

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Matias Rosin

KINNISVARAETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE

ENDOVER OÜ NÄITEL

Bakalaureusetöö

Õppekava ärimus, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Ilzija Ahmet, 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 6105 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Matias Rosin 20.12.2023

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. KINNISVARAETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE	7
1.1. Kinnisvaraettevõtte väärtuse hindamise vajalikkus.....	7
1.2. Kinnisvaraturg muutlikes majandusoludes.....	8
1.3. Varasemad uurimused kinnisvarasektoris	9
2. ENDOVER OÜ VÄÄRTUSE HINDAMISE METOODIKA	11
2.1. Endover OÜ tutvustus	11
2.2. Endover OÜ finantstulemuste võrdlus	13
2.3. Diskonteeritud rahavoogude meetod	15
3. ENDOVER OÜ VÄÄRTUSE LEIDMINE.....	17
3.1. Endover OÜ väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil.....	17
3.2. Sensitiivsusanalüüs	23
3.3. Järeldused ja ettepanekud	24
KOKKUVÕTE	26
SUMMARY	28
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	30
LISAD	33
Lisa 1. Endover OÜ konsolideeritud bilanss	33
Lisa 2. Lihtlitsents	35

LÜHIKOKKUVÕTE

Bakalaureusetöö eesmärk on välja selgitada kinnisvaraettevõtte Endover OÜ väärtus. Ettevõtte väärtuse leidmisel võetakse aluseks Endoveri 2017-2019 aasta konsolideeritud majandusaasta aruanded. Lõputöö eesmärgi saavutamiseks on autor koostanud järgnevad uurimisküsimused:

- 1) Millised on Endover OÜ tulevaste aastate vabad rahavood?
- 2) Milline on Endover OÜ väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?

Uuringu läbiviimisel kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit ning viiakse läbi sensitiivsusanalüüs. Endoveri väärtuse leidmiseks diskonteeritud rahavoogude meetodil leitakse ettevõtte vabad rahavood, diskontotegurid ning terminaalväärtus. Meetodi rakendamisel hinnatakse Endover OÜ väärtuseks 96,5 miljonit eurot, mis arvestab ka Endoveri tütarettevõtete rahavoogusid. Sensitiivsusanalüüsil hinnatakse kaalutud keskmise kapitali hinna ja ettevõtte kasvumäära mõju Endover OÜ väärtusele. Tulemuste põhjal on kinnisvaraettevõtte väärtus eelmainitud teguritest mõjutatud ning suureneb vastavalt kasvumäära kasvule ning WACC-i väärtuse kahanemisele.

Võtmesõnad: diskonteeritud rahavoogude meetod, sensitiivsusanalüüs, ettevõtte väärtus

SISSEJUHATUS

Kinnisvaraturg on aastatega jõudsalt arenenud – üha enam ettevõtteid tegelevad kinnisvara arendamise ning hoonete rekonstrueerimisega. Konkurentsitihedas valdkonnas tegutsedes tuleb mõelda innovatiivselt ning vajalikud muudatused ellu viia. Eelmainitud põhimõttest lähtuvalt on üheks vanimaks ning mainekamaks kinnisvaraarendajaks Eestis kujunenud Endover OÜ, mis on tegutsenud juba 26 aastat. Endover tegeleb nii elu-, vabaaja- kui ka ärikvartalite arendusega Eestis, Hispaanias ja Rumeenias. Endover on juhitud Eesti omanike poolt ning arenduse, turunduse, müügi kui ka ehitusega tegeleb ettevõtte meeskond. (Endover)

Sellest tulenevalt valis autor käesoleva töö uurimisobjektiks kinnisvaraettevõtte Endover OÜ. Ettevõtte sobib valimisse, kuna ta tegutseb autorile huvipakkuvas sektoris ning ettevõttel on suur mõju Eesti majanduse arengule ning inimeste heaolu parandamisele. Kinnisvarasektor on sobilik analüüsimiseks, kuna kinnisvara hinnad tõusevad ajas ning seejuures võib tõusta ka kinnisvaraettevõtte väärtus. Kuna Endover on juhtiv kinnisvaraarendusfirma Eestis, on lõputöös läbi viidud analüüs oluline ka kinnisvara ostjate ning ettevõtte äripartnerite jaoks. Lisaks on võimalik Endover OÜ andmetele avalikult ligi pääseda, mis soosib ettevõtte väärtuse leidmise õnnestumist. Analüüsis kasutab autor ettevõtte majandusaasta aruandeid, mis on avalikult kättesaadavad E-äriregistris.

