

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Rahanduse ja majandusteooria instituut

Sten Hans Jakobsoo

**BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS
OLAINFARM NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Ärindus

Ärerahendus

Juhendaja: Kristjan Liivamägi

Tallinn 2018

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

Töö pikkuseks on sõna sissejuhatusesest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Sten Hans Jakobsoo

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 155649TABB

Üliõpilase e-posti aadress: stenjakobsoo@gmail.com

Juhendaja: Kristjan Liivamägi:

Töö vastab bakalaureusetööle esitatud nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

SISUKORD	3
ABSTRAKT	4
SISSEJUHATUS	5
1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE	7
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja meetodid	7
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod	10
1.3. Võrdlevate suhtarvude meetod	15
2. AS OLAINFARM	22
2.1. AS Olainfarm tutvustus	22
2.2. AS Olainfarm finantsanalüüs	24
2.3. AS Olainfarmi aktsia ülevaade	29
3. AS OLAINFARMI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE	31
3.1. AS Olainfarmi õiglase väärtuse hindamise diskonteeritud rahavoogude meetodil	31
3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine	31
3.1.2. AS Olainfarmi kapitali kaalutud keskmine hind	33
3.1.3. Terminaalväärtuse leidmine ning ettevõtte väärtuse hindamine	35
3.2. AS Olainfarmi õiglase väärtuse hindamine võrdlevate suhtarvude meetodil	37
3.3. Hinnang saadud tulemustele	39
KOKKUVÕTE	42
KASUTATUD ALLIKAD	45
SUMMARY	48
LISAD	50
Lisa 1. AS Olainfarmi aktsionäride struktuur 31.12.2017 seisuga	50
Lisa 2. AS Olainfarmi struktuur ning kontserni kuuluvad ettevõtted	51
Lisa 3. AS Olainfarm kasumiaruanne perioodil 2011-2017	52
Lisa 4. AS Olainfarmi bilanss 2008-2017	53

ABSTRAKT

Käesoleva bakalaureusetöö pealkiri on: Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS Olainfarm näitel. Töö eesmärgiks on välja selgitada Olainfarmi õiglase väärtus ning kui palju see erineb turuhinnast. Eesmärgi saavutamiseks kasutatakse diskonteeritud rahavoogude ning võrdlevate suhtarvude meetodit. Teema on valitud autori enda huvist ettevõtte õiglase väärtuse hindamise vastu ning soovist teada saada, kas AS Olainfarm on õiglaselt hinnatud.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal oleneb ettevõtte väärtus tulevikus oodatavatest vabadest rahavoogudest ning nende diskonteerimisest nüüdisväärtusesse. Mudel on üles ehitatud detailsele prognoosile ettevõtete finantsnäitajate kohta, samuti tuleb väärtuse hindamisel arvesse võtta riske. Võrdlevate suhtarvude meetodi põhjal hinnatakse ettevõtet selle põhjal, kuidas on turul hinnatud sarnased ettevõtted. Võrdlusgruppi valitakse ettevõtted, mis on sarnased tegevusala ning suuruse poolest.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal saadi ettevõtte õiglaseks väärtuseks ligikaudu 160 miljonit eurot ehk 11.3 eurot aktsia kohta. AS Olainfarmi aktsia hind võeti 12.04 seisuga, mil oli turuhinnaks 8.55 eurot. Selle põhjal saab järeldada, et ettevõtte aktsia on alahinnatud.

Võrdlevate suhtarvude meetodi põhjal kaasati hindamisse neli suhtarvu ning nende analüüsil võrdlusgrupiga, saadi AS Olainfarmi õiglaseks aktsia hinnaks 9.7 eurot, mis samuti viitab, et ettevõtte on alahinnatud.

Võtmesõnad: ettevõtte õiglase väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod, võrdlevate suhtarvude meetod, väärtus, suhtarvud.

SISSEJUHATUS

Praegusel ajal asume majanduslikult kasvufaasis, kus palgad jõudsalt kasvavad, töötute arv väheneb, tarbijapoolne nõudlus kasvab ning kindlustunne tugevneb, pankade laenumahud suurenevad ning ettevõtted teevad rohkem investeringuid. Kindlustunde ning finantsseisundi paranemine lasevad inimestel rohkem säästa ning enda kõrvale pandud raha soovitakse kuhugi tootlust panna koguma. Sellises majandustsükli faasis paljud inimesed avastavad investeerimise ning seetõttu muutub antud valdkond järjest aktuaalsemaks.

Investeerimise puhul on väga lai valik erinevaid instrumente, kuhu enda rahaga siseneda. Läbi ajaloo on üheks kõige populaarsemaks olnud aktsiaturg ning investeerimine ettevõtete aktsiatesse. Tänapäeval, kus aktsiaturgude maht ning ettevõtete valik on ajalooliselt kõige suurem, otsivad paljud investorid vahendeid, millega valida kasumlikke investeringuid. Üheks selliseks vahendiks on ettevõtte õiglase väärtuse hindamine, mis annab investorile signaali, kas ettevõttega kaubeldakse õiglasel hinnavahelehel või mitte. Lisaks jaeinvestoritele kasutavad ettevõtte õiglase väärtuse hindamise meetodeid ka ettevõtted enda erinevates arenguetappides ning oluliste strateegiliste otsuste tegemisel.

Ettevõtete hindamise meetodeid on väga palju, mis erinevad ülesehituse kui ka põhimõtte poolest. Seetõttu võivad erinevad meetodid anda ka teistsuguseid tulemusi, mistõttu ei saa alati olla kindlalt veendunud, et saadud tulemus on täpne õiglane väärtus. Kõige enam kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude ning võrdlevate suhtarvude meetodit.

Käesolev bakalaureusetöö teemaks on valitud börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine autori isiklikust huvist ning soovist saada praktilist kogemust ettevõtte väärtuse hindamise kohta. Lisaks uurida, kuidas erinevad kahe meetodi tulemused üksteisest ning kas nad annavad sarnase tulemuse. Töö on oluline praegustele ning tulevastele Olainfarmi aktsionäridele aga kindlasti võib huvi pakkuda ka potentsiaalsetele laenuandjatele, sest annab põhjaliku ülevaate ettevõtte tegevusest, tulevikuplaanidest, finantsseisust ning ligikaudselt õiglasest väärtusest. Autor on valinud hindamismeetoditeks diskonteeritud rahavoogude ning võrdlevate suhtarvude meetodi, sest mõlemad on ühed enim kasutatavad hindamismeetodid. Lisaks sellele on nad ülesehituse poolest täiesti erinevad – diskonteeritud rahavoogude meetod keskendub peamiselt ettevõtte finantsaruandele ning ettevõtte väärtus saadakse selle põhjal

arvutatud rahavoogude prognoosil. Võrdlevate suhtarvude meetod aga lähtub sellest, kuidas on turul hinnatud sarnased ettevõtted ning ettevõtte väärtus saadakse võrdlusgrupi suhtarvude põhjal.

Töö eesmärgiks on välja selgitada, milline on AS Olainfarmi õiglane väärtus ning kui palju ta erineb hetkel olevast turuhinnast. Esimeses peatükis annab autor ülevaate ettevõtte õiglase väärtuse olemusest, eesmärkidest ning õiglase väärtuse hindamise meetoditest. Teises peatükis tutvustab autor analüüsitava ettevõtet AS Olainfarmi, andes ülevaate firma tegevusalast, turgudest, kus firma tegutseb ning annab ülevaate ettevõtte finantsseisust. Lisaks sellele koostatakse lühike finantsanalüüs. Kolmandas peatükis hinnatakse kahe eelpool mainitud meetodi põhjal ettevõtte õiglast väärtust ning antakse hinnang saadud tulemustele.

Eesmärgi paremaks saavutamiseks püstitas autor ka kindlad uurimisküsimused:

1. Mis on AS Olainfarmi õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
2. Mis on AS Olainfarmi õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
3. Kas AS Olainfarm on õiglaselt hinnatud?
4. Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused?
5. Kui palju erineb kahe meetodi keskmine väärtus AS Olainfarmi turuhinnast?

1. ETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja meetodid

Väärtuse hindamist võib pidada finantsvaldkonna üheks kõige tähtsamaks osaks. (Damodaran, 2006, lk 3) Varade hindamisel on oluline meeles pidada, et oluline ei ole ainult väärtus, vaid ka selle väärtuse allikad, millest antud hind on tingitud. Investeerimise puhul on tähtsaks reegliks punkt, et vara eest ei maksta rohkem kui see tegelikult väärt on. Mainitud tõekspidamine võib tunduda küll loogilise ja iseenesest mõistetavana, kuid tihti peale see unustatakse. (Damodaran, 2012, lk 1) Siinkohal võivad arvamused minna kaheks ning mõned öelda, et vara väärtus on täpselt nii palju kui keegi on nõus selle eest maksma. Väärtust ei tohiks segamini ajada hinnaga, millega tehing teostatakse. Kuid finantsvarade puhul antud väide ei ole õige – finantsvarade puhul analüüsitakse õiglast väärtust rahavoogude põhjal, mida loodetakse saada. (Damodaran, 2011, lk 4)

Finantsanalüütikud puutuvad väga tihedalt kokku väärtuse hindamisega ning läbi nende töö on hea välja tuua, mis eesmärkidel väärtuse hindamist kasutatakse: 1) aktsiate valikul, 2) järeldamiseks turuosaliste ootusi, 3) ettevõtte korporatiivsete sündmuste puhul (ühinemised, ülevõtmised jne). (Stowe, 2010, lk 5)

Nagu eelmises lõigus ka mainitud, muutub ettevõtte väärtuse hindamine väga oluliseks, kui tekib soov firma ostuks või müügiks. Näiteks asjaolu, et ettevõtte müük ei ole täna päevakorras, ei tähenda, et see kunagi hiljem päevakorda ei võiks tõusta. Kui säärane võimalus on reaalne, siis tasub firma arendamisel juba varakult mõelda, kuidas tehtavad otsused mõjutavad firma väärtust. (Zirnask, 2008, lk 103)

Börsil noteerimata ettevõtte puhul võib väärtuse hindamist vaja minna selle jaoks, et näidata, kuidas ettevõttel läheb. Lisaks juba loetletud põhjustele võib väärtuse hindamine ettevõtte baasil muutuda oluliseks omaniku isiklikust elust tulenevad põhjust, näiteks abieluvara või pärandi jagamine. Samuti läbirääkimistel potentsiaalsete laenuandjatega. (Ibid.)

Ettevõtete puhul, kes tahavad minna börsile, on tähtis enne noteerimist selgeks teha firma väärtus, et selle järgi määrata ka aktsia hind, mida investoritele pakutakse. Riskikapitalifondid ning erainvestorid kasutavad väga põhjalikult väärtuse hindamist arenevate ettevõtete puhul,

kes pöörduvad nende poole lisakapitali saamiseks. Väärtusest, mida investorid ettevõttes näevad, oleneb ka raha hulk, mida nad on nõus investeerima. (Damodaran, 2011, lk 6-7)

Väärtuse mõistet ei tohiks segamini ajada hinnaga. Väärtus võib olla väga erinev ning varieeruv, seda eriti ostja ja müüja seisukohalt. Ostja peab oma analüüsidest lähtuma sellest, et mis on maksimaalne hind, millega ollakse nõus ettevõtet ostma. Müüja seisukohalt aga, mis on minimaalne hind, millega ollakse nõus ettevõtet müüma. Tehing tavaliselt toimub nende kahe kriteeriumi vahel. (Fernandez, 2007, lk 2)

Fundamentaalne analüüs tähendab ettevõtte majandusaruannete, turusituatsiooni, juhtkonna ja tulevase potentsiaali uurimist ning prognoosimist, eesmärgiga leida turul alahinnatud või ootustest kiiremini kasvavaid ettevõtteid. Fundamentaalse analüüsi põhiülesanne ongi eelnevalt korduvalt nimetatud õiglase väärtuse leidmine, milleks omakorda kasutatakse tervet rida erinevaid meetodeid. (Kert, 2007, lk 160) Kuid ajapikku on väärtuse hindamine muutunud järjest keerulisemaks. Üheks põhjuseks on asjaolu, et arvutid ja kalkulaatorid on muutunud võimasamaks ning töömahukamaks, seetõttu on lihtsam andmeid analüüsida. Teine põhjus on see, et informatsiooni on aina rohkem ja seda on lihtsam kätte saada. Väärtuse hindamisel tekib fundamentaalne küsimus, et kui palju andmeid või infot on mõttekas kaasata analüüsi. Rohkem detaile annab investorile suuremal hulgal informatsiooni ning võimaluse teha põhjalikum analüüs, kuid see nõuab ka rohkem sisendeid, mis omakorda ei pruugi kõik sisaldada tõest infot. Väärtuse hindamise puhul lähtutakse tihtipeale ühest lihtsast printsiibist: kasutada tuleks kõige lihtsamat hindamise meetodit. (Damodaran, 2011, lk 11)

Analüütikud kasutavad mitmeid erinevaid väärtuse hindamise meetodeid, mille seas on nii lihtsamaid kui ka keerulisemaid. Iga mudel on oma ülesehituselt üsna erinev, kuid neil on ka sarnaseid jooni. Mudelite liigitamine on kasulik, sest annab ülevaate, mis on teatud mudeli roll väärtuse kujunemisel, iga mudeli eelised ning puudused. (Damodaran, 2006, lk 3)

Üleüldiselt eristatakse viite tüüpi väärtuse hindamise meetodeid: 1) bilansil põhinevad meetodid, 2) võrreldavate tehingute meetod, 3) segameetodid, 4) rahavoo diskonteerimise meetodid, 5) reaal-optsioonide hindamise meetod. (Zirnask, 2008, lk 122)

Tabel 1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise meetodid.

Bilansil põhinevad meetodid	Võrreldavate tehingute meetodid	Segameetodid	Rahavoo diskonteerimine	Reaal-optsoonide hindamise meetodid
Raamatupidamisväärtus	Hind/puhaskasum	Korrigeeritud kasumi diskonteerimise meetodid	Dividendide diskonteerimine	Black-Scholesi mudel
Varade turuväärtus	Hind/EBITDA		Omanike vaba rahavoo diskonteerimine	Binominaalne mudel
Likvideerimisväärtus	Hind/käive	Ekstratulu meetod		
Asendusmaksumus	Muud suhtarvud		Ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine	Monte-Carlo simulatsioon

Allikas: (Zirnask, 2008, lk 122)

Rahavoo diskonteerimise meetodid on ühed klassikalisemad ettevõtte hindamise meetodeid. (Kert, 2007, lk 166) Rahavoo diskonteerimise meetodi puhul tuleneb väärtus oodatavate rahavoogude nüüdisväärtusest, mida on kaalutud nii nõutava tulunormi kui kaalutud riskitasemega. (Damodaran, 2012, lk 11) Antud mudelit kasutatakse tihtipeale seetõttu, et see on ainuke meetod, mis on kontseptuaalselt korrektne. Ettevõtet käsitletakse kui rahavoo tekitajana, läbi mille ka väärtus kujuneb. Varad, millel on tulevikus suured ja kindlad rahavood, on rohkem väärt kui varad, millel on madalad ja kõikumavad rahavood (Damodaran, 2006, lk 4).

