cash flow method because it takes more information into account and the author assesses this method at a much higher level.

The other 40% was attributed to the method of comparable ratios. The share price of AS Enefit Green is 5,14 euros. It can be concluded that the share price is undervalued.

Currently, there is a war between Russia and Ukraine that has a huge impact on the price of electricity. Therefore, the author suggests supplementing this work with new information at the end of the war and after stabilizing the electricity price, and reviewing the fair value of the stock. Perhaps the author's future master's thesis could relate to the impact of war on the fair value of companies.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Allen, Franklin and Haas, Marlene and Nowak, Eric and Pirovano, Matteo and Tengulov, Angel. (2021, April 10). Squeezing Shorts Through Social Media Platforms. Swiss Finance Institute Research Paper No. 21-31. Allikas: <https://ssrn.com>
- AS Enefit Green. (2023). Konsolideeritud majandusaasta aruanded 2018-2022. Allikas: <https://enefitgreen.ee>
- AS Enefit Green. (2023). Ettevõtte. Allikas: <https://enefitgreen.ee>
- AS Enefit Green. (2023). Investorile. Allikas: <https://enefitgreen.ee>
- Bernstrom, S. (2014). Valuation (1st ed.). Wiley.
- BloombergNEF. (2022). 2H 2022 Levelized Cost of Electricity Update. Allikas: <https://about.bnef.com>
- Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence.
- Damodaran A. (2011). The little book of valuation : how to value a company pick a stock and profit. Wiley.
- Damodaran, A. (2012). Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset (3rd ed).
- Damodaran, A. (2014). Applied Corporate Finance (4th). New Jersey: Wiley.
- Damodaran, A. (2023). Betas by Sector. Allikas: <https://pages.stern.nyu.edu>
- Damodaran, A. (2023). Margins by Sector. Allikas: <https://pages.stern.nyu.edu>
- Damodaran, A. (2023). Country Default Spreads and Risk Premiums. Allikas: <https://pages.stern.nyu.edu>
- Duff & Phelps. (2017). Valuation Handbook - U.S. Guide to Cost of Capital.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, 25(2), 383–417. Allikas: <https://doi.org>
- Fernandez, P. (2002). Valuation methods and shareholder value creation. Elsevier Science & Technology.
- Fernandez, P. (2002). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions? IESE Business School – University of Navarra. Working Paper No 449. Allikas: <https://www.researchgate.net>
- Fernandez, P. (2007). Company valuations methods. The most common errors in valuations. IESE Business School – University of Navarra. Working Paper No 449. Allikas: <https://www.researchgate.net>
- International Energy Agency. (2022). World Energy Outlook 2022, IEA, Paris. Allikas: <https://www.iea.org>
- International Renewable Energy Agency. (2019). A New World, The Geopolitics of the Energy Transformation. Allikas: <https://www.irena.org>
- International Renewable Energy Agency. (2021, March 16). Fast-Track Energy Transitions to Win the Race to Zero. Allikas: <https://www.irena.org>
- Koller, T., McKinsey, & C. I., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). Valuation : Measuring and managing the value of companies. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Kumar, R. (2016). Valuation: Theories and Concepts. Cambridge: Academic Press.

Larrabee, David T. (2013). Valuation techniques discounted cash flow, earnings quality, measures of value added, and real options. Hoboken, N.J. John Wiley & Sons

Macrotrends. European Union GDP Growth Rate. Allikas: <https://www.macrotrends.net>

Market Screener. (2023). Allikas: <https://www.marketscreener.com>

Massari, M., Gianfrate, G., & Zanetti, L. (2016). Corporate Valuation (1st ed.). Wiley

Morgan Stanley. (2023). Megatrends: Investing through the energy transition. Allikas: <https://www.morganstanley.com>

Nasdaq Baltic. (2023). OMX Baltic Benchmark PI. Allikas: <https://nasdaqbaltic.com>

Nasdaq Baltic. (2023). AS Enefit Green. Allikas: <https://nasdaqbaltic.com>

OECD (2023), Long-term interest rates. Allikas: <https://data.oecd.org>

OECD (2023), GDP long-term forecast. Allikas: <https://data.oecd.org>

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2015). Equity asset valuation. John Wiley & Sons, Incorporated.

Rahandus. (2023). Likviidsussuhtarvud. Allikas: <https://www.rahandus.ee>

Seeking alpha. (2023). Price return chart. Allikas: <https://seekingalpha.com>

SKM Market Predictor. (2023). Long-term power outlook 2022 edition – november update. Allikas: <https://skmenergy.com>

Sven Kuning. (2023). AS-i Enefit Green finantssuhte juht.

United Nations. (2023). Renewable energy – powering a safer future. Allikas: <https://www.un.org>