Vaatamata muutlikule olukorrale majanduses on kinnisvara hinnad jätkuvalt kasvutrendis ning ka nõudlus pole raugenud. Sellistes tingimustes võib aga olla keeruline mõista, milliseks kujuneb ettevõtte väärtus. Lisaks pole Endover OÜ börsil noteeritud, mis teeb ettevõtte väärtuse leidmise keerulisemaks. Keerulisus väljendub selles, et börsivälised ettevõtted ei pea vastama kindlatele nõuetele, mis on sätestatud börsiettevõtetele. Lisaks pole investoritele ja analüütikutele ettevõtte info alati kättesaadav, mis takistab ettevõtte analüüsi. (Drissi, 2023) Seega käesoleva töö uurimisprobleemiks on teadmatus ettevõtte väärtusest muutlikes majandustingimustes.

Probleemist lähtuvalt on käesoleva bakalaureusetöö eesmärk välja selgitada kinnisvaraettevõtte Endover OÜ väärtus.

Eesmärgi saavutamiseks on autor koostanud järgnevad uurimisküsimused:

- 1) Millised on Endover OÜ tulevaste aastate vabad rahavood?
- 2) Milline on Endover OÜ väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?

Bakalaureusetöös kasutatakse kvantitatiivseid uurimismeetodeid ehk leitakse kinnisvaraettevõtte Endover OÜ väärtus kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul leitakse ettevõtte väärtus prognoositavate tulevaste rahavoogude põhjal (Fernandez, 2023). Selleks leitakse kapitali kaalutud keskmine hind ning terminaalkväärtus. Ettevõtte väärtuse hindamiseks diskonteeritakse rahavood vastava diskontomääraga ning rahavoogude summale liidetakse terminaalkväärtus. Lisaks viiakse läbi sensitiivsusanalüüs, kus hinnatakse kaalutud keskmise kapitali hinna ja ettevõtte kasvumäära mõju Endoveri väärtusele. Eelmainitud meetodika kasuks otsustati autori võimeid ja oskuseid arvesse võttes. Autor soovis vastavaid meetodeid kasutades praktiseerida reaalse ettevõtte väärtuse leidmist, et vajalikud oskused kinnistuksid tulevast karjääri silmas pidades.

Bakalaureusetöö esimeses peatükis selgitab autor kinnisvaraettevõtte väärtuse hindamise vajalikkust ning toob välja peamised meetodid ettevõtte väärtuse leidmiseks. Lisaks arutletakse selle üle, kuidas kinnisvaraturg reageerib muutlikele majandusoludele, keskendudes peamiselt koroonakriisile ning sõja mõjutustele. Selleks et kindlaks teha milline meetodika võiks sobida Endover OÜ väärtuse leidmiseks, tõi autor välja ka varasemad uurimused, mis on koostatud kinnisvaraettevõtete põhjal. Töö teises peatükis kirjeldab autor valitud uurimisobjekti ning selle finantsnäitajaid. Lisaks toob autor välja valitud meetodika ettevõtte väärtuse leidmiseks, milleks osutus diskonteeritud rahavoogude meetod ja sensitiivsusanalüüs. Meetodika selgituseks on välja toodud ka valemid ning rakendamise põhimõte. Kolmandas peatükis leitakse kinnisvaraettevõtte Endover OÜ väärtus vastavalt kasutuselevõetud meetodikale. Seejärel tuuakse välja autori järeldused töö tulemuste kohta, soovitusel ja võimalikud edasiarendused huvigruppidele ning tulemuste täpsust takistavad tegurid.

1. KINNISVARAETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE

Käesolev peatükk annab ülevaate ettevõtte väärtuse hindamise olulisusest, võttes fookuseks kinnisvarasektori. Lisaks on välja toodud sündmused, mis on mõjutanud nii majandust kui ka kinnisvaraettevõtete finantstulemusi. Kolmas alapeatükk keskendub sarnastele töödele kinnisvarasektoris.

1.1. Kinnisvaraettevõtte väärtuse hindamise vajalikkus

Üks tähtsamaid näitajaid, mis kirjeldab firma käekäiku, tulevikusuundi ning hetkeolukorda konkurentidega võrreldes, on ettevõtte turuväärtus. Kuna ettevõtte analüüs hõlmab endas suure hulga andmete läbitöötamist ning erinevaid aspekte, millele tuleb tähelepanu pöörata, on ettevõtte väärtuse leidmine aeganõudev ning keerukas väljakutse. Ettevõtte väärtuse hindamisel on oluline koht ka meetodikal, mis peamiselt jaguneb neljaks (Żelazowski, 2015, lk 26-27):

- netovara meetod – firmaväärtus leitakse ettevõtte varade põhjal;
- tulumeetod – ettevõtte väärtus leitakse tulevaste rahavoogude põhjal;
- turumeetod – ettevõtet võrreldakse konkurentidega, kelle väärtused on teada;
- kombineeritud meetodid – sisaldavad erinevate meetodite koos rakendamist.