Võrreldavate tehingute meetodit peetakse peaaegu sama mugavaks kui bilansil põhinevad meetodid, kuid annab palju adekvaatsemat tulemust. (Zirnask, 2008, lk 126) Antud mudeli puhul tuleneb firmaväärtus sellest, kuidas on sarnased varad turul hinnatud, mille puhul võrreldakse ettevõtteid mingi kindla finantsnäitaja baasil (kasum, rahavoog, raamatupidamislik väärtus, tulu). (Damodaran, 2012, lk 19). Võrreldavate tehingute meetod põhineb ideel, et sarnased varad peaksid olema hinnatud sarnasel hinnatasemel. (Stowe, 2010, lk 20)

Bilansil põhinevate meetodide põhjal kujuneb ettevõtte väärtus hinnates antud firma varade väärtust. Need meetodid põhinevad eeldusel, et ettevõtte väärtus põhineb bilansil. Nad

võtvad arvesse hetkeväärtust, mistõttu ei võeta arvesse ettevõtte tulevikuperspektiive, tööstusharu olukorda, personali, organisatsioonisiseseid probleeme, lepingud. (Fernandez, 2007, lk 3) Antud meetodi nõrkusena on veel välja toodud asjaolu, et varade raamatupidamisväärtus ei vasta sageli nende likvideerimis- või turuväärtusele. (Zirnask, 2008, lk 122)

1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetod arvutab ettevõtte väärtuse läbi tulevaste rahavoogude hetkeväärtuse. Mudeli puhul on keeruline asjaolu, et väärtuse hindamise hetkel ei ole selge rahavoogude pikkus ega nende täpne väärtus (Gajek, 2016, lk 1). Antud meetodi põhjal sõltub ettevõtte väärtus riskitasemest, omanike nõutavast tulunormist ning muudest aspektidest (Kert, 2007, lk 166). Mudel on üles ehitatud väga põhjalikule ning detailsele prognoosile iga finantskirje kohta, mis on seotud tulevase rahavoo genereerimisega. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul on väga oluline ka diskontomäär, mis võtab arvesse riski ja ajaloolist volatiilsust (Fernandez, 2007, lk 14).

Tuleviku rahavoogude nüüdsväärtust arvutatakse järgneva valemi abil (Stowe, 2010, lk 148):

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

kus

PV – rahavoogude nüüdsväärtus

FCFF – tulevased rahavood kokku

t – perioodide arv

n – vara eluiga

WACC – keskmine kapitali hind ehk diskonteerimismäär

Ettevõtte vaba rahavoog tuleneb ettevõtte äritegevusest genereeritud rahavoost, mille puhul ei võeta arvesse laenukohustusi. Tegemist on rahahulgaga, mis jääb firmale peale põhivarade

investeeringuid ning käibekapitali muutust, eeldades, et ettevõttel ei ole võlga ning sellest tulenevalt ka finantskulusid (Fernandez, 2007, lk 16). Ettevõtte vaba rahavoog võrdub summaga, mis jääb järele pärast seda, kui firma on katnud kõik oma tegevuskulud ja tasunud maksud, kuid pole veel teinud väljamakseid omanikele ega võlausaldajatele. Firma vaba rahavoogu leitakse järgneva põhimõtte järgi (Zirnask, 2008, lk 134):

+ Kasum enne intresside ja maksude maksmist $\times (1 - \text{maksumäär})$

+ Kulum

- Investeeringud põhivarasse

- Käibekapitali muutus

= Firma vaba rahavoog

Käibekapitali defineeritakse traditsiooniliselt kui firma investeeringuid käibevarasse. Puhaskäibekapital kujutab endast pikaajalisi investeeringuid käibevarasse s.o. käibevaradesse suunatud omakapitali ja pikaajaliste kohustuste summat. Puhaskäibekapital saadakse käibevara lahutamisel lühiajalistest kohustustest (Tearu & Krumm, 2005, lk 105).

Diskontomäärana kasutatakse ettevõtte väärtuse arvutamisel ettevõtte keskmist kaalutud kapitali hinda ehk WACC-i. Kaalutud keskmine kapitali hind on kogu võla-ja omakapitali hind, mis saadakse nende osakaalusid arvesse võttes (Konkurentsiamet, 2016, lk 3). Ettevõtte kapitalistruktuur võib aja jooksul muutuda ning sellest tulenevalt muutuks ka keskmine kaalutud kapitali hind. Kuna firma hetkeline kapitalistruktuur võib erineda väga palju sellest, milline ta tulevikus on, kasutatakse vahepeal ettevõtte hetke reaalse kapitaliosakaalude asemel turu poolt oodatavat (*target weights*) kapitalistruktuuri. Antud oodatav kapitalistruktuur väljendab nii analüütikute kui ka investorite oodatavat kapitalistruktuuri (Stowe, 2010, lk 77). Keskmist kaalutud kapitali hinda arvutatakse järgneva valemi abil (Konkurentsiamet, 2016, lk 3):

$$WACC = \frac{OK}{OK + VK} \times k_e + \frac{VK}{VK + OK} \times k_d \quad (2)$$

kus

WACC – keskmine kaalutud kapitali hind

OK – omakapitali osakaal (%)

VK – võõrkapitali osakaal

k_e – omakapitali hind

K_d – võõrkapitali hind

Omakapitali hind on on investorite poolt oodatav tulusus enda kapitali investeerimisel ettevõttesse (Damodaran, 2012, lk 183). Omakapitali hinda arvutatakse peamiselt CAPM mudeli järgi. Antud mudeli üheks eelduseks on see, et investorid ei soovi eriti võtta riski ning teevad investeerimisotsuseid enda investeeringute keskmise tulususe ja disperisooni põhjal. Mudel eeldab, et üksikult varalt saadav riskipremia on proportsionaalne antud väärtpaberi süstemaatilise riskiga. Süstemaatiline risk on risk, mida investor ei saa enda varasid hajutades alandada. Omakapitali hinna puhul on vajalik arvesse võtta riskivaba tulumäär ning turu riskipremia. Omakapitali hind arvutatakse järgneva valemi kaudu (Stowe, 2010, lk 57):

$$E(R_i) = R_f + \beta + [E(R_m)] \quad (3)$$

kus

$E(R_i)$ - oodatav omakapitali tulumäär ehk omakapitali hind

R_f - riskivaba tulumäär

β - beetakordaja

$E(R_m)$ - tururiski preemia

Riskivaba tulumäär on tulu, millel puudub risk ning mille puhul investor ootab riskivaba tootlust (Konkurentsiamet, 2016, lk 4). Riskivaba tulumäära kujunemist mõjutavad üldised majanduslikud tingimused: kapitali nõudmine ja pakkumine ning inflatsiooni tase. Kui nõudmine raha järele tõuseb ilma pakkumise tõusuta, tõstavad investorid nõutavat tulumäära. Inflatsiooni korral nagu ka kõik teised hinnad, tõusevad (Tearu & Krumm, 2005, lk 137). Riskivaba tulumäära puhul kasutatakse kohaliku riigi lühi- või pikaajalise võlakirja tulusust (Damodaran, 2011, lk 43).

Tururiski preemia näitab kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale turumäärale. (Konkurentsiamet, 2016, lk 10). Tegu on nõutava tulumäära ning oodatava riskivaba tulumäära vahega. Tururiski preemia sõltub peamiselt tulevikuootustele, sest investori tootlus sõltub ainult investeeringu tuleviku rahavoogudest (Stowe, 2010, lk 44). Tururiski preemia leidmisel võib kasutada kahte lähenemist: ajalooliste andmete alusel leitav riskipremia ja oodatava riskipremia leidmine. Tururiski preemia leidmiseks võib kasutada nii pikemaid kui ka lühemaid ajaloolisi perioode (Konkurentsiamet, 2016, lk 10). Ajalooliste

andmete põhjal arvutatakse riskipreemia keskmise ajaloolise erinevuse järgi aktsiaturgude ning riikide võlakirjade tootluse vahel (Sander, 2014).

Tabel 2. Geomeetrilised tururiski preemiad perioodil 1900-2014.

Riik/piirkond	Tururiski preemia
Austria	2,50
Belgia	2,30
Taani	2,00
Soome	5,10
Prantsusmaa	3,00
Saksamaa	5,00
Iirimaa	2,60
Itaalia	3,10
Holland	3,20
Norra	2,30
Hispaania	1,90
Portugal	2,60
Rootsi	3,00
Šveits	2,10
Suurbritannia	3,70
Euroopa	3,10
Maailm	3,20
Eurotsoon	3,10

Allikas: (Credit Suisse, 2018)

Beetakordaja mõõdab ettevõtte süstemaatilist riski ning näitab vara sensitiivsust turu suhtes (Stowe, 2010, lk 58). Beetakordaja annab informatsiooni, kas ettevõtte on turul riskitaseme poolest keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte. Turuindeksi beeta on üks (Kõomägi, 2006). Beeta hindab süstemaatilise riski taset järgmiselt (Tearu & Krumm, 2005, lk 143):

Kui $\beta = 1$, siis firma lihtaktsial on sama risk, mis turul tervikuna;

Kui $\beta > 1$, on firma lihtaktsia riskantsem kui turg;

Kui $\beta < 1$, on firma lihtaktsia vähem riskantne kui turg;

Kui $\beta = 0$, siis firma lihtaktsia ei allu tururiskile (lihtaktsia hinnaks on riskivaba tulumäär).

Beeta arvutatakse järgmise valemi järgi (Konkurentsiamet, 2016, lk 12):

$$\beta_e = \beta_a \times (1 + VK/OK) \quad (4)$$

kus

β_a - majandusharu finantsvõimenduse beeta

VK/OK - regulaatori poolt määratud võlakapitali osakaal jagatud omakapitali osakaaluga

Võõr- ehk võlakapitali all mõistetakse eelkõige pikaajalisi laenu ja võlakirju. Võõrkapitali hind on tulumäär, mis tuleb saada investeringutelt, et võimaldada laenuandjale nõutav tasu (Teearu & Krumm, 2005, lk 138). Võõrkapitali hinnaks on üldjuhul kõige mõistlikum võtta intressimäär, millega ettevõtte viimati laenu võttis. Antud juhul tuleb aga kontrollida, kas laenuvõtmine toimus vähem kui viie-kuue kuu eest. Kauem aega tagasi võetud ujuva intressimääraga laenu intress käib turutingimustega tavaliselt kaasas (Zirnask, 2008, lk 58).

Ettevõtte vaba rahavoo arutamisel tuleb arvesse võtta, et rahavoogude prognoosimisel ei saa neid arvutada igavesti. Seetõttu seatakse kindel ajaline piir, mis aastani prognoositakse firma tuleviku rahavooge ning selle järel arvutatakse terminaalväärtus, mille põhjal saab teada ettevõtte väärtuse antud punktis. Firma edasi tegutsemisel peale prognoosiperioodi, võimaldab see ettevõtte väärtust hinnata selle põhjal, et rahavood kasvavad tulevikus konstantse kasvumääraga. Sellest tulenevalt on ettevõtte terminaalväärtust võimalik arvutada järgneva valemiga (Damodaran, 2011, lk 51):

$$\text{Terminaalväärtus} = \frac{\text{viimasele perioodile järgnenud rahavood}}{(WACC - g)} \quad (5)$$

kus

WACC - kapitali kaalutud keskmine hind

g - ettevõtte kasvumäär

Terminaalväärtuse tulemus on väga muutlik väikestele muutustele ning seetõttu peaks selle arutamisel silmas pidama kolme olulist aspekti. Esiteks, ükski ettevõtte ei suuda igavesti kasvada kõrgema määraga kui riigi majanduskasvu määr, kus parasjagu tegutseb. Teiseks, kui firmad saavutavad stabiilse kasvumäära, siis nende riskimäär peaks samuti liikuma turu keskmine suunas ning võla suhe tõusma tööstusharu keskmise hulka. Kolmandaks, stabiilne kasvufirma peaks reinvesteerima nii palju, et suudaks säilitada sarnast kasvumäära. Olulisest suhtest kasvumäära, reinvesteerimismäära ning omakapitali tootluse vahel saab tuletada valemi, mille abil on võimalik arvutada tulevast firma kasvumäära (Damodaran, 2011, lk 52):

$$\text{Oodatav kasvumäär} = \text{Reinvesteeringismäär} \times \text{ROE}(\text{omakapitalitootlus}) \quad (6)$$

Firma koguväärtuse saamiseks tuleb tuleviku diskonteeritud rahavoogude summa liita diskonteeritud terminaalväärtusega (Damodaran, 2012, lk 362). Leidmaks ettevõtte aktsia õiglast hinda tuleb saadud ettevõtte väärtus jagada aktsiate arvuga (Stowe, 2010, lk 195).

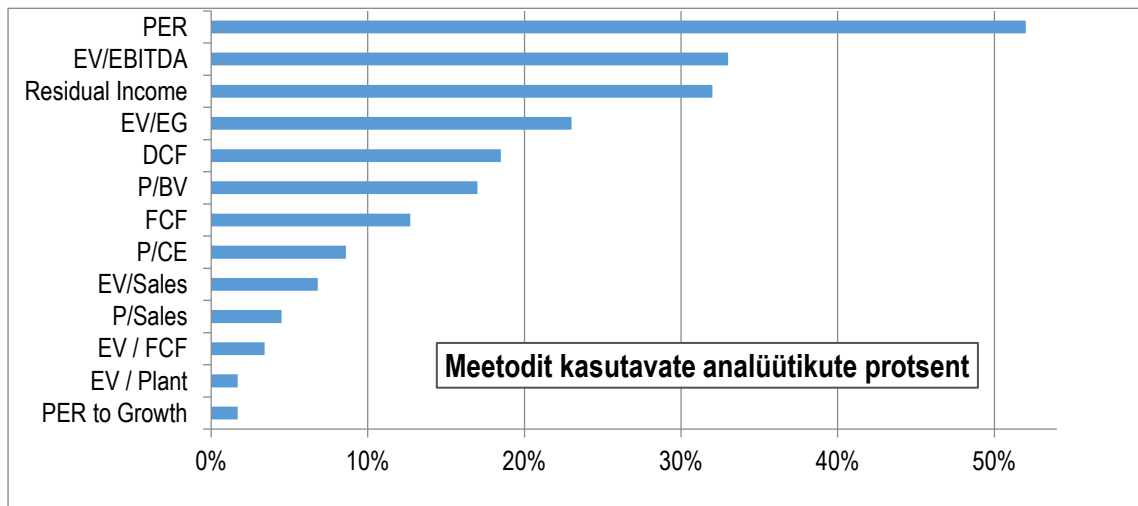
Ettevõtte väärtuse hindamise puhul on mitmeid tegureid, mis võivad mõjutada analüüsi korrektsust ning panna saadud tulemuse kahtluse alla. Väga palju, mis võib analüüsi tulemust mõjutada on andmed ja informatsioon, mida mudelisse sisestatakse. Iga väiksegi vale number võib muuta väärtust väga palju. Teiseks, kunagi ei saa kindel olla selles, kuidas ettevõttel tegelikult tulevikus läheb. Prognoositud tulemused võivad palju erineda sellest, mis ettevõtte tulevikus tegelikult saavutab. Viimane tegur, millega on peaaegu võimatu arvestada, on see, mis toimub makromajanduses. Isegi kui tehtud analüüs on väga põhjalik ning firma tuleviku käekäik on sarnane prognoositule, võivad makromajanduslikud tegurid mõjutada seda täiesti vastupidises suunas (Damodaran, 2011, lk 10).