## LISAD

### Lisa 1. AS Enefit Green kasumiaruanne perioodil 2018-2022

<i>tuhandetes eurodes</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Äritulu</b>	<b>77,976</b>	<b>151,518</b>	<b>162,683</b>	<b>183,707</b>	<b>257,015</b>
Müügitulu	60,008	119,833	113,994	153,002	233,280
Taastuenergia toetus ja muud äritulud	17,968	31,685	48,689	30,705	23,735
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-26,945	-46,555	-43,820	-44,038	-85,954
Tööjõukulud	-4,535	-5,874	-6,071	-6,713	-9,111
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-19,656	-40,802	-38,191	-38,146	-37,777
Varude jääkide muutus	316	1,193	4,674	-3,708	3,303
Kahjum tütarettevõtete müügist		-1,392			
Muud tegevuskulud	-6,548	-8,564	-7,296	-7,790	-10,411
<b>Ärikasum (EBIT)</b>	<b>20,608</b>	<b>49,524</b>	<b>71,979</b>	<b>83,312</b>	<b>117,065</b>
<b>Netofinantskulud</b>	<b>-9,990</b>	<b>-10,204</b>	<b>-3,377</b>	<b>-2,112</b>	<b>-2,005</b>
Kasum kapitaliosaluse meetodil investeringutelt sidusettevõtjatesse	-47	258	5	46	714
<b>Kasum enne tulumaksustamist</b>	<b>10,571</b>	<b>39,578</b>	<b>68,607</b>	<b>81,246</b>	<b>115,774</b>
Tulumaksukulu	-933	-2,793	-737	-1,585	-5,567
<b>Puhaskasum</b>	<b>9,638</b>	<b>36,785</b>	<b>67,870</b>	<b>79,661</b>	<b>110,207</b>

## Lisa 2. AS Enefit Green konsolideeritud bilanss 2018-2022

<b>VARAD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>tuhandetes eurodes</i>					
Käibevara					
Raha ja raha ekvivalendid	28,002	11,127	10,774	80,454	131,456
Nõuded ostjate vastu	18,346	19,846	51,566	22,373	41,091
Varud	5608	6723	11085	9529	14227
Tuletisinstrumendid				0	3349
<b>Käibevara kokku</b>	<b>51,956</b>	<b>37,696</b>	<b>73,425</b>	<b>112,356</b>	<b>190,123</b>
Materiaalne põhivara	644,080	627,866	594,874	612,503	776,870
Immateriaalne põhivara	57,228	60,001	67839	68,239	60,382
Kasutusõiguse varad	0	2,725	2222	2,750	4,239
Ettemaksed põhivara eest	0	0	106	20,710	19,412
Edasilükkunud tulumaksuvara	618	1,185	344	442	1,321
Investeeringud sidusettevõtjatesse	3,421	595	532	578	506
Tuletisinstrumendid				0	11,277
Pikaajalised nõuded	463	129	103	78	40
<b>Põhivara kokku</b>	<b>705,810</b>	<b>692,501</b>	<b>666,020</b>	<b>705,300</b>	<b>874,047</b>
<b>KOKKU VARAD</b>	<b>757,766</b>	<b>730,197</b>	<b>739,445</b>	<b>817,656</b>	<b>1,064,170</b>
<b>KOHUSTISED</b>					
<i>tuhandetes eurodes</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Lühiajalised kohustised					
Võlakohustised	577,430	47,542	37,778	29,572	23,808
Tuletisinstrumendid	1,758	0	0	0	5121
Eraldised	2	66	114	56	2
Võlad hankijatele ja muud võlad	14,602	12,533	9,857	14,291	20,215
<b>Lühiajalised kohustised kokku</b>	<b>593,792</b>	<b>60,141</b>	<b>47,749</b>	<b>43,919</b>	<b>49,146</b>
Võlakohustised	103,477	188,290	161,558	93,884	255,755
Sihtfinantseerimine	5,261	8,575	8,020	7,458	7,115
Edasilükkunud tulumaksukohustused	12,895	12,191	12,555	12,568	12,326
Tuletisvaba lepinguline kohustus	2,074	0	0	23,207	18,086
Muud pikaajalised võlad	0	0	0	3,000	3,000
Eraldised	14	14	13	13	9
<b>Pikaajalised kohustised kokku</b>	<b>123,721</b>	<b>209,070</b>	<b>182,146</b>	<b>140,130</b>	<b>296,291</b>
<b>Kohustised kokku</b>	<b>717,513</b>	<b>269,211</b>	<b>229,895</b>	<b>184,049</b>	<b>345,437</b>



<b>OMAKAPITAL</b>					
<i>tuhandetes eurodes</i>					
Aksiakapital	4,794	4,794	4,794	264,276	264,276
Ülekurss	0	0	0	60,351	60,351
Kohustuslik reservkapital	479	479	479	479	3,259
Muud reservid	0	400,000	400,000	151,793	166,419
Realiseerimata kursivahed	0	56	-834	-965	-762
Jaotamata kasum	33,998	55,657	105,111	157,673	225,190
Mittekontrolliv osalus	982				
<b>Omakapital kokku</b>	<b>40,253</b>	<b>460,986</b>	<b>509,550</b>	<b>633,607</b>	<b>718,733</b>
<b>Kohustised ja omakapital kokku</b>	<b>757,766</b>	<b>730,197</b>	<b>739,445</b>	<b>817,656</b>	<b>1,064,170</b>

### Lisa 3. Lihtlitsents

#### **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks<sup>1</sup>**

Mina Viktor Šavljugaga (*autori nimi*)

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose  
Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS Enefit Green näitel,  
(*lõputöö pealkiri*)

mille juhendaja on Ilzija Ahmet,  
(*juhendaja nimi*)

1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh Tallinna  
Tehnikaülikooli raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse  
tähtaja lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tallinna Tehnikaülikooli veebikeskkonna kaudu,  
sealhulgas Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse  
kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. Olen teadlik, et käesoleva lihtlitsentsi punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega  
isikuandmete kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

---

\_\_\_\_\_ (kuupäev)

---

<sup>1</sup> Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal vastavalt üliõpilase taotlusele lõputööle juurdepääsupiirangu kehtestamiseks, mis on allkirjastatud teaduskonna dekaani poolt, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil. Kui lõputöö on loonud kaks või enam isikut oma ühise loomingulise tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtajaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. jq 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.