Ettevõtte väärtuse hindamine on keeruline, kuid vajalik protsess huvigruppide, näiteks investorite jaoks ettevõttega seotud otsuste langetamiseks (Silva Jacques *et al.*, 2021, lk 362). Investorid eelistavad panustada ettevõtetesse, mis ennustavad suuremat käibe ja kasumi kasvu (Husna & Satria, 2019, lk 51). Seda seetõttu, et koos ettevõtte väärtusega kasvab tihti peale ka väljamakstavate dividendide summa. Ettevõtte väärtus avaldab olulist mõju ka toodetele ja teenustele, mida firma pakub. Suurema väärtusega ettevõtte tekitab tarbijates usaldust, mis omakorda tõstab firma väärtust. (Oktarina, 2018, lk 85)

Ettevõtte väärtuse kasvatamisest on huvitatud ka omanikud, kelle jaoks on lisakapital vajalik ettevõtte arendamiseks ja laiendamiseks. (Silva Jacques *et al.*, 2021, lk 367). Kõrgem firmaväärtus võib suurendada ettevõtte võimalusi laenu saamiseks või uute aktsionäride leidmist. See on oluline

näiteks kinnisvaraettevõtete puhul, kes kaasavad lisakapitali uute arenduste rajamiseks. Paljud kinnisvaraarendusega tegelevad ettevõtted tegutsevad aga börsiväliselt, mistõttu on peamiseks kapitali kaasamise võimaluseks laen. Nygaard & Svarva (2018) on välja toonud, et börsil noteerimata ettevõtete puhul teenivad laenuandjad lisaks intressitulule ka tulu kinnisvaraobjektide väärtuse kasvult, mis on omandatud osaluse näol. Selleks tuleb aga kinnisvaraobjekt realiseerida, mis võib olla aeganõudev protsess. Seega erinevus börsiettevõtte ja börsil noteerimata ettevõtte vahel esineb likviidsuses ning tehingute arvus.

Kinnisvaraettevõtete väärtuse leidmisel keskendutakse peamiselt turuväärtusele, mida hinnatakse ettevõttele kuuluva kinnisvara põhjal. Börsil noteerimata ettevõtete puhul on see keerulisem, kuna võib esineda probleeme andmete kättesaadavusega ning nende usaldusväärsusega, mille tulemusena võib leitud ettevõtte väärtus erineda reaalsest turuväärtusest. Seevastu börsil noteeritud kinnisvaraettevõtted tagavad täpsed andmed turuväärtuse arvutamiseks, kuigi ka nendesse tuleks suhtuda kriitiliselt. (Nygaard & Svarva, 2018, lk 17)

Nii börsi- kui ka börsivälise kinnisvaraettevõtte osanike eesmärk võib aga kokkuvõttes olla firmaväärtuse kasvatamine ning enda osaluse müük. Husna & Satria (2019) on öelnud, et lühidalt on ettevõtte väärtus hind, millega on omanikud ja aktsionärid nõus ettevõtte maha müüma. Et ettevõtte müügist maksimaalset kasu saada, näeb juhtkond vaeva aktsiaosaku väärtuse kasvatamisega, mis suurendab firmaväärtust. (Husna & Satria, 2019, lk 50) Jätkusuutlikke tegevuskavasid jälgides võib firma müügist kasu saajaid oodata meeldiv üllatus.

1.2. Kinnisvaraturg muutlikes majandusoludes

Ettevõtte väärtuse hindamist võivad takistada ettearvamatud olukorrad majanduses, mille tõttu võib leitud ettevõtte väärtus olla ebatäpne. 2019. aasta lõpus alguse saanud koroonaviiruse levik avaldas suurt mõju maailma kapitaliturgudele. Inimesed hakkasid paaniliselt aktsiaid müüma, mis langetasid nii aktsiaosakute kui ka ettevõtete väärtust. (Sutjipto *et al.*, 2020, lk 1843) Hoesli & Malle (2021), kes keskendusid enda uurimuses peamiselt Euroopa turgudele, tõid välja, et koroonaga negatiivsest mõjust ei jäänud puutumata ka kinnisvarasektor, peamiselt ärihoonete kontekstis. Ärikinnisvaraga tegelevate ettevõtete eesmärk on tihti äripindade väljauürimine, et teenida passiivset tulu. Koroonapandeemiast tulenevate piirangute tõttu langes aga nõudlus kontorite

järele, kuna paljud tööandjad võimaldasid kodukontoris töötamist. Lisaks lahkusid mitmed kauplused rendipinnalt ning jätkasid tegevust e-poodidena, mille tõttu vähenes oodatav renditulu.