1.3. Võrdlevate suhtarvude meetod

Võrdlevate suhtarvude meetodi eesmärgiks on hinnata vara lähtudes sellest, kuidas on sarnased varad hetkel turul hinnatud. Suhtarve tundub küll lihtne arvutada ning kasutada olevat, kuid tegelikult võib nende põhjal analüüsimisel teha ka vigu. Võrdlusmeetodi puhul tuleks lähtuda kahest komponendist. Esiteks, peab ettevõtte hinna standardiseerima ehk hinna viima suhtesse kas näiteks kasumi, raamatupidamisliku väärtuse, käibega vms (Damodaran, 2012, lk 453). Antud meetodi puhul lähtutakse üldjuhul erinevatest aktsia hinna või ettevõtte väärtuse suhtarvudest (Stowe, 2010, lk 20). Teiseks, tuleb leida sarnased ettevõtted, keda analüüsi kaasata. Antud osa võib osutada natukene keeruliseks, sest ei eksisteeri kahte täiesti sarnast ettevõtet, samuti võivad firmad erineda ka riski, kasvupotentsiaali ning rahavoogude poolest. Võrdlusmeetodi puhul on analüüsi üheks kõige olulisemaks kohaks just ettevõtete leidmine, keda analüüsi kaasata, sest sellest olenebki kogu protsessi tulemus (Damodaran, 2012, lk 453).

Üheks kõige populaarsemaks väärtuse hindamise meetodiks on just võrdlevate suhtarvude meetod (Damodaran, 2011, lk 60). Nagu jooniselt 1 näha, siis analüütikute poolt enim

kasutatavad analüüsimeetodid on suhtarvude põhjal. Kõige enam kasutatakse P/E (hinna ja kasumi) ning EV/EBITDA (ettevõtte väärtuse ja kasum enne intresse, makse, amortisatsiooni) suhtarve. Lisaks sellele lieba tabelist veel palju muid suhtarve. Diskonteeritud rahavoogude meetodi leiab alles viiendalt kohalt



Joonis 1. Kõige enam kasutatavad väärtuse hindamise meetodid

Allikas: (Fernandez, 2002)

On mitmeid põhjuseid, miks võrdlevate suhtarvude meetod on nii laialdaselt kasutatud. Võrdlusmeetodidel tehtud analüüse on võimalik läbi viia vähesema eelduste ja informatsiooniga ning on palju vähem aeganõudvamad kui diskonteeritud rahavoogude meetod. Lisaks sellele on võrdlevate suhtarvude baasil tehtud analüüse lihtsam mõista ning esitleda klientidele. Võrdlusmeetod annab suurema tõenäosusega ka pildi hetkel turul valitsevast meeleolust (Damodaran, 2012, lk 453).

Nagu jooniselt 1 näha, siis kõige enam kasutatavaks hindamise meetodiks ning populaarsemaks suhtarvuks on P/E ehk hinna ja kasumi suhe. Antud suhtarvu lihtsus on suuresti põhjuseks, miks seda nii palju rakendatakse – kasutades seda näiteks aktsiate esmase avaliku pakkumise hinnastamisel ning ettevõtte väärtuse hindamisel. Kuid P/E seotus ettevõtte finantsidega on tihtipeale aspekt, mida unustatakse ning mille tulemusel võivad hindamisse tekkida vead (Damodaran, 2012, lk 468). Hinna ja kasumi suhe ei anna erilist tõlgendust kui firma on kahjumis või teenib väg madalat kasumit. Samuti on tänapäeval väga palju erinevaid raamatupidamismetoodikaid, mis võivad väga erinevalt mõjutada puhaskasumit. Lisaks sellele võib ka juhtkond kergesti manipuleerida P/E suhtega, muutes selleks näiteks kapitali struktuuri (Schreiner, 2007, lk 41).

Hinna ja kasumi suhtarvu arvutatakse järgneva valemi abil (Damodaran, 2012, lk 468):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{kasum aktsia kohta (EPS)}} \quad (7)$$

Kasum aktsia kohta on leitav, kui aastane ettevõtte puhaskasum jagada aktsiate arvuga (Kert, 2007, lk 167).

P/E suhte puhul tuleb aga meeles pidada, et eksisteerib kahte tüüpi suhet: *trailing* P/E ning *forward* P/E. *Trailing* P/E suhet kasutatakse palju rohkem, sest selle puhul võetakse kasum aktsia kohta viimase 4 kvartali kogu puhaskasumist. *Forward* P/E puhul aga kasutatakse tuleviku prognoositavat kasumit aktsia kohta (Schreiner, 2007, lk 264).

P/E abil väärtuse hindamist viiakse kõige rohkem läbi võrreldes analüüsitava ettevõtte hinna ja kasumi suhet teiste sama sektori ettevõtete omadega. Sellisel juhul arvutatakse võrdlusgrupi keskmine P/E suhe ning võrreldakse analüüsitava ettevõtte omaga. Ometi on antud lähenemisel omad puudused. Samasse sektorisse kuuluvatel ettevõtetel võib olla hoopis erinev äriprofiil, riskitase ning kasvuprognoosid (Damodaran, 2012, lk 481). Võrdlusgrupi koostamisel tuleks aga täheldada asjaolu, et ettevõtete P/E suhe vastaks samale ajahetkele ning tüübile (Schreiner, 2007, lk 484).

Portfelli haldurid ja analüütikud võrdlevad vahepeal P/E suhet oodatava kasvumääraga, et välja selekteerida ala- ning ülehinnatud aktsiad. Ettevõtted, kelle hinna ja kasumi suhtarv on väiksem kui oodatav kasvumäär, peetakse alahinnatuks (Damodaran, 2012, lk 487). PEG suharvu positiivseks küljeks on veel see, et antud suhtarv ei võta arvesse riskide erinevust ning oodatava kasvumäära kestvust (Schreiner, 2007, lk 283). Valemina näeb PEG suhtarv välja selline (Fernandez, 2002, lk 6):

$$PEG = \frac{P/E}{\text{oodatav kasvumäär}} \quad (8)$$

PEG suhtarvu on mõistlik kasutada siis, kui ettevõttel on positiivne oodatav kasvumäär. PEG suhtarvu võrdlemisel teiste ettevõtetega tuleb jälgida, et neil oleks sarnane kasvupotentsiaal, riskitase ning väljamaksekindajad. Üldjuhul kui võrrelda erinevat tüüpi ettevõtteid, siis on nende PEG suhted väga erinevad. Kõrgema riskitasemega ettevõtted on tavaliselt madalama PEG suhtega ning seetõttu tunduvad esmapilgil alahinnatud. Madalama omakapitali

tootlusega firmadel on samuti üldjuhul madalama PEG suhtega, mistõttu tunduvad rohkem alahinnatud kui ettevõtted, kellel on tegelikult kõrgem omakapitali tootlus ning väljamaksekindajad. Seetõttu tuleb olla tähelepanelik, sest ettevõtted, kes tunduvad olevat alahinnatud võivad olla hoopis kõrgema riskitaseme ja madalama omakapitali tootlusega (Damodaran, 2012, lk 494).

P/B suhtarv ehk hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe on palju kasutusel ettevõtete puhul, kus väärtuse tekkimisel on väga oluline roll nii materiaasel kui finantsilisel varal (Schreiner, 2007, lk 42). P/B suhtarvu üheks eeliseks on asjaolu, et ta on küllaltki stabiilne väärtuse hindamise mõõdik, mida on lihtne võrrelda teiste ettevõtetega. Lisaks sellele saab hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhtarvu kasutada firmade puhul, mis on kahjumis. Kuid P/B suhtarvul on ka mõned puudused. Esiteks, raamatupidamislik väärtus on mõjutatud amortisatsioonist ning teistest näitajatest. Lisaks, kui ettevõtete raamatupidamisstandardid erinevad, siis ei ole võimalik võrrelda nende P/B suhet (Damodaran, 2012, lk 511). Valemina kajastub P/B suhtarv järgnevalt (Fernandez, 2002, lk 5):

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{raamatupidamislik väärtus}} \quad (9)$$

P/B suhtarv on populaarne ka väärtusinvestorite puhul, kes otsivad alahinnatud aktsiaid. Antud suhtarv on selle jaoks kasulik mõõdik, sest näitab selgelt ära, kas ettevõtte kaupleb alla või üle oma raamatupidamisliku väärtuse (Schreiner, 2007, lk 42)

Kasumi ja ettevõtte bilansilise väärtuse suhtarvud on olnud juba pikalt väga populaarsed, kuid viimasel ajal on hakatud rohkem kasutama ka muid alternatiive. Üks nendest on käibe suhtarv ehk aktsia hinna suhe ettevõtte käibesse aktsia kohta, mida kasutatakse eriti uute ettevõtete puhul, kes teenivad kahjumit (Damodaran, 2012, lk 542). Käibe suhtarv ehk P/S (*price/sales*) väljendub valemina järgmisel (Fernandez, 2007, lk 10):

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{käive aktsia kohta}} \quad (10)$$

Üks eelistest hinna/käibe suhtarvu puhul on see, et ettevõtte käivet on raskem manipuleerida või muuta kui näiteks kasumit või raamatupidamislikku väärtust. Sellest tulenevalt on käive üsna usaldusväärne allikas hinnates firma finantse, sest käive tuleb enne igasuguste kulude,

amortisatsiooni, arenduste, varude arvestamist (Stowe, 2010, lk 306). Teiseks, peaaegu kõik ettevõtted teenivad tulu, kuid väga paljud nendest ei pruugi teenida kasumit. Seetõttu on väga kasulik hinna ja käibe suhtarv ettevõtete puhul, mille on kahjum, kuid selle eest saab kasutada P/S suhtarvu. Kolmandaks, käibe suhtarv ei ole nii volatiilne kui kasumi oma, mistõttu ei ole antud suhtarv nii palju mõjutatud iga-aastatest muutustest. Näiteks, segasel majanduslikul perioodil on ettevõtte kasum palju muutlikum kui käive (Damodaran, 2012, lk 542).

P/S suharvu puhul on ka mõned puudused. Isegi kui ettevõtte käibe kasv võib olla väga hea kasvupotentsiaaliga, ei näita see, kuidas või mis tempoga suudab firma luua kasumit ja rahavoogu. Ettevõtte peamiseks eesmärgiks ongi aga just kasumi ning rahavoogude loomine. Lisaks sellele, ei võta P/S suhe arvesse ettevõtte riski või võla taset (Stowe, 2010, lk 307). Üldjuhul peetakse alahinnatud ettevõteteks neid, kes kauplevad teistega võrreldes madalamal P/S suhtel (Damodaran, 2012, lk 542).

Samuti analüütikute poolt üks enim kasutatavaid suhtarve on EV/EBITDA ehk ettevõtte väärtuse suhe kasumiga enne amortisatsiooni, intressi, makse. Antud suhtarvu peetakse ettevõtte väärtuse indikaatorina, mitte ainult aktsia väärtuse hindajana (Stowe, 2010, lk 321). EBITDA on väga oluline ettevõtte hindamisel, sest antud finantsnäitaja hindab ettevõtte kasumit enne maksude, amortisatsiooni ja intresse. Ettevõtetel võib olla väga erinev maksude arvestamine ning amortisatsiooni poliitika, mistõttu ei pruugi ettevõtete puhaskasumi võrdlemine anda subjektiivset hinnagut. Kulud, mis tulevad enne EBITDA-d on aga ettevõtete poolt raskesti mõjutatavad ning on kõikidel ettevõtetel kajastatud ühtemoodi (Schreiner, 2007, lk 43). EV/EBITDA suhe kajastub valemiga järgmiselt (Fernandez, 2002, lk 6):

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Ettevõtte väärtus}}{\text{Kasum enne amortisatsiooni, intresse, makse}} \quad (11)$$

Ettevõtte väärtuse saab omakorda leida, kui ettevõtte turuväärtusest lahutab puhasvõla (Damodaran, 2012, lk 501).

EV/EBITDA puhul on selle suhtarvu eeliseks veel aspekt, et üldjuhul teenivad rohkemad ettevõtted positiivset EBITDA-d kui kasumit aktsia kohta. Lisaks, on antud suhtarvu lihtsam võrrelda teiste ettevõtetega, kes omavad erinevat finantsvõimendust (Damodaran, 2012, lk 500).

EV/EBITDA suhtarvu puuduseks võib pidada seda, et EBITDA võib kasvava käibekapitali juures ülehinnata ettevõtte rahavooge. Ettevõtte vaba rahavoog, mis mõjutab otseselt ettevõtte

vajalikku kapitalikulu, on olulisem sisend väärtuse hindamisel kui EBITDA (Stowe, 2010, lk 321).

Arengutsükli hilisemates asuvate ettevõtete hindamiseks sobib veel kasutada dividenditootlust, mis näitab kui suur osa kasumist makstakse välja aktsionäridele. Valemina kajastub dividenditootlus järgmiselt (Kert, 2007, lk 169):

$$\text{Dividenditootlus}(\%) = \frac{\text{dividend aktsia kohta}}{\text{aktsia hind}} \quad (12)$$

Dividenditootlust kasutatakse tihti ettevõtte hindamisel sellepärast, et see on osa kogutulust. Lisaks sellele on dividendi väiksema riskiga kui kapitali amortisatsioon. Dividenditootluse analüüsi kaasamisel tuleb aga meeles pidada, et see on vaid üks osa kogutulust. Optimaalsel hindamisel peaks kaasama ka ülejäänud oodatava kogutulu osad (Stowe, 2010, lk 318). Kiiresti kasvavad firma tavaliselt dividende ei maksa, sest keskendutakse ettevõtte kasvamisele, mistõttu tehakse investeeringuid ettevõttesse. Kui firma jõuab sinna punkti, kus enam põhitegevus ei nõua nii palju investeeringuid, siis võib ettevõtte maksta enda osanikele osa kasumist dividendina või ka osta mingil hulgal aktsiaid tagasi (Kert, 2007, lk 169).

Tabelis 2 on näha, millised fundamentaalnäitajad mõjutavad teatud suhtarve ning millisel määral. Nool alla indikeerib, et kui antud fundamentaalnäitaja tõuseb, siis tõuseb ka suhtarv ning vastupidi.