Samuti langes Hoesli & Malle (2021) uuringu järgi Euroopas ja USA-s elamukinnisvara müük, kuigi elukohtade hinnad jäid stabiilseks. Giudice jt. (2020) usuvad, et pandeemia ajal jääb elamukinnisvara nõudlus püsima, mis tõstab kinnisvara hinda ning pärast kriisi suureneb elukohtade müük. Seda väidet toetavad ka Ngoc jt. (2022), kelle sõnul on kinnisvara hinnad jätkuvalt kasvanud nii pandeemia kui selle järgsel ajal. Ka Eesti kinnisvaraturgu jälgides on elupindade hinnad püsivalt kasvanud ning vaatamata pandeemia mõjule inimeste sissetulekutele, on paljud uusarendused enne valmimist juba maha müüdnud. Sellest hoolimata võis Eesti kinnisvaraarendusettevõtete olukord pandeemia ajal olla keerulisem ning mõjutada firmade finantstulemusi, arvestades rendituru kõikumistega.

Euroopa riikide majandusele ning kinnisvaraturgudele on mõju avaldanud ka 2022. aastal alanud Vene-Ukraina sõda. Euroopa riigid on pidanud silmitsi seisma koroonapandeemia, inflatsiooni tõusu, kütuse ja toiduainete nappusega, kuid Venemaa sissetung Ukrainasse raskendas olukorda veelgi (Nimani & Spahija, 2023, lk 135). Sõda on otseselt mõjutanud Ukraina kinnisvaraturgu, mille tulemusena on elamukinnisvara hinnad tõusnud, uusarenduste pakkumine vähenenud ning eluasemete müük aeglustunud (Hrabymskyi *et al.*, 2022). Kinnisvarahinnad on tõusnud ka teistes Euroopa riikides, mis on omakorda halvendanud kinnisvaralaenu tingimusi laenuvõtja jaoks (Nimani & Spahija, 2023, lk 137).

1.3. Varasemad uurimused kinnisvarasektoris

Kinnisvaraettevõtete väärtuse hindamine on leidnud kajastust mitmetes varasemates uurimustes. Mõned nendest on relevantsemad käesolevat lõputööd arvesse võttes ning nende metoodikast ning saadud tulemustest soovib autor ka ülevaadet anda. Żelazowski (2015) uurimus keskendub Poola kinnisvaraarendusettevõtetele, kus leitakse Varssavi börsil noteeritud ettevõtete väärtus kasutades mitmepõhiseid meetodeid. Uuringu fookusesse jääb seitse kinnisvaraarendajat perioodil 2010-2013, kes arendavad peamiselt elamurajoone koduturule. Mitmepõhiseid meetodeid rakendades leitakse P/E, P/BV ning EV/EBITDA väärtused ja veaprotsendid aastate lõikes. Viimaks kasutati kohandatud suhtarve täpsema tulemuse saamiseks. Poola kinnisvaraturu uuringu käigus saadi algselt väga ebaselgeid tulemusi, suurim veaprotsent esines EV/EBITDA suhtarvu kasutades.

Täpsemad tulemused leiti P/E ning P/BV suhtarvude puhul. Kuna uuringu käigus esinesid suured usaldusvääruse probleemid, soovib autor kasutada uurimuse läbiviimisel lisaks tulupõhiseid ning varapõhiseid meetodeid.

Rugtrakul (2022) keskendus enda uurimuses Tai kinnisvaraarendusettevõttele, mis tegeleb kinnisvara rendi, müügi ja arendusega. Ettevõtte väärtuse leidmisel kasutas autor diskonteeritud rahavoogude meetodit ning viis läbi ka sensitiivsusanalüüsi. Kuna tegu oli börsiettevõttega, uuriti kas aktsia turul oli üle- või alahinnatud. Tulemustest selgus, et ettevõtte aktsia oli alahinnatud, mistõttu soovitas uuringu autor seda juurde soetada. Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutavad enda uurimuses ka Otterberg & Zetterberg (2019), kes analüüsivad Rootsi börsiettevõtteid panganduse, kinnisvara, jaemüügi ning tootmise alal. Teise meetodina tulemuste kontrollimiseks kasutati võrreldavate suhtarvude meetodit. Eelmainitud uurimuse põhjal selguvad ka kasutatud meetodika eelarvamused ja kitsaskohad:

- Levib eksiarvamus, et võrreldavate suhtarvude meetodit kasutades tuleb uurimusse valida samas sektoris tegutsevad ettevõtted. Tegelikuses tuleb uurimisobjekti võrrelda sarnaste rahavoogude, kasvumäära ning riskitasemega ettevõtetega, tegevusvaldkond seejuures pole oluline.
- Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul tuleb ennustada, millal on ettevõtete kasvuperiood ning millal stabiilsem faas. Tegelikuses pole seda võimalik ette näha ning suur hulk ettevõtteid valimis raskendab olukorda. Täpsemate tulemuste saamiseks tuleks valimisse koondada vähem ettevõtteid või piirduda ühega.

Kuna käesoleva töö uurimisobjektiks olev Endover ei ole börsil noteeritud, ei ole võimalik Żelazowski (2015) uuringut eeskujuks võttes klassikalises mõttes suhtarvude põhjal ettevõtte väärtust leida. Küll aga võtab käesoleva töö autor kuulda soovitusi kasutada tulupõhiseid meetodeid. Üks tuntuimaid tulupõhiseid ettevõtte väärtuse leidmise viise on kasutada diskonteeritud rahavoogude meetodit, mis osutus valituks ka Rugtrakul (2022) ja Otterberg & Zetterberg (2019) uurimustes. Eeltoodud meetodika sobib kasutamiseks nii kinnisvarasektoris kui ka teistes tegevusvaldkondades, mida toetab ka Otterberg & Zetterberg (2019) uuring. Seetõttu on otsustanud ka käesoleva bakalaureusetöö autor enda uurimuses kasutada just diskonteeritud rahavoogude meetodit.

2. ENDOVER OÜ VÄÄRTUSE HINDAMISE METOODIKA

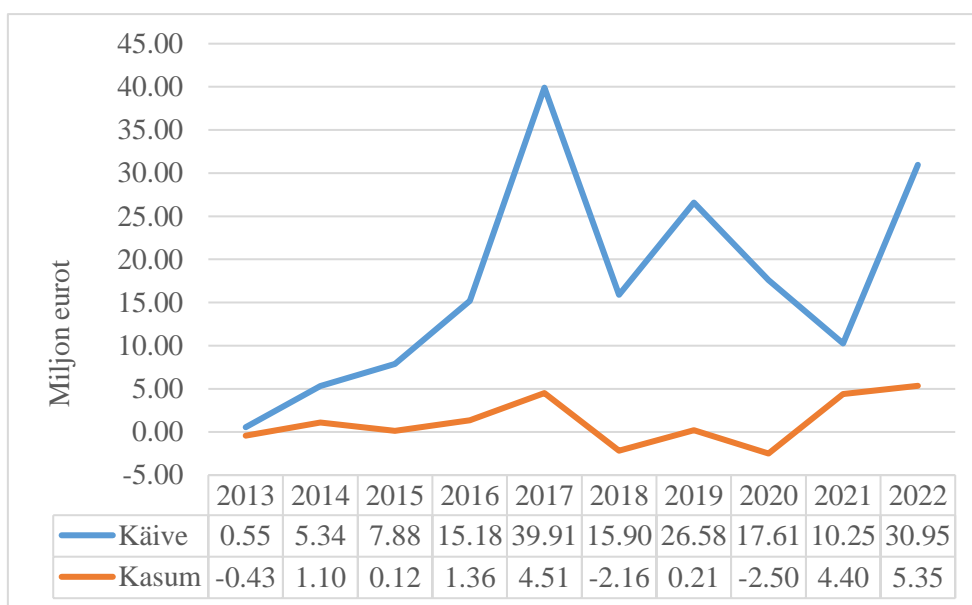
Käesolevas peatükis kirjeldab autor uuringu valimit, kuhu kuulub kinnisvaraettevõtte Endover OÜ ning toob välja finantstulemuste võrdluse sama sektori ettevõtetega. Lisaks kirjeldatakse lõputöös kasutuselevõetud meetodikat ettevõtte väärtuse hindamiseks. Meetodite rakendamiseks kasutatakse tabelarvutusprogrammi Excel.