Tabel 2. P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA suhtarve mõjutavad fundamentaalnäitajad

Suhtarv	Fundamentaalne mõju
P/E	Oodatav kasv↑, väljamakse↑, risk↓
P/B	Oodatav kasv↑, väljamakse↑, risk↓, ROE↑
P/S	Oodatav kasv↑, väljamakse↑, risk↓, puhaskasumi marginaal↑
EV/EBITDA	Oodatav kasv↑, reinvesteering määr↓, risk↓, ROIC↑, maksumäär↓

Allikas: (Damodaran, 2011, lk 72)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul püütakse väärtust hinnata ettevõtte võimekusest luua tulevikus rahavooge ning nende nüüdisväärtusest. Suhtarvude võrdlemise meetodi puhul hinnatakse vara selle põhjal, kuidas on sarnased varad hetkel turul hinnatud. Kui varad on

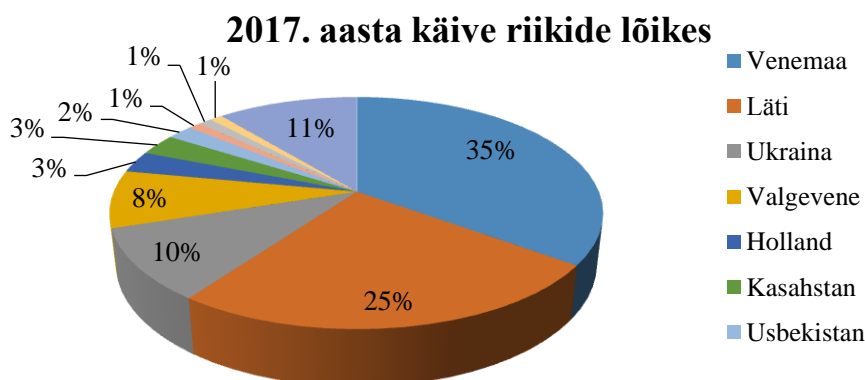
turul keskmiselt õigesti hinnatud, siis võivad diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrdlev hindamine anda sarnase tulemuse. Kui turg aga süstemaatiliselt ala- või ülehindab teatud varasid või tervet sektorit, siis võib diskonteeritud rahavoogudel hindamine erineda võrdlusmeetodil põhinevast hinnangust (Damodaran, 2006, lk 59). Ei saa väita, et ükski analüüsimeetod annaks täiesti korrektse vastuse, kuid põhjalik fundamentaalne analüüs aitab investeerimisotsuseid siiski märgatavalt kasumlikumaks muuta (Kert, 2007, lk 170).

2. AS OLAINFARM

2.1. AS Olainfarm tutvustus

AS Olainfarm loodi 1972. aastal ning on üks Läti suurimaid farmaatsiaettevõtteid, kellel on üle 45-aastane kogemus ravimite ning ning farmaatsiatoodete valmistamisel. Firma sihiks on toota efektiivseid ning kõrge kvaliteediga tooteid, visiooniga saada suurimaks ravimite ja keemilisi-farmaatsiliste toodete valmistajaks Baltimaades ning muuta enda tooted tuntuks üle terve maailma (aastaruanne). Hetkel kuulub ettevõtte tootevalikusse ligikaudu 115 erinevat toodet (nasdaq Baltic). Olainfarmi Grupi emaettevõtteks on AS Olainfarm, lisaks kuuluvad gruppi veel seitse tütaretevõtet: SIA Latvijas Aptieka, SIA Kiwi Cosmetics, SIA Silvanols, SIA Tonus Elast, SIA Klinika Diamed, NPK Biotest ja SIA Olaines Veselibas Centrs (AS Olainfarm, 2017).

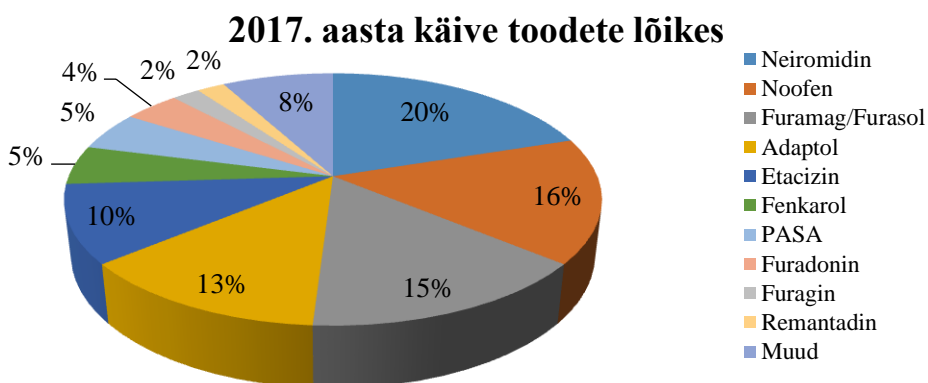
Olainfarm ekspordib oma tooteid ligikaudu viiekümnesse erinevasse riiki, mille hulka kuuluvad Baltimaad, Venemaa ning muud Euroopa ja Aasia riigid. 2017. aasta põhjal moodustab üle ühe kolmandiku (35%) müügist Venemaa turg. 25% müügist moodustas Olainfarmi koduturg ehk Läti. Lisaks tasuvad ära mainimist Ukraina ning Valgevene, mis moodustavad 2017. aasta käibest vastavalt 10% ja 8%. 2016.aastaga võrreldes kasvas Olainfarmi käive 10% 122-le miljonile ning ettevõtte jaoks kõige suurema käibega aastat. Firma suurimatest turgudest näitasid ainult Usbekistan, Poola ja Ukraina väikest käibe alanemist, kuid kõik ülejäänud suutsid käibeid hoida sama suurusjärku või suurendada. Saksamaa seejuures kasvatas käivet 103%, Holland 57% ning Valgevene 21% (Ibid.).



Joonis 2. AS Olainfarmi 2017. aasta käive riikide lõikes

Allikas: (AS Olainfarm, 2017)

AS Olainfarmi tooteportfell sisaldab 60 lõplikku annustamisravimit, 25 toimeainet ning 20 vaheühendit. Ettevõtte toodete kõrge kvaliteeti tõestab ka Olainfarmi koostöö selliste rahvusvaheliselt tunnustatud ettevõtetega nagu Novartis, Dr. Reddy's, Glenmark Generics, Sigma AU, Almirall Ranke, UQUIFA, MIAT, Actavis, Teva, Egis, PHF ning paljud teised. 2011. aastast tagab Olainfarm tuberkuloosivastast ravimit Maailma Tervishoiu Organisatsioonile (WHO) (Olainfarm, 2018). Olainfarmi tootevalik on väga lai ning seetõttu on ka toodete käive üsna ühtlane. Suurema müügiga tooted on aga Neiromidin (20%), Noofen (16%), Furamag/Furasol (15%) ning Adaptol (13%) (AS Olainfarm, 2017).



Joonis 3. AS Olainfarmi 2017. aasta käive toodete lõikes

Allikas: (AS Olainfarm, 2017)

2017. aastal lõppesid mitmed uued registreerimise protsessid Lätis, Kõrgõzstanis, Moldovas, Armeenias ning Aserbaidžaanis. Protsessid on pooleli veel Nepalis, Armeenias, Türgis, Myanmaris, Kameruunis ning Vietnamis. Ravimite poole pealt on edukalt lõppenud mitmed registreerimised tütarettevõtte NPK Biotestil. Lisaks sellele on Olainfarmi uus toode Jogurt Actio juba saadaval mitmel turul (AS Olainfarm, 2017).

Olainfarmi edukus tulevikus sõltub paljuski selles, kuidas suudetakse pürgida uutele turgudele ning välja tulla uute ravimitega ning säilitada praegust turupositsiooni tegutsevatel turgudel. Ettevõtte püüab teha kõik vajalikud sammud, et tulla turule ka Türgis (Ibid.). Olainfarmi poolt korraldatud 2017. aasta tulemuste webinaris mainis firma juhatuse liige Salvis Lapins, et antud protsess peaks lõpule jõudma 2 kuu jooksul. Ülejäänud turgudele, kuhu soovitakse siseneda, võtaks protsessi lõpuni jõudmiseks ligikaudu 3-5 kuud. Samas webinaris lisati, et 2018. aastal soovitakse investeerida täiendavalt tootearendusse, keskendudes peamiselt olemasolevate toodete arendamisega.

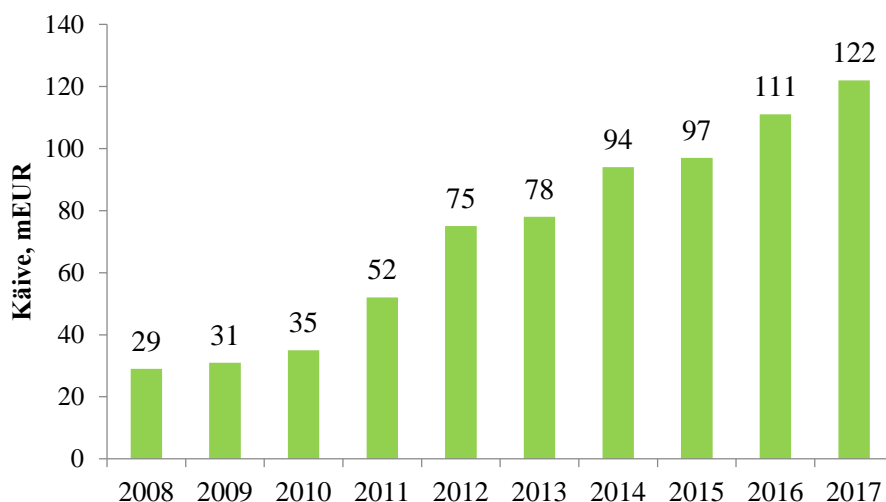
2017. aasta lõppu jäi varjutama veelgi kurvem seik, kui suri firma kaasomanik ning nõukogu liige Valeri Malõgin. Malõginist sai Olainfarmi juhatuse esimees pärast ettevõtte erastamist 1997. aastal. Tema juhtimise all kasvas firma üheks Läti suurimaks (Äripäev, 2017). Valeri Malõgini positsiooni võtsid üle tema kaks tütart (Äripäev, 2018).

2.2. AS Olainfarm finantsanalüüs

Ettevõtte finantsseisundi paremaks ülevaateks viib autor läbi lühikese finantsanalüüsi, uurides täpsemalt ajaloolisi majandustulemusi ja nende arengut, erinevaid suhtarve ning aktsia käekäiku. Läbi viidav finantsanalüüs annab informatsiooni ja aitab läbi viia rahavoogude prognoosimist ning väärtuse hindamist. Finantstulemuste hindamisel on võetud analüüsiperioodiks 2008-2017 eesmärgiga näha, kuidas ettevõttel on läinud erinevates majandustsüklites.

AS Olainfarmi käive on viimase kümne aasta jooksul iga aasta kasvanud – keskmine aastane kasvumäär on 18%. Olainfarmi pideva käibe suurenemine on paljuski tingitud asjaolust, et pidevalt püütakse siseneda uutele turgudele ning keskendutakse tootearendusse, mille abil on lihtsam siseneda uutele turgudele ning kasvatada müüki olemasolevatel turgudel.

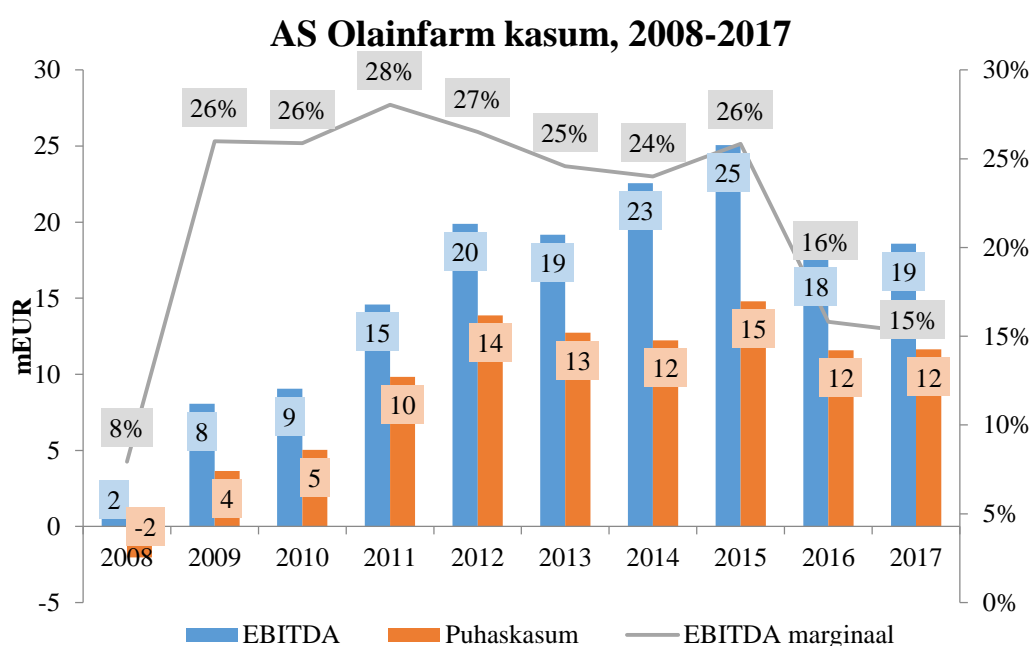
AS Olainfarm käive, 2008-2017



Joonis 4. AS Olainfarmi käive perioodil 2008-2017

Allikas: Autori koostatud

Erinevalt käibest ei ole Olainfarm suutnud kasumi puhul näidata nii stabiilset kasvu. Ainuke perioodi, mil ettevõtte teenis kahjumit oli 2008. aastal, tingituna väga suurtest müügi- ja turunduskuludest ning oodatust väiksemast käibest. Kuni 2012. aastani suudeti näidata stabiilset kasvu nii puhaskasumi kui ka EBITDA (kasum enne intresse, makse, amortisatsiooni) puhul, edaspidi on kasum püsinud peaaegu muutumatuna. 2016. ning 2017. aastal langes ettevõtte EBITDA, selle marginaal ning puhaskasum tunduvalt. Ettevõtte kasumi muutumatuna püsinud ning viimasel kahel aastal langev kasum on tingitud mitmetest faktoritest – provisjonid, valuutavahetusest tulenev kahju, sanktsioonid Venemaal, mõned ebaõnnestunud investeeringud, teatud kulude kasv.



Joonis 5. AS Olainfarmi EBITDA, puhaskasum ning EBITDA marginaal perioodil 2008-2017
Allikas: Autori koostatud

Ettevõtte põhjalikumaks finantsanalüüsiks viiakse läbi ka suhtarvude analüüs, et saada selgem ülevaade, kuidas ning kui efektiivselt ettevõtte tegutseb. Selle jaoks valis autor analüüsi nelja tüüpi suhtarve: likviidsussuhtarvud, efektiivsuse suhtarvud, finantsvõimenduse suhtarvud ning tasuvuse suhtarvud.