2.1. Endover OÜ tutvustus

Endover OÜ on Eesti juhtiv kinnisvaraarendusettevõtte, mis on tegev juba 26 aastat. Endover on oma tegevusaja jooksul rekonstrueerinud ja rajanud kokku 40 hoonet, 1370 korterit ning loonud 112 000 m² pinda ning tulevasi arendusi juurde arvestades on numbrid veelgi suuremad. Endover teeb koostööd tipparhitektide ja disaineritega, kelle abiga valmivad modernsed ja omanäolised hooned, mis toetavad elukeskkonna arengut. Endoveri poolt on valminud näiteks Kristiinesse rajatud kõrghoone „Torn“, Rocca al Marese loodud „Rocca Villa“ ning valmimisel „Rocca Towers“ kompleks ning paljud teised elu-ja äripinnad. Ettevõtte poolt on rekonstrueeritud näiteks Klaussoni Kommivabrik, kesklinnas asuv „Ambassador“, Volta kvartalis asuvad „Volta Loftid“ ning mitmed ajaloolised kortermajad Tallinnas. (Endover)

Endover tegeleb lisaks kinnisvara arendamisele ka kinnisvara müügi ning väljarentimisega, lisaks äri- ja muu juhtimisalase nõustamistegevusega (Inforegister). 2022. aastal esitatud majandusaasta aruande põhjal jäi Endover finantstulemustega rahule. 2023. aasta näeb jätkuvalt ette uusarenduste kavandamist, ehitusprotsessi ja müüki, mida kinnitab ka Endoveri kodulehel saada olev info. Endover OÜ on seotud lisaks Rocca B OÜ, Rocca C OÜ, Metropoli Projekt ning Rumeenia arendustega tegeleva Endover SRL-ga. 2022. aasta aruande põhjal olid aktiivse tegevusega aruande esitamise hetkel „Rocca Towers“ arendustega tegelevad ettevõtted Rocca B OÜ ja Rocca C OÜ, teistes ettevõtetes tegevust ei toimunud. „Rocca Towers“ projektid on senimaani aktiivses seisus.

Endoveri rahulolu finantstulemustega selgitab ka joonis 1, kus on välja toodud Endover OÜ käive ja kasum kümne aasta lõikes. Võrreldes 2021. aastaga on Endoveri käive kasvanud 202% ning kasum suurenenud 22%, mis on viimaste aastate parim tulemus. Graafikult on näha, et Endover OÜ müügitulu on aegade jooksul olnud väga volatiilne, mis on kinnisvaraettevõttele tavapärane, kuna käive sõltub projektide osakaalust ning nende valmimise ajast. Endoveri kasumi muutus läbi aastate on olnud tagasihoidlik võrreldes müügitulu muutustega. Kinnisvaraarendusega tegeleva ettevõtte puhul on see põhjendatud, kuna ehitusega kaasnevad suured kulud nii lubade taotlemise kui materjali näol. Kui suuri muutusi majanduses ning Endoveri tegevuskavas ei toimu, on ootuspärane, et ka 2023. aasta näitab suurenenud kasuminumbreid.



Joonis 1. Endover OÜ käive ja kasum perioodil 2013-2022

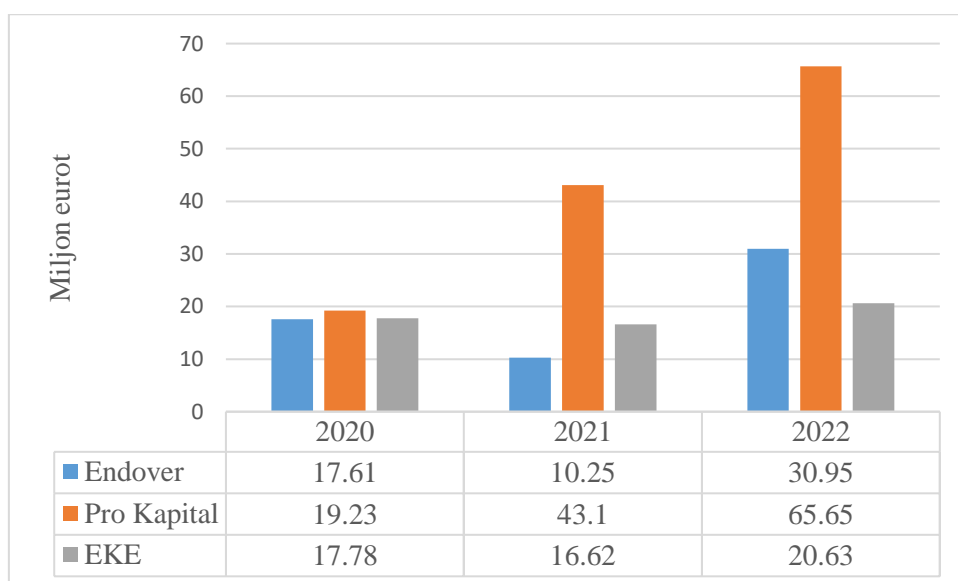
Allikas: Autori koostatud Endover OÜ konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal

Teine seisukoht, mis selgitab ettevõtte müügitulu ja kasumi volatiilsust, on ootamatud olukorrad majanduses. Viimastel aastatel on ettevõtete müügitulemusi kindlasti mõjutanud nii majanduse muutlikkus kui ka alanud kriisid. Graafikult on näha, et 2019. aasta majanduskasv Eestis on positiivselt mõjutanud ka Endoveri finantstulemusi. Järgneval aastal alanud majanduslangus ning koroonaviiruse levik võisid aga olla põhjuseks, miks nii 2020. kui ka 2021. aastal Endoveri müügitulu kahanes. Vaatamata ebaselgele tulevikule oli 2022. aasta Endoveri jaoks positiivne, kuna nii suurt kasumit polnud ettevõtte teeninud viimase kümne aasta jooksul. Kuna majanduslanguse tulemusel on kinnisvarahinnad tõusnud, on kasumi suurenemine põhjendatud. Hüppeline müügitulu kasv on samuti seotud inflatsioonimäära tõusu ja ehitusmaterjalide kallinemisega.

2.2. Endover OÜ finantstulemuste võrdlus

Kuna Endoveri kodulehe põhjal on ettevõtte juhtiv turuliider ning tuntuim kinnisvarabränd Eestis, on mõistlik Endoveri finantstulemusi võrrelda teiste suuremate kinnisvaraarendajatega Eestis. Autori hinnangul on sobivateks ettevõteteks võrdluse koostamisel Pro Kapital Grupp AS ja EKE AS. Kõik eelmainitud ettevõtted on tegutsenud juba pea 30 aastat kinnisvara alal ning kasvatanud aja jooksul enda väärtust. Pro Kapital Grupp tegeleb kinnisvaraarendusega Baltikumis ning EKE tegutseb Eesti piires. Oma tegevusalalt sarnaneb Endoverile rohkem Pro Kapital, kuna ettevõtte tegeleb nii elamu- kui ka ärikinnisvara arendusega. EKE on seevastu spetsialiseerunud just ärikinnisvarale nagu büroohooned, tootmishooned, kauplused, hotellid ja veekeskused. (Inforegister; EKE)

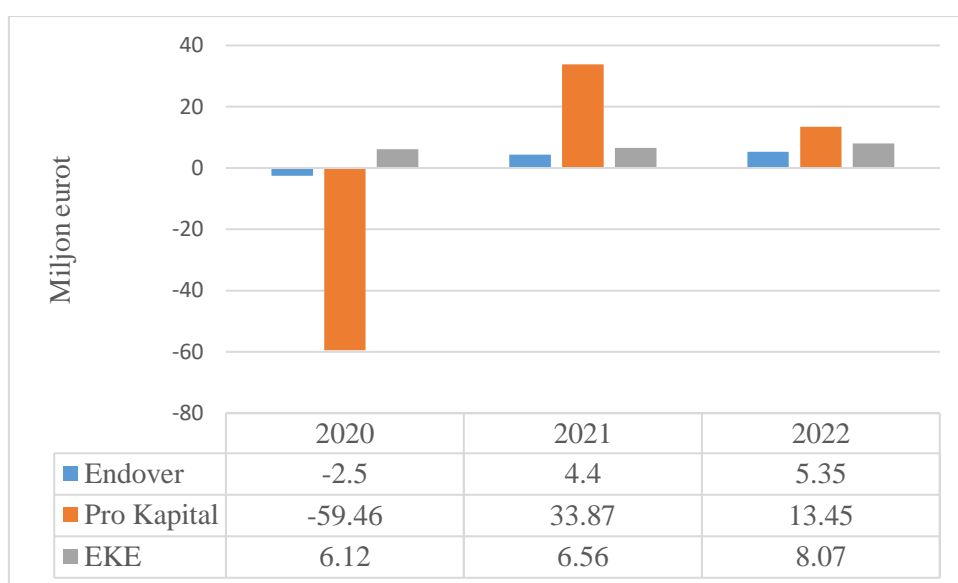
Eesti mainekate kinnisvaraarendajate finantsandmete erinevuste visualiseerimiseks on järgnevalt välja toodud viimase kolme aasta müügitulu muutused (vt Joonis 2). 2020. aasta põhjal on ettevõtete müügitulu peaaegu sama suur, eriti Endoveri ja EKE puhul. Järgnevatel aastatel on näha suuri erinevusi aga Pro Kapital Grupi müügitulus võrreldes Endoveri ja EKE käibega. EKE AS-ga võrreldes on Endoveri käive aga ühtlasema erinevusega, mis võib olla tingitud asjaolust, et mõlemad ettevõtted tegutsevad börsiväliselt. Börsil noteeritud ettevõtted nagu Pro Kapital Grupp võivad aga suuremaid müügitulemusi saavutada, kuna osaluse müügiga tekib ettevõttele palju lisakapitali juurde, mida kasutada arendustegevusteks.