Tabelist 3 on leitavad AS Olainfarmi likviidsussuhtarvud. Likviidsussuhtarvud ehk lühiajalise maksevõime suhtarvud näitavad ettevõtte võimet katta enda lühiajalisi kohustisi. Üheks enamlevinuks maksevõime näitajaks on lühiajalise võlgnevuse kattekordaja, kus võrreldakse käibevarade kogusummat lühiajaliste kohustustega. Kui kreditori poole pealt on suur

kattekordaja pigem hea, siis ettevõtte jaoks tähendab see liigseid rahamahutusi käibevaradesse ning ressursside ebaefektiivset kasutamist. Antud näitaja osas on välja kujunenud üldised hindamiskriteeriumid (Tearu & Krumm, 2005, lk 19):

$K \geq 1,6$ hea maksevõime

1,2-1,59 rahuldav

0,9-1,19 mitterahuldav

$K < 0,9$ nõrk

AS Olainfarmi puhul on kattekordaja olnud pidevalt üle 2, mis viitab asjaolule, et ettevõtte on hea maksevõimega. Kuid valdav enamus vaatlusperioodist on Olainfarmil olnud natukene liiga kõrge kattekordaja ($\geq 2,5$), mis tähendab, et enda käibevarasid ei ole kasutatud nii efektiivselt.

Maksevõime kordaja näitab ettevõtte suutlikust likviidse varaga üheaegselt kõik lühiajalised kohustused tasuda (Rahandus, 2018). Üldjuhul interpreteeritakse seda järgmiselt (Tearu & Krumm, 2005, lk 20):

$K > 0,9$ hea

0,6-0,89 rahuldav

0,3-0,59 mitterahuldav

$K < 0,3$ nõrk

Olainfarmi puhul on perioodil 2008-2017 maksevõime kordaja olnud vähemalt üle 1,6, mis on hea ning näitab, et ettevõttel pole probleeme tasuda lühiajalisi kohustusi.

Rahakordaja näitab, millise osa lühiajalistest kohustustest on ettevõtte võimeline kohe tasuma. Antud juhul kindlaid piire ei ole, kuid väärtus varieerub tavaliselt 0,1-0,2 vahel (Tearu & Krumm, 2005, lk 20). Olainfarmi kõige likviidsemad käibevarad ületavad lühiajalised kohustused, mis viitab, et ettevõttel pole probleeme tasuda ka väga lühiajalisi võlgnevusi.

Tabel 3. AS Olainfarmi likviidsussuhtarvud perioodil 2008-2017

Näitaja	Aasta									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	1,36	2,35	3,63	3,40	2,93	2,91	2,50	3,43	2,72	2,05
Maksevõime kordaja	1,68	2,92	4,33	3,94	3,22	2,87	2,27	3,02	2,29	1,70
Rahakordaja	1,06	1,76	2,31	1,77	1,11	0,93	0,83	1,18	0,74	0,57

Allikas: Autori koostatud

Efektiivsuse suhtarvud näitavad ettevõtte varade kasutamise efektiivsust.

Varade käibekordaja puhul tuleb ettevõtte müügikäive jagada keskmiste varadega. Mida kõrgem on antud näitaja, seda efektiivsem on varade kasutamine (Tearu & Krumm, 2005, lk 22).

Lühiajalise võlgnevuse katekordaja või debitoorse võlgnevuse käibekordaja näitab, kui suure osa ettevõtte aastasest netokäibest moodustab deebitoride debitoorne võlgnevus (ostjate laekumata arved) ehk mitu korda toimub aruandeperioodi jooksul debitoorse võlgnevuse tasumine deebitoride poolt (Rahandus, 2018). Näitaja leitakse müügitulu jagamisel keskmise debitoorse võlgnevusega. Kui antud näitaja on kõrge, siis tegeleb ettevõtte aktiivselt võlgade tagasi saamisega ning samuti iseloomustavad seda lühikesed maksetähtjad (Tearu & Krumm, 2005, lk 23).

Keskmine laekumisperiood leitakse jagades aruandeperioodi päevade arvu lühiajalise võlgnevuse käibekordajaga. Mida lühem on debitoorse võlgnevuse laekumisperiood, seda parem, sest raha laekub ettevõttele kiiremini tagasi (Rahandus, 2018). Pikk raha laekumise välde vähendab likviidsust, lühike raha laekumise välde võib pidurdada läbimüüki (Tearu & Krumm, 2005, lk 24).

Varude käibekordaja saadakse müügitulu jagamisel keskmise varuga. Kordaja näitab kauba või materjalivarude kasutamise efektiivsust. Mida suurem on varude käibekordaja, seda efektiivemalt ja kiiremini kasutatakse varusid (varudesse investeeritud raha hulk ei ole väga suur) (Rahandus, 2018).

Varude käibevälde leitakse aruandeperioodi päevade arvu jagamisel varude käibekordajaga. Kordaja näitab mitme päeva jooksul varud läbi müüakse. Lühike varude käibevälde on hea seetõttu, et väike laovaru tagab madalamad ühikukulud, sellel on positiivne mõju kasumlikkusele ning kaubad ei jää lattu seisma (Ibid.).

Tabel 4. AS Olainfarmi efektiivsuse suhtarvud perioodil 2008-2017

Näitaja	Aasta									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Varade käibekordaja	0,68	0,71	0,79	1,02	1,20	0,98	0,95	0,87	0,84	0,84
Lühiajalise võlgnevuse	3,53	3,49	3,12	3,20	3,02	2,47	3,06	3,32	3,32	3,47

kattekordaja										
Keskmine laekumisperiood	103	105	117	114	121	148	119	110	110	105
Varude käibekordaja	3,05	3,21	3,67	5,51	7,84	6,34	5,61	4,91	4,92	5,01
Varude käibevalde	120	114	99	66	47	58	65	74	74	73

Allikas: Autori koostatud

Finantsvõimenduse suhtarvud näitavad, kui palju kasutab ettevõtte enda tegevuse finantseerimiseks võõrkapitali.

Võlakordaja on suhtarv, mis näitab kui suure osa ettevõtte koguarast moodustab laenukapital. Kui kordaja on $< 0,5$, siis finantseeritakse enamik varadest omakapitali arvelt (Rahandus, 2018).

Kohustiste ja omakapitali suhe näitab võõrkapitali ja omakapitali kasutamise suhet.

Intresside kattekordaja puhul jagatakse ärikasum aruandeperioodi intressikuluga. Kordaja näitab ettevõtja laenuteenindamise võimet ehk kas teenitav põhitegevuskasum on piisav, et katta kõik intressikulud. Intresside kattekordaja peaks olema vähemalt 2,5 (Ibid.).

Tabel 5. AS Olainfarmi finantsvõimenduse suhtarvud perioodil 2008-2017

Näitaja	Aasta									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Võlakordaja	0,53	0,43	0,35	0,31	0,24	0,31	0,32	0,25	0,33	0,33
Kohustise ja omakapitali suhe	1,11	0,75	0,55	0,45	0,32	0,45	0,46	0,34	0,50	0,49
Intresside kattekordaja	-1,45	8,29	15,61	46,19	68,72	95,75	63,50	88,20	38,26	27,55

Allikas: Autori koostatud

Tasuvuse suhtarvud näitavad kui palju toodab ettevõttesse paigutatud kapital kasumit.

Kasumimarginaalide puhul tuleb vastav kasuminumber jagada müügituluga. Marginaal näitab kui suure osa müügitulust moodustab kasum. Mida suurem on kasumimarginaal seda parem. Järelikult on ettevõtte kasumlik ning suudab enda kulusid hoida hästi kontrolli all.

Varade puhasrentaablus saadakse puhaskasumi jagamisel varadega. Kordaja näitab ettevõtte varade kasutamise efektiivsust puhaskasumi teenimiseks ehk kui palju kasumit teenib iga ettevõtte varasse investeeritud üks euro (Rahandus, 2018).

Omakapitali puhasrentaablus saadakse puhaskasumi jagamisel omakapitaliga. Kordaja on üks kõige olulisemaid kasumitootluse näitajaid, mis kajastab omanike poolt ettevõttesse paigutatud kapitali tasuvust (Tearu & Krumm, 2005, lk 29).

Tabel 6. AS Olainfarmi tasuvuse suhtarvud perioodil 2008-2017

Näitaja	Aasta									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Brutokasumimarginaal	75%	98%	83%	89%	77%	68%	68%	67%	63%	61%
EBITDA marginaal	9%	26%	26%	29%	27%	29%	21%	26%	16%	15%
Ärikasumimarginaal	-4%	16%	19%	24%	23%	24%	17%	19%	11%	10%
Puhaskasumimarginaal	-7%	11%	14%	19%	19%	16%	13%	16%	10%	10%
Varade puhasrentaablus (ROA)	-4,6%	7,9%	11,1%	17,6%	20,8%	13,9%	11,5%	12,9%	8,0%	7,9%
Omakapitali puhasrentaablus (ROE)	-9,7%	13,8%	17,2%	25,5%	27,5%	20,2%	16,7%	17,3%	12,0%	11,8%

Allikas: Autori koostatud

2.3. AS Olainfarmi aktsia ülevaade

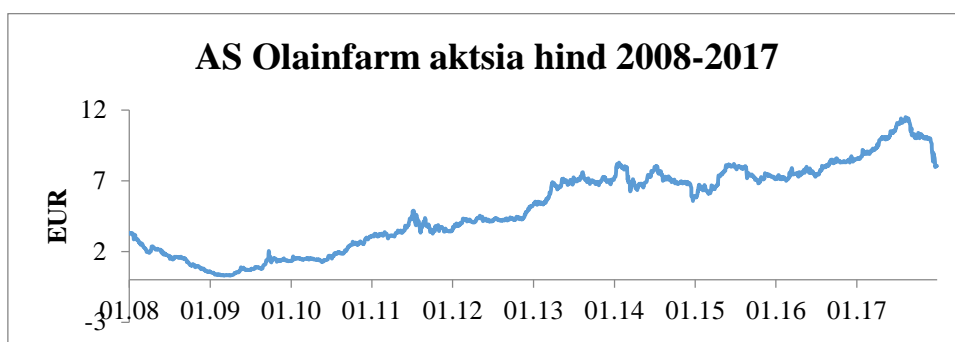
AS Olainfarmi aktsiad noteeriti 1997. aastal Riia börsil. 2008. aastast kuulub Riia börs Nasdaq Balti nimekirja.

Tabel 7. AS Olainfarmi väärtpaberi informatsioon

ISIN	LV0000100501
Sümbol	OLF1R
Nimekiri	Baltic Main List
Emitent	Olainfarm (OLF)
Nominaalväärtus	1.4 EUR
Väärtpaberite arv	14 085 078
Emiteerimise kuupäev	9.06.1997

Allikas: (Nasdaq OMX - AS Olainfarm, 2018)

AS Olainfarmi aktsia on alates 2008. aasta algusest tõusnud 157.2%. Ettevõtte aktsia kõige madalam hind oli 3. märtsil 2009. aastal, kui aktsia sulgus 0.3 euro juures. Aktsia saavutas kõrgeima taseme 9. augustil 2017. aastal, kus aktsia viimane hind oli 11.5 eurot. 2017. aasta lõpu seisuga on aktsia langenud -30%. Keskmise aastane tootlus perioodil 2008-2017 oli Olainfarmi aktsial 44%. Suurima tõusuga aasta oli 2009, kui aktsia hind tõusis eelneva aastaga võrreldes 147%. 2010. aastal oli sama näitaja 131%. 10 aasta jooksul on Olainfarmi aktsia näidanud kahel aastal negatiivset tootlust. 2014. aasta tootlus oli -16% ning 2017 -5%.



Joonis 6. AS Olainfarmi aktsia hind perioodil 2008-2017

Allikas: (Nasdaq OMX - AS Olainfarm, 2018)

Tabel 8. AS Olainfarmi aktsia hind ja muutus perioodil 2008-2017

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aktsia hind aasta lõpul (EUR)	0,54	1,34	3,09	3,49	5,25	7,06	5,93	7,11	8,51	8,05
% muutus		147%	131%	13%	50%	34%	-16%	20%	20%	-5%

Allikas: (Nasdaq OMX - AS Olainfarm, 2018)

3. AS OLAINFARMI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. AS Olainfarmi õiglase väärtuse hindamise diskonteeritud rahavoogude meetodil

3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine

Käesolevas bakalaureusetöös on autor võtnud tulevaste rahavoogude arvutamiseks prognoositavaks ajaperioodiks järgnevad viis aastat (2018-2022), peale mida võetakse antud aasta põhjal terminaalväärtus. Terminaalväärtuse puhul eeldatakse, et ettevõtte rahavood kasvavad edasi stabiilselt sarnase kasvumääraga.

AS Olainfarm on analüüsitava kümne aastase perioodi jooksul näidanud väga head käibe kasvu. Iga aasta on suudetud enda tulusid kasvatada ning seda keskmiselt 18,3% aastas. Eduka ning järjest suureneva müügi peamiseks põhjusteks on pidev pürgimine uutele turgudele ning toodete arendamine. Ettevõtte on võtnud ka tulevikus suureks eesmärgiks jätkata sisenemist uutele turgudele. Lisaks, sõltub Olainfarmi edukus tulevikus paljuski sellest, kas suudetakse välja tulla uute ravimitega ning säilitada praegust turupositsiooni tegutsevatel turgudel. Ettevõtte püüab teha kõik vajalikud sammud, et tulla turule Türgis, mille protsess peaks lõpule jõudma 2 kuu jooksul. Ülejäänud turgudele, kuhu soovitakse siseneda, võtaks protsessi lõpuni jõudmiseks ligikaudu 3-5 kuud.

Müügitulu prognoosimisel on autor arvesse võtnud Euroopa Komisjoni poolt hinnatud Läti SKP kasvu järgnevateks aastateks, milleks on 3-3,5%. Lisaks sellele, on käibe prognoosil arvesse võetud ka inflatsioon, mis autori hinnangul võiks jääda 3% juurde. Antud hinnang ühtib ka Euroopa Komisjoni hinnanguga, kus 2017-2019 aastate keskmine inflatsioon on 3% (European Commission, 2018).

Käibe prognoosil võtab autor arvesse ka ettevõtte sisest potentsiaalset kasvu. Nagu eelnevalt mainitud plaanib ettevõtte hakata müüma enda tooteid uutel turgudel ning kindlustada enda positsiooni olemasolevatel turgudel läbi uuendusliku tootearenduse. Lähtudes veel lisaks ettevõtte heast suutlikkusest enda müüginumbreid iga aastaga kasvatada võtab autor iga-aastaseks käibekasvuks 7%. Prognoosi puhul on võetud ka eelduseks aspekt, et

majanduskeskkond ei pruugi järgnevatel aastatel kasvada sarnase tempoga, mistõttu langeks ka Olainfarmi käibe kasvumäär.

Kulude prognoosimisel on autor lähtunud üldisest keskmisest kulude osakaalust käibe suhtes. Müüdüd toodangu omamaksumuse puhul on osakaaluks võetud ligikaudu 40%, millele lisandub iga aasta juurde keskmine müüdüd toodangu maksumuse kasvutempo. Administratiivkulude prognoosimisel on võetud arvesse ettevõtte pidevat arenemist uutele turgudele ning uute toodete valmistamist, mistõttu on eeldatud, et antud kulud äri kasvamisel samuti tõusevad.

Kapitalikulu puhul on eeldatud, et antud tase jääb sarnasele tasemele amortisatsiooniga. 2018. aasta kapitalikulu puhul on sisse arvestatud ka Olainfarmi plaan investeerida 3 miljonit eurot tootearendusse. Arvestades veel asjaolu, et ettevõtte püüab pidevalt siseneda ka uutele turgudele ning sama aeg ka tegeleda tootearendusega, on autori arvates selline kapitalikulu tase mõistlik.

Tabel 9. Vabade rahavoogude prognoosimisel arvesse võetud sisendid ning nende osakaalud.

Näitaja	Osakaal
Brutomarginaal	58.0%
Administratiivkulude osakaal käibest	19.0%
Muud kulud käibest	23.0%
Maksumäär	15.0%
Käibekapitali osakaal müügitulust	2.0%
Kapitalikulu osakaal müügitulust	4.9%
Amortisatsiooni osakaal varast	6.1%

Allikas: Autori koostatud

Tabelis 9 välja toodud sisendite osakaalude põhjal arutati ettevõtte vabad rahavood. Rahavoogude prognoosimisel on autor lähtunud pigem riskantsemast stsenaariumist – Olainfarmi tulude kasv ei jätku tulevikus sama tempoga ning kasvutempo isegi väheneb mõned protsendid. Sienemine uutele turgudele ja uute toodete turule toomine võib tõsta müüdüd toodangu omamaksumust ning administratiivkulusid, mille tõttu ei kasva ettevõtte EBITDA ning ärikasum nii suure tempoga. Kapitalikulude suurem osakaal on tingitud sellest, et ettevõtte püüab pidevalt arendada uusi ravimeid ning saada lubasid ja litsentse, et müüa

enda tooteid erinevates riikides. Samuti on vabade rahavoogude prognoosimisel arvesse võetud Olainfarmi suurimaid turge, mis võivad kujutada ettevõtte äri suuri riske.

Tabel 10. AS Olainfarmi vabad rahavood 2018-2022

EUR '000	2018	2019	2020	2021	2022
Käive	131,866	142,438	153,833	161,525	169,601
Müüdud kaupade kulu	-55,363	-56,975	-61,533	-64,610	-67,841
Brutokasum	76,503	85,463	92,300	96,915	101,761
Muud kulud	-63,889	-72,444	-78,239	-82,151	-86,259
EBITDA	17,799	18,256	19,350	20,106	20,897
Amortisatsioon	5,185	5,237	5,289	5,342	5,395
Ärikasum (EBIT)	12,614	13,019	14,061	14,764	15,502
Maksud	1,892	1,953	2,109	2,215	2,325
Kapitalikulu	6,513	6,579	6,644	7,449	7,523
Käibekapital	2,637	2,849	3,077	3,231	3,392
Vaba rahavoog	6,756	6,876	7,520	7,212	7,657

Allikas: Autori koostatud

3.1.2. AS Olainfarmi kapitali kaalutud keskmine hind

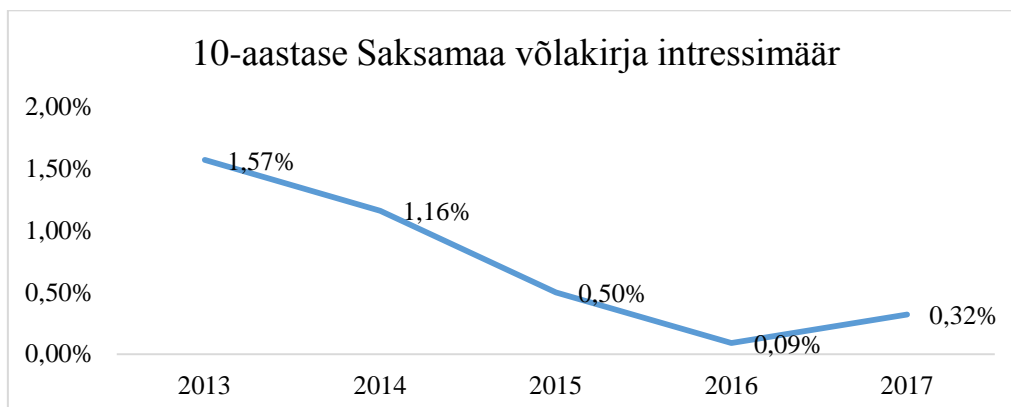
Kapitali kaalutud keskmise hinna ehk WACC-i leidmiseks on vajalik arvutada omakapitali ning võõrkapitali hind. Omakapitali hinna puhul kasutatakse CAPM-i mudelit ning võõrkapitali hinna arvutamisel lähtutakse ettevõtte finantsaruandest.

Võõrkapitali hinna leidmiseks tuleb leida ettevõtte lühi- ja pikaajaliste laenukohustuste summa ning nende kohustuste intressikulu. Olainfarmi 2017. aasta finantsaruandest lähtudes on ettevõtte laenukohustuste summa ligikaudu 30 miljonit eurot ning intressikulu on 0,44 miljonit eurot. Sellest lähtudes tuleb keskmiseks laenuintressimääraks ning võõrkapitali hinnaks 1,5%.

CAPM-i mudeli põhjal omakapitali hinna leidmisel on vajalik teada turu riskipreemiat, riskivaba tulumäära ning beetakordajat, mis näitab ettevõtte riskimäära.

Riskivabaks tulumääraks võetakse üldjuhul ettevõtte riigi võlakirja tootlus. Läti riigil küll eksisteerivad võlakirjad, kuid kuna need on väga ebalikviidsed on autor otsustanud selle

asemel kasutada Saksamaa 10-aastase võlakirja tootlust. Tootlus on arvatud viimase 5 aasta tootluse põhjal ning sellisel juhul tuleks riskivabaks tulumääraks 0.73%.



Joonis 7. 10 – aastase Saksamaa võlakirja intressimäär

Allikas: (OECD, 2018)

Lisaks võlakirja tootlusele tuleb juurde liita veel riigi riskipreemia. Aswath Damodarani kodulehel leitava andmete põhjal on Läti riigi riskipreemiaks 1.38% (Damodaran, 2018). Sellest lähtuvalt on riskivabaks tulumääraks 2.11%.

Turu riskipreemia puhul on võetud aluseks 2018. aasta Credit Suisse aastaraamat, mille põhjal on 1968.-2017. aasta võlakirja turu riskipreemiaks 5.1% (Credit Suisse, 2018). Ettevõtte riski mõõtev näitaja ehk beetakordaja on võetud Euroopa farmaatsiatoodete keskmisel näitajal, milleks on 1.34 (Damodaran, 2018). Lähtudes antud andmetest tuleb ettevõtte kapitali kaalutud keskmiseks hinnaks 6.7%.

Tabel 11. Kapitali kaalutud keskmine hind ning selle arvutamiseks vajalikud näitajad

Riskivaba tulumäär	2.1%
Turu riskipreemia	5.1%
Beetakordaja	1.34
Omakapitali hind	8.9%
Võõrkapitali hind	1.5%
Omakapitali osakaal	70%
Võõrkapitali osakaal	30%
Kapitali kaalutud keskmine hind	6.7%

Allikas: Autori koostatud

3.1.3. Terminaalväärtuse leidmine ning ettevõtte väärtuse hindamine

Ettevõtte väärtuse leidmiseks tuleb esmalt arvutada terminaalväärtus. Prognoositud viimase aasta vabaks rahavooks on ligikaudu 7,7 miljonit eurot. Arvestades ettevõtte omakapitali tootlust ja osakaalu enda ressurssidest, mis suunatakse tagasi ettevõttesse, on kasvumääraks 2.4%. Antud andmete põhjal on ettevõtte terminaalväärtuseks 130 miljonit eurot.

Tabel 12. AS Olainfarmi diskonteerimata ja diskonteeritud rahavood ning terminaalväärtus

EUR '000	2018	2019	2020	2021	2022	Terminaalväärtus
Diskonteerimata	6,756	6,876	7,520	7,212	7,657	175,955
Diskonteeritud	6,331	6,038	6,189	5,562	5,534	130,170

Allikas: Autori koostatud

Terminaalväärtuse ning vabade rahavoogude põhjal saab arvutada ettevõtte väärtuse, milleks tuleb hinnanguliselt ligikaudu 160 miljonit eurot. AS Olainfarmil on kokku 14 085 078 aktsiat, mis teeb ühe aktsia õiglaseks väärtuseks 11.3 eurot. 12. aprilli seisuga oli Olainfarmi aktsia turuhinnaks 8.55 eurot ehk ettevõtte hindamisel saadud aktsia õiglase väärtus on 24.6% kõrgem hetkel olevast turuhinnast.

Ettevõtte väärtuse jaoks viiakse läbi ka sensitiivsusanalüüs kapitali kaalutud keskmise hinna, kasvumäära ja brutomarginaali põhjal.

Tabelis 13 näitab, kuidas mõjutab aktsia hinda kapitali kaalutud keskmise hinna ja kasvumäära muutumine. Aktsia hinnad on väga sõltuvad mõlemast faktorist ning nagu tabelist näha, siis on ka aktsia hind väga muutlik. See on paljuski tingitud asjaolust, et terminaalväärtus moodustab enamuse ettevõtte väärtusest.

Tabel 13. AS Olainfarmi aktsia hinna sõltuvus kapitali kaalutud keskmisest hinnast ja kasvumäärast

WACC	Kasvumäär					
	11.3	1.4%	1.9%	2.4%	2.9%	3.4%
8.70%	6.97	7.36	7.82	8.35	8.98	
7.70%	8.09	8.64	9.30	10.09	11.07	
6.70%	9.63	10.45	11.47	12.75	14.42	
5.70%	11.88	13.21	14.95	17.31	20.69	
4.70%	15.50	17.95	21.46	26.93	36.59	

Allikas: Autori koostatud

Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatud WACC ning kasvumäära ettevõtte aktsia hind tabelis on natukene erinev väärtuse hindamisel saadust, kuid see on tingitud sellest, et kõik sisendid on tabelisse sisestatud käsitsi. Nagu näha tabelist, siis võib erinev kasvumäära ja WACC-i kasutamine anda ligikaudu viiekordse erinevusega aktsia hinna. Madalaim aktsia hind 8.7% WACC-i ning 1.4% kasvumäära puhul. Kõrgeima aktsia hinna puhul on WACC 4.7% ning kasvumäär 3.4%. Kapitali kaalutud keskmise hinna samaks jäämisel ning kasvumäära vähenemisel 0.5% võrra langeks aktsia hind ligikaudu 9%. Kasvumäära samaks jäämisel, kuid WACC-i suurenemisel 1% võrra väheneks aktsia hind aga ligikaudu 19%.

Tabelis 14 on näha, milline mõju on brutomarginaalil ning kapitali kaalutud keskmisel hinnal Olainfarmi aktsia hinnale. Antud tabelis on selgelt näha, et brutomarginaalil on väiksem mõju aktsia hinnale kui kasvumääral.

Tabel 14. AS Olainfarmi aktsia hinna sõltuvus brutomarginaali ning kapitali kaalutud keskmisest hinnast.

WACC	Brutomarginaal					
	11.3	50%	55%	60%	65%	70%
8.70%	7.05	7.41	7.78	8.14	8.50	
7.70%	8.50	8.87	9.24	9.61	9.98	
6.70%	10.62	10.99	11.37	11.75	12.13	
5.70%	14.01	14.40	14.78	15.17	15.55	
4.70%	20.32	20.72	21.11	21.50	21.89	

Allikas: Autori koostatud

Madalaima ning kõrgeima aktsia hinna vahe sensitiivsusanalüüsi põhjal on ligikaudu kolmekordne. Brutomarginaali vähenemisel 5% võrra langeks aktsia hind umbes 3%. Kapitali kaalutud keskmise hinna suurenemisel 1% võrra oleks aktsia hind 19% madalam.

3.2. AS Olainfarmi õiglase väärtuse hindamine võrdlevate suhtarvude meetodil

Ettevõtte hindamiseks võrdlevate suhtarvude meetodil on autor valinud kindlad suhtarvud ning ettevõtted, mis sobiksid analüüsi. Suhtarvude puhul on analüüsi kaasatud näitajad, mis annavad informatsiooni ettevõtete finantsseisust ning mille abil saab hinnata AS Olainfarmi õiglast väärtust. Autor on käesoleva hindamise jaoks välja valinud järgnevad suhtarvud: P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA, dividendimäär ning omakapitali tootlus (ROE).

Ettevõtetest on analüüsi kaasatud Olainfarmile sarnase tegevusalaga tervishoiusektori ettevõtted nii Balti, Põhjamaade kui ka Venemaa börsilt: Grindeks, Bavarian Nordic, FeelGood Svenska, Oriola OYJ, Capiro, OTCPharm, Protek.

Tabel 15. AS Olainfarmi ning võrreldavate ettevõtete suhtarvud.

Ettevõtte nimi	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	ROE	Dividendimäär
Grindeks	7,04	0,56	0,54	4,49	8,30%	2,01%
Bavarian Nordic	29,6	2,18	3,99	8,17	8,02%	
FeelGood Svenska	15,52	2,22	0,54	13,13	15,30%	2,24%
Oriola OYJ	17,65	2,32	0,31	9,29	12,91%	3,56%
Capiro	15,02	0,96	0,36	16,59	6,62%	
OTCPharm PAO	4,07	0,76	1,03	3,22	20,68%	
Protek PAO	7,36	1,5	0,2	6,31	21,30%	5,84%
Võrreldavate ettevõtete keskmine	13,75	1,5	1,00	8,74	13,3%	2%
Tervishoiusektori keskmine	33,59	5,13	7,53	11,81	15,04%	1,52%
Olainfarm	10,35	1,22	0,99	7,91	11,79%	2,46%

Allikas: (Retuers, Nasdaq Nordic ning autori arvutused AS Olainfarmi 2017. majandusaasta aruande baasil)

Tabelist 15 on näha, et tervishoiusektori keskmised suhtarvud erinevad väga suurel määral AS Olainfarmi omast. Seetõttu ei oleks mõistlik tervishoiusektori keskmiseid näitajaid võrrelda Olainfarmi omadega, sest saadud tulemused annaksid eksitavat informatsiooni. Olainfarmi aktsia õiglase väärtuse hindamisel on asjakohasem kaasata võrdlevate ettevõtete keskmised suhtarvud, sest tegutsevad sarnasel tegevusalal ning seetõttu ei erine oluliselt ka suhtarvud.

AS Olainfarmi aktsia hind on fikseeritud 12.04.2018 seisuga, mil oli turuhinnaks 8.55 eurot. Hinna ja kasumi ehk P/E suhe on 2017. majandusaasta aruande põhjal 10.35. Võrreldavate ettevõtete keskmine P/E suhe on aga 13.75 ehk 24,71% kõrgem kui Olainfarmi oma. Selle põhjal tuleks ettevõtte aktsia õiglaseks väärtuseks 10.66 eurot.

Olainfarmi hinna ja raamatupidamislik suhe on 1.22 ning võrreldavate ettevõtete keskmine on 1.5, mis näitab, et analüüsitud ettevõtte on 18,63% alahinnatud. P/B suhtarvu järgi oleks ettevõtte õiglaseks väärtuseks 10.14 eurot.

Hinna ja käibe ehk P/S suhe on mõlemal üsna sarnane – Olainfarmi P/S suhe on 0.99 ning võrdlusgrupi oma 1.00. Antud andmed näitavad, et Olainfarmi aktsia on ainult 0,93% alahinnatud.