Joonis 2. Kinnisvaraettevõtete müügitulu muutus perioodil 2020-2022

Allikas: autori koostatud Inforegistri andmete alusel

Kinnisvaraettevõtete kasumi muutused on välja toodud joonisel 3. Graafikult selgub, et ka kasumi põhjal toimuvad suuremad muutused Pro Kapital Grupi väärtustes võrreldes teiste vaatluse all olevate kinnisvaraettevõtetega. Nii suurt kahjumit kui Pro Kapitalil 2020. aastal teistel ettevõtetel ei esinenud. Vaatamata negatiivsele tulemusele näitas Pro Kapital aga 2021. aastal märgatavat kasumi tõusu edestades börsiväliseid ettevõtteid. Selle põhjal võib oletada, et börsiettevõtted on muutustele tundlikumad ning võivad näidata väga suurt kasumi kasvu või langust. 2022. aastal oli ettevõtete kasumi suurus aga ühtlasem, kuid Pro Kapital siiski edestas nii Endoveri kui ka EKE finantstulemusi.



Joonis 3. Kinnisvaraettevõtete kasumi muutus perioodil 2020-2022

Allikas: autori koostatud Inforegistri andmete alusel

2021. aasta suurte müüginumbrite tulemusena valiti Pro Kapital Grupp ka TOP 101 väärtuslikuma ettevõtte hulka, asudes 75. kohal. 2021. aastal hinnati ettevõtte väärtuseks 111,63 miljonit eurot. Börsiväline ettevõtte EKE AS on toodud välja aga 2023. aasta TOP 101 väärtuslikumate ettevõtete seas ning saavutanud koguni 55. koha edetabelis. Vaatamata väiksemale müügitulule ja kasumile võrreldes Pro Kapital Grupiga, hinnati ettevõtte väärtuseks 143,01 miljonit eurot. Börsivälise ettevõtte kohta on see märkimisväärne saavutus, kuid TOP 101 andmetel on EKE AS puhul firmaväärtus viimase kolme aasta jooksul sarnasel tasemel püsinud, mis näitab ettevõtte stabiilsust.

2.3. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk on hinnata kinnisvaraettevõtte Endover OÜ väärtust. Sobiliku meetoodika valikul tuleks tutvuda võimalike meetoditega ettevõtte väärtuse leidmiseks. Lähtuvalt teadusartiklitest ja lõputöödest, leidis autor, et suure kinnisvaraarendusega tegeleva ettevõtte puhul, mis ei tegutse börsil, oleks mõistlik kasutada diskonteeritud rahavoogude meetodit (DCF). Meetod on sobilik eelkõige sellepärast, et DCF arvestab tulevikus tekkivate rahavoogudega, mida on oluline arvesse võtta aktiivselt kinnisvaraarendusega tegelevate ettevõtete puhul.

Börsil noteerimata ettevõtete puhul kasutatakse tihti peale diskonteeritud rahavoogude meetodit, kus ettevõtte väärtus on leitav tulevaste rahavoogude prognooside põhisel. Selleks tuleks hinnangulisi rahavoogusid diskonteerida vastava diskontomääraga. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamise eelduseks on, et ettevõtte tegutseb jätkuvalt ning genereerib rahavoogusid järjepidevalt. Ettevõtte väärtuse kasv leiab aset, kui tulevaste rahavoogude väärtus suureneb ning kapitali kaalutud keskmine hind (WACC) väheneb ajas. Diskonteeritud rahavoogude meetodiga on võimalik tulemuslikult ettevõtte väärtust hinnata, mille käigus selgub ettevõtte võimalik tulevane finantsolukord ning nägemus, milliseid ümberkorraldusi tasuks ellu viia. (Drissi, 2023, lk 73-75)

Käesolevas bakalaureusetöös käsitletud kinnisvaraettevõtte väärtuse leidmisel kasutatakse (Fernandez, 2023, lk 8) artiklis välja toodud valemit:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n} \quad (1)$$

kus

V – ettevõtte väärtus,

CF_i – ettevõtte vaba rahavoog perioodil i ,

k – diskontomäär,

VR_n – ettevõtte lõppväärtus aastal n .

Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades leitakse diskontomäär ehk kapitali kaalutud keskmine hind ning seejärel WACC-i kasutades terminaalkväärtus. Diskonteeritud rahavoogude meetod on mitmekülgne, kuna see võimaldab erinevad olukorrad läbi proovida, et leida kõige täpsem ettevõtte väärtus. Analüüsi käigus on võimalik tulevase tulusid ja kulusid prognoosides leida turule vastav terminaalkväärtus. Kuna diskonteeritud rahavoogude