AS Olainfarmi EV/EBITDA suhe on nende majandusaasta aruande põhjal arvutades 7.91 ning võrdlusgrupi antud näitaja on 8.74. EV/EBITDA põhjal on Olainfarmi aktsia 9,57% alahinnatud, mis teeks aktsia õiglaseks väärtuseks 9.37 eurot.

Kahte järgmist suhtarvu, milleks on ROE ja dividendimäär, ei kasutata õiglase väärtuse hindamisel, kuid on välja toodud võrdlustabelis, sest on ikkagi investorile väga vajalikud ning informatiivsed näitajad. Olainfarmi omakapitali tootlus on üsna korralikul 11,79% tasemel, kuid jääb natukene alla võrdlusgrupi omale, milleks on 13,79%. Dividendimäära poolest ületab aga Olainfarmi oma nii võrdlusgrupi kui ka kogu tervishoiusektori keskmist dividenditootlust. Võrdlusgrupi puhul tuleb täheldada seda, et kolm ettevõtet ei maksa üldse dividende.

Tabel 16. AS Olainfarm väärtus suhtarvude alusel.

Suhtarv	Õiglane väärtus suhtarvude alusel	Aksia hind (12.04)	Erinevus
P/E	10.66	8.55	24.71%
P/B	10.14		18.63%
P/S	8.63		0.93%
EV/EBITDA	9.37		9.57%

Allikas: Autori koostatud

Tabel 17. AS Olainfarmi õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude baasil.

AS Olainfarmi õiglane väärtus	Aksia hind (12.04)	Erinevus
9,70	8,55	11,86%

Allikas: Autori koostatud

Võrdlevate suhtarvude meetodil põhineva analüüsi põhjal tuli aktsia õiglase hinna vahemikuks 8.63-10.66 eurot. Kõige suurema erinevusega oli P/E suhe, mis viitas, et ettevõtte aktsia on 24,71% alahinnatud. Kõige väiksema erinevusega oli P/S, näidates ettevõtte õiglaseks väärtuseks 0,93% rohkem kui fikseeritud turuhind.

Kõiki analüüsis kasutatud näitajaid arvesse võttes tuleks Olainfarmi aktsia õiglaseks väärtuseks 9.7 eurot ehk 11,86% rohkem kui fikseeritud turuhind 8.55 eurot.

3.3. Hinnang saadud tulemustele

AS Olainfarmi väärtust hinnati diskonteeritud rahavoogude meetodil ning võrdlevate suhtarvude meetodil. Diskonteeritud rahavoogude meetodil prognoositi ettevõtte vabad rahavood ning selle põhjal arvutati ettevõtte õiglane väärtus. Võrdlusmeetodi põhjal valiti välja kindlad ettevõtted, mille tegevusvaldkond oleks sarnane analüüsitava ettevõttega. Lisaks valiti välja suhtarvud, mis annaksid piisavalt informatsiooni ettevõtte väärtuse hindamiseks.

Diskonteeritud rahavoogude hindamisel tuli esmalt läbi viia ettevõtte finantsanalüüs, et saada rohkem infot ettevõtte toimimise kohta. Olainfarmi rahavoogude prognoosimisel lähtus autor eeldusest, et ettevõtte kasvab uutele turgudele ning tegeleb pidevalt ka tootearendusega. Lisaks eeldas autor, et ettevõtte käive ei pruugi pidevalt sama tempoga kasvada, mis võib olla tingitud majanduskeskkonna kasvu aeglustumisest ning ettevõtte suuremate turgude riskidest. Pidev tootearendus ning laienemine uutele turgudele võib kasvatada ka teatud kuluallikaid. Prognooside kohaselt tuli 2018. aasta vabaks rahavooks 6.8 miljonit eurot ning viimase prognoosiaasta ehk 2022. aasta vabaks rahavooks 7.7 miljonit eurot. Rahavoogude diskonteerimiseks kasutati kapitali kaalutud keskmist hinda, milleks oli 6,7% ning kasvumäära 2,4%. 2018-2022 perioodi diskonteeritud vabaks rahavooks saadi kokku 29.6 miljonit eurot. Terminaalväärtuseks tuli 130 miljonit eurot. Antud andmeid arvesse võttes tuli ettevõtte õiglaseks väärtuseks ligikaudu 160 miljonit eurot ehk 11.3 eurot aktsia kohta. Omakapitali hinna arvutamiseks tuleb ettevõtte väärtusest maha arvata kõik intressikandvad kohustused ning sellest lähtudes tuleks omakapitali hinnaks 130 miljonit eurot.

Kõik analüüsi kaasatud suhtarvud viitasid asjaolule, et ettevõtte aktsia on alahinnatud. Kõige suurema erinevusega oli P/E suhtarv, mille põhjal peaks ettevõtte õiglase aktsia hind olema 10.66 eurot ehk 24.71% kõrgemal hetke turuhinnast. Hinna ja raamatupidamisliku väärtuse alusel oleks ettevõtte õiglase aktsia hind 18.63% kõrgem praegusest aktsia hinnast ehk 10.14 eurot. P/S suhtarv sarnaneb kõige rohkem hetke turuhinnale. Antu suhtarvu põhjal tuleb aktsia õiglaseks väärtuseks 8.63 eurot. EV/EBITDA suhtarvu põhjal on aktsia õiglaseks hinnaks 9.37 eurot, mis näitab, et ettevõtte õiglase hind peaks olema 9.57 eurot. Nende nelja suhtarvu baasil tuleks aktsia hinnavahelekuks 8.63-10.66. P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA keskmise põhjal on aktsia õiglaseks väärtuseks 9.7 eurot ehk 11.86% kõrgem praegusest turuhinnast.

AS Olainfarmil on palju kasvuruumi, kuna pidevalt üritatakse pääseda uutele turgudele, tulla välja uute ravimitega ning parandada olemasolevaid tooteid. Türgis peaks Olainfarm turule tulema lähikuude jooksul, teistes riikides peaks protsessi lõpule viima 3-5 kuu pärast. Suure tõenäosusega jätkab ettevõtte käive kasvamist, kui suudetakse enda arenguplaanid ellu viia, kuid kasumlikkus oleneb juba paljudest muudest faktoritest. Ettevõtte edukus just kasumi kasvatamisel oleneb sellest, kui hästi suudetakse enda kulusid kontrolli all hoida ning teha seda stabiilselt. Viimasel paaril aastal ei ole erinevate kulude osakaalude suurenemised lasknud ettevõtte kasumil kasvada. Kuidas suudetakse seda aga muuta oleneb paljuski ettevõtte juhatuse suutlikusest. Lisaks sellele mõjutavad ettevõtet ka riskid, mida nad ei suuda

ise kontrollida. Nendeks on poliitilised ning valuutaga seotud riskid, mis tulenevad ettevõtte suurematest turgudest Venemaal ning Valgevenes. Erinevad sanktsioonid ning poliitilised vastuolud võivad märgatavalt mõjutada Olainfarmi müüki ning kasumit.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks oli uurida erinevaid meetodeid, millega hinnata ettevõtte õiglast väärtust ning kahe meetodi põhjal viia läbi praktiline hindamine AS Olainfarmi ettevõtte väärtuse kohta. Analüüsimeetoditena kasutati kahte kõige levinumat väärtuse hindamise meetodit, milleks oli diskonteeritud rahavoogude ning võrdlevate suhtarvude meetod. Praktilise hindamise poole pealt püstitas autor eesmärgiks selgitada välja, kas Olainfarm on õiglaselt hinnatud või mitte.

Töö esimene pool koosnes teoreetilisest taustast, kus tutvustati ettevõtte väärtuse hindamise olemust, eesmärke ning meetodeid. Lisaks sellele tutvustati lähemalt diskonteeritud rahavoogude ning võrdlevate suhtarvude meetodit. Töö teises poole tutvustati lähemalt AS Olainfarmi – millega ettevõtte tegeleb, kuidas on olnud tema finantsid eelnevatel aastatel, milline on olnud ettevõtte aktsia käekäik ning tehti ka ettevõtte lühike finantsanalüüs. Kolmas osa tööst kujutas endast juba praktilist poolt ehk Olainfarmi väärtuse hindamist kahe meetodi põhjal.

Eesmärgi paremaks saavutamiseks püstitas autor ka kindlad uurimisküsimused:

1. Mis on AS Olainfarmi õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
2. Mis on AS Olainfarmi õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
3. Kas AS Olainfarm on õiglaselt hinnatud?
4. Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused?
5. Kui palju erineb kahe meetodi keskmine väärtus AS Olainfarmi turuhinnast?

Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil lähtub sellest, et hinnatava vara või ettevõtte väärtus sõltub tulevikus saadavatest rahavoogudest, mis diskonteeritakse nüüdisväärtusesse. Lisaks sõltub ettevõtte väärtus riskitasemest ja omanike nõutavast tulunormist. Diskonteeritud rahavoogude mudel on väga põhjalik, sest analüüs on üles ehitatud detailsele prognoosile iga finantskirje kohta, mis on seotud rahavoogudega. Meetodi puhul on oluline ka mudeli kasutatav diskontomäär, mis võtab arvesse riski ja ajaloolist volatiilsust.

Võrdlevate suhtarvude meetodi puhul hinnatakse vara selle põhjal, kuidas on turul hetkel hinnatud sarnased varad. Selleks tuleb leida ettevõtted, kes sarnanevad hinnatava ettevõttega tegevusala, suuruse ning suhtarvude poolest. Antud aspekt on oluline seetõttu, et sellest oleneb praktiliselt terve analüüsi tulemus. Valides hindamisse valed ettevõtted annaksid need

eksitavat informatsiooni analüüsitava ettevõtte kohta ning siis ei oleks ka õiglane väärtus korrektne.

Esimese uurimisküsimusele vastamiseks tuli esmalt prognoosida AS Olainfarmi vabad rahavood, milleks tuli esmalt analüüsida ettevõtte eelmiste aastate majandustulemusi ning kuidas võiks ettevõtte areneda tulevikus. Müügitulude prognoosimisel lähtus autor eelnevate aastate tugevast käibe kasvust ning Olainfarmi poliitikas pääseda uutele turgudele, tegeleda uute ravimite tootmisega ning olemasolevate arendamisega. Sellest lähtuvalt peaks Olainfarmi tulud ka edaspidi kasvama. Kulude puhul lähtuti ajaloolisest osakaalust müügitulusse. Teatud kulukirje puhul eeldati, et nende osakaal võib tulevikus mõne protsendi võrra tõusta. Amortisatsiooni puhul lähtuti eelnevate aastate keskmisest numbrist ning kapitalikulu prognoosil võeti arvesse ettevõtte soovi jätkata ettevõtte arendamist. Õiglase väärtuse hindamisel oli veel vajalik arvutada diskontomäär, milleks kasutati kapitali kaalutud keskmist hinda. Selle puhul võeti arvesse riskivaba tulumäära, turu riskipremiat ning riski ehk beetakordajat. Võõrkapitali puhul lähtuti ettevõtte laenude keskmisest intressimäärast. Antud andmeid arvesse võttes tuli ettevõtte kapitali kaalutud keskmiseks hinnaks 6.7%. Prognoositud vabade rahavoogude põhjal on ettevõtte õiglaseks väärtuseks 160 miljonit eurot, mis teeb aktsia õiglaseks hinnaks 11.3 eurot. 12.04.2018 seisuga oli aktsia turuhind 8.55 eurot ehk mudeli põhjal peaks ettevõtte väärtus olema 24.6% kõrgem.

Olainfarmi väärtuse hindamiseks võrdlusmeetodil tuli esmalt leida ettevõtted, keda sobiks analüüsi kaasata. Võrdlusgrupis olid Balti, Põhjamaade ning Venemaa ettevõtted, kelle suurus ning tegevusala sarnanes Olainfarmi omale. Suhtarvudest valis autor õiglase väärtuse väljaselgitamiseks ühed enim kasutatavad näitajad: P/E ehk hinna ja kasumi suhe, P/B ehk hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe, P/S ehk hinna ja käibe suhe ning EV/EBITDA ehk ettevõtte väärtuse (turuväärtus – netovõlg) ning kasumi enne amortisatsiooni, intresse ja makse suhe. Lisaks oli analüüsi kaasatud veel omakapitali tootlus ja dividendimäär. Nende suhtarvude põhjal küll ettevõtte väärtust ei arvutata, kuid on siiski kasulikuks näitajaks võrdlemaks ettevõtete kasumlikkust ning aktsionäridele pakutavat tootlikkust. P/E, P/B, P/S ning EV/EBITDA põhjal tuli ettevõtte õiglaseks aktsia hinnaks 9.7 eurot ehk 11,86% kõrgem hetke turuhinnast.

Kahe meetodi tulemused ei erine kuigi palju. Mõlemad meetodid viitasid asjaolule, et Olainfarm peaks olema hetkeseisuga turul alahinnatud. Kui võrdlusmeetodid näitasid, et aktsia õiglase hind peaks olema 11,86% kõrgem, siis diskonteeritud rahavoogude meetod

andis tulemuseks 24,86% kõrgema väärtuse. Kahe läbiviidud meetodi tulemused erinesid üksteisest 14,5%. Mõlema mudeli väärtuse keskmisel tuleks Olainfarmi aktsia õiglaseks hinnaks 10.52 eurot ehk 18,75% kõrgem. Autori hinnangul töö eesmärk saavutati, sest mõlemal meetodiga saadud tulemused viitasid sellele, et ettevõtte on hetkel alahinnatud. Diskonteeritud rahavoogude meetodil saadi Olainfarmi aktsia õiglaseks hinnaks 11.3 eurot ning võrdlevate suhtarvude meetodil tuli aktsia õiglaseks hinnaks 9.7 eurot.

KASUTATUD ALLIKAD

- Äripäev. (11. 12 2017. a.). Omaniku surm pani Olainfarmi aktsia langema. AS Äripev.
- Äripäev. (02. 02 2018. a.). Olainfarmi surnud juhi tütreid võtavad isa töö üle. AS Äripäev.
- AS Olainfarm. (2017). Joint Stock Company Olainfarm Unaudited Interim Consolidate Financial Statements For the 12 Months Period Ended 31 December 2017.
- Bloomberg. (2018). Bloomberg Professional Terminal.
- Credit Suisse. (2018). Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018. Credit Suisse.
- Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Foundations and Trends® in Finance*: Vol. 1: No. 8, 693-784.
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation : How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assset*. John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2018). Damodaran Online: Levered and Unlevered Betas by Industry. Allikas: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>. 16. aprill 2018
- Damodaran, A. (2018). Damodaran Online: Risk Premiums for Other Markets. Allikas: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. 16. aprill 2018
- European Commission. (2018). European Commission. Allikas: European Commission Web Site: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country/latvia/economic-forecast-latvia_en. 18. aprill 2018
- Fernandez, P. (2002). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions? IESE Research division, University of Navarra.
- Fernandez, P. (2007). Company valuation methods. The Most Common Errors in Valuations. IESE Business School, University of Navarra.
- Gajek, L. K. (2016). Complete discounted cash flow valuation. Elsevier, 1-19.
- Kert, E. (2007). *Investeermise teejuht. Väärtpaberite fundamentaalne analüüs*. Äripäeva kirjastus.

- Konkurentsiamet. (2016). Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Tallinn: Konkurentsiamet.
- Kõomägi, M. (2006). *Ärerahendus*. Tartu Ülikooli Kirjastus.
- Nasdaq OMX - AS Grindeks. (2018). Allikas:
<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=LV0000100659&list=2¤cy=EUR&pg=details&tab=trading>. 20. aprill 2018
- Nasdaq OMX - AS Olainfarm. (2018). Allikas:
<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=details&instrument=LV0000100501&list=2&lang=en>. 20. aprill 2018
- Nasdaq OMX Nordic - Bavarian Nordic. (2018). Allikas:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=CSE3333&name=Bavarian%20No...> 20. aprill 2018
- Nasdaq OMX Nordic - Capio. (2018). Allikas:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=SSE110740&name=Capio>. 20. aprill 2018
- Nasdaq OMX Nordic - Feelgood Svenska. (2018). Allikas:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=SSE5053&name=Feelgood%20Sv...> 20. aprill 2018
- Nasdaq OMX Nordic - Oriola OYJ. (2018). Allikas:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=HEX35365&name=Oriola%20Oyj%20A>. 20. aprill 2018
- OECD. (2018). Organisation for Economic Co-operation and Development. Allikas: OECD Web Site: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>. 17. aprill 2018
- Olainfarm. (2018). AS Olainfarm. Allikas: AS Olainfarm Web site:
<http://www.olainfarm.lv/company/> 12. aprill 2018
- Rahendus. (2018). Rahendus. Allikas: <https://www.rahendus.ee/>. 13. aprill 2018
- Reuters. (2018). Reuters: Business & Financial News, US & International Breaking News.
- Sander, P. (2014). Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise. Tartu.
- Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*. University of St.Gallen, Graduate School of Business Administration.
- Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation 2nd Edition*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Tearu, A., & Krumm, E. (2005). *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Tallinn: Kirjastus Pegasus.

Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine*. Äripäev.

SUMMARY

VALUATION OF AS OLAINFARM

Sten Hans Jakobsoo

In a economic stage, where salaries and consumers' confidence grows, people tend to have more money and because of that the desire and interest of investing increases. The selection of different assets and instruments is all-time high, varying in many aspects. Thus, investors tend to seek out opportunities and tools that are helping them choose profitable investments. One very common way of picking out stocks or assessing the value of investment is company valuation methods. In addition, company valuation is also very important for companies, helping them in different life cycles and with important strategic questions.

There are very different company valuation methods, ranging from more time consuming and thorough to simpler and less indicators needed. Two of the most popular valuation methods are discounted cash flow method and relative valuation – both widely used by analysts and investors. Author of this thesis has also decided to use discounted cash flow and relative valuation method.

This bachelor thesis aim is to value Latvian pharmaceuticals company Olainfarm. Subject is based on author's interest and desire for practical experience of company valuation and to find out if Olainfarm is currently fair valued. In addition to that, compare how do discounted cash flow and relative valuation results differ from one another.

Author has set following questions in order to achieve the objectives:

1. What is the fair value of Olainfarm using discounted cash flow method?
2. What is the fair value of Olainfarm using relative valuation?
3. Is Olainfarm currently fair valued?
4. How much do the results of two methods differ?
5. How much does the average value of two valuation methods differ from the market price?

The thesis is divided into three parts. In the first part author veski an overview about company valuation's principles and purposes and also describes different valuation methods. Second part gives overview about Olainfarm's nature of business, biggest markets, where it operetes, brings out historical financial data and stock performance. In addition, author has also done a brief financial analysis. In the third chapter, author carries out Olainfarm's fair valuation using discounted cash flow and relative valuation method.

Using discounted cash flow method, value depends on the present value of future cash flows generated by the company. Important aspect, while calculating the present value of future cash flows, is discount rate, which typically is weighted average capital cost. Adding to that, the value of a company depends also on inputs such as growth rate and risk level. Discounted cash flow method is very thorough valuation method, because it is built up on detailed forecast of financial items that are directly connected to free cash flows.

When using relative valuation, company's value depends on how are similar companies valued in the market at the moment. It assumes that similar companies should trade at similar valuation multiples. Peer group should consist of companies that are the same size, operating in similar industry and trading at similar multiples. Taking these matters into account, author chose 7 different companies to the peer group: Grindeks, Bavarian Nordic, FeelGood Svenska, Oriola OYJ, Capiro, OTCPharm, Protek. The multiples used in fair valuation are P/E, P/B, P/S and EV/EBITDA.

Valuing the company with discounted cash flow method the fair value of Olainfarm is approximately 160 million euros, which means that the fair value of the stock price is 11.3 euros. Valuing the company with relative valuation the fair value of the stock is 9.7 euros. The stock price in 12 April was 8.55 euros.

Taking these two method's results into account, the average fair value of the stock price is 10.52 euros, which indicates that the company is currently 18,75% undervalued.

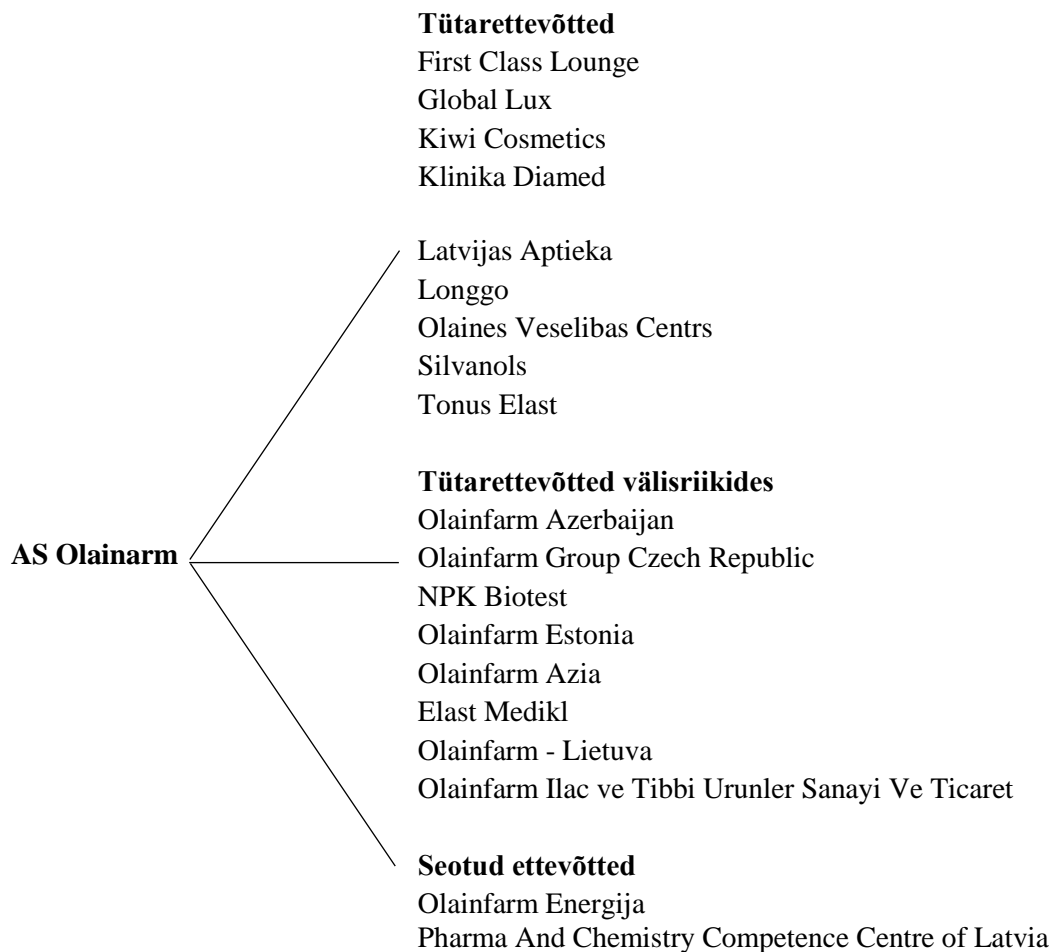
LISAD

Lisa 1. AS Olainfarmi aktsionäride struktuur 31.12.2017 seisuga

Nimi	Osalus
SIA Olainfarm	42.56%
Valeri Malõgini pärijad	26.92%
Swedbank AS kliendid	7.34%
Muud	23.18%

Allikas: (AS Olainfarm, 2017)

Lisa 2. AS Olainfarmi struktuur ning kontserni kuuluvad ettevõtted



Allikas: (Olainfarm, 2018)

Lisa 3. AS Olainfarm kasumiaruanne perioodil 2011-2017

EUR '000 000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tulud	52,77	65,94	66,88	93,65	97,39	110,69	122,08
Müüdnud toodete maksumus				-29,68	-32,32	-40,86	-47,24
Brutokasum	-	-	-	63,97	65,08	69,84	74,84
Muud tulud	0,93	0,85	1,74	2,17	2,64	3,08	2,60
Tegevuskulud	-41,65	-49,47	-52,39	-47,67	-47,92	-61,00	-65,44
Müügi- ja turunduskulud	-	-	-	-19,10	-15,06	-31,73	-38,23
Üld- ja administratiivkulud	-	-	-	-	-18,97	-19,74	-23,53
Muud tegevuskulud	-	-	-	-	-	-9,27	-3,69
Ärikasum	12,04	17,32	16,23	18,47	19,80	11,92	12,00
Intressikulu	-0,27	-0,25	-0,19	-0,25	-0,21	-0,31	-
Intressitulu	0,12	0,07	0,15	0,19	0,26	0,28	-
Kasum/kahjum valuutakursist	0,07	-0,07	-1,14	-4,47	-1,19	3,20	-
Kasum/kahjum tütarettevõtetest	-	-	-	-0,15	-0,12	-0,06	-0,11
Muu mittetegevuslik kasum/kahjum	-	-	-	-	-	0,00	2,07
Kasum enne makse	11,92	17,05	14,99	13,84	17,64	14,92	10,06
Tulumaks	-	-2,77	-2,01	-2,27	-2,11	-2,88	-1,80
Edasilükatud tulumaks	-	-0,04	-0,13	0,66	-0,25	-0,45	3,38
Puhaskasum	9,84	14,24	12,85	12,24	15,28	11,58	11,63

Allikas: (Bloomberg, 2018)

Lisa 4. AS Olainfarmi bilanss 2008-2017

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Raha ja ekvivalendid	0,1	0,3	0,7	2,2	1,9	1,7	2,1	5,6	3,2	3,2
Nõuded ostjate vastu	6,6	7,8	11,1	16,9	28,2	28,5	26,0	26,1	33,2	30,3
Varud	9,8	9,4	9,5	10,0	9,9	14,7	18,7	21,0	24,0	24,7
Tooraine ja materjal	1,4	1,0	1,3	1,4	1,8	2,1	2,7	2,9	3,6	4,1
Lõpetamata toodang	5,2	5,7	4,8	5,1	5,9	7,8	8,9	10,5	10,7	8,8
Valmistoodang	3,3	2,7	3,2	3,4	2,0	4,6	6,8	8,8	10,8	11,4
Muud varud	-	0,0	0,1	-	0,2	0,2	0,4	-1,2	-1,0	0,4
Muud lühiajalised varad	1,7	1,8	1,9	2,8	2,0	4,5	2,2	4,4	2,9	3,9
Käibevara kokku	18,2	19,2	23,3	31,9	42,0	49,3	49,0	57,1	63,3	62,1
Masinaid ja seadmed	16,5	14,0	13,0	16,3	17,4	25,2	34,7	35,6	40,9	42,6
Masinaid ja seadmed	-	-	38,1	43,0	45,7	55,5	69,2	75,1	84,9	-
Akumuleeritud põhivara kulum	-	-	25,1	26,7	28,3	30,3	34,5	39,5	44,0	-
Pikaajalised nõuded ja investeringud	0,0	0,0	-	-	7,8	14,7	3,9	0,4	7,7	4,6
Pikaajalised investeringud	-	-	-	-	-	-	-	-	2,0	2,8
Pikaajalised nõuded	-	-	-	-	-	-	-	-	5,7	1,7
Muud pikaajalised varad	10,3	10,3	10,1	10,8	1,4	1,3	19,2	25,1	32,6	37,9
Immateriaalne põhivara	0,7	10,3	10,1	10,8	1,4	1,3	18,8	20,6	31,9	37,0
Firmaväärtus	-	-	0,7	1,7	0,0	0,0	6,7	7,8	17,3	21,0
Muu immateriaalne põhivara	-	-	9,4	9,2	1,4	1,3	12,2	12,8	14,6	16,1
Ettemakstud kulud	-	-	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2
Investeeringud	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	0,6	0,7
Põhivara kokku	26,8	24,3	23,1	27,2	26,5	41,2	57,8	61,1	81,3	85,0
Varad kokku	45,0	43,5	46,3	59,1	68,5	90,5	106,7	118,1	144,6	147,2
Kohustused ja omakapital										
Võlgnevused	4,7	2,0	1,9	6,0	3,3	9,0	-	-	15,7	15,1
Võlgnevused hankijatele	4,7	2,0	1,9	6,0	3,3	9,0	-	-	8,7	-
Maksud	-	-	-	-	-	-	-	-	1,1	1,1
Muud võlgnevused	-	-	-	-	-	-	-	-	5,9	14,0
Lühiajaline võlgnevus	5,2	3,6	1,9	2,4	8,6	5,9	6,9	4,3	7,0	13,9
Lühiajaline laen	-	-	1,8	2,3	8,5	5,8	6,7	4,1	6,8	13,7
Lühiajaline liising	-	-	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Muud lühiajalised kohustused	3,5	2,7	2,6	2,8	2,5	2,0	12,6	12,4	0,5	1,4
Lühiajalised kohustused kokku	13,3	8,2	6,4	11,1	14,3	17,0	19,6	16,6	23,3	30,4

Pikaajaline võlgnevus	7,3	5,2	5,0	7,6	1,4	9,7	10,4	8,6	18,8	15,8
Pikaajaline laen	-	-	4,9	7,6	1,3	9,5	10,2	8,3	18,4	15,5
Pikaajaline liising	-	-	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3
Muud pikaajalised kohustused	3,4	5,7	5,6	1,6	1,0	1,3	5,4	4,6	5,8	2,3
Pikaajalised kohustused kokku	10,7	10,9	10,5	9,2	2,4	11,0	14,1	13,2	24,6	18,2
Kohustused kokku	24,1	19,1	17,0	20,4	16,7	28,0	33,7	29,8	47,9	48,5
Aktiikapital	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,2	22,2	22,2
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	0,5	-1,6	1,8	6,3	14,2	12,8	50,5	65,8	74,1	76,5
Muu kapitali osa	-2,1	3,4	5,0	9,8	15,0	27,1	0,0	0,3	0,3	-0,1
Omakapital kokku	21,0	24,3	29,4	38,7	51,8	62,5	73,0	88,3	96,7	98,7
Kohustused ja omakapital kokku	45,0	43,5	46,3	59,1	68,5	90,5	106,7	118,1	144,6	147,2

Allikas: (Bloomberg, 2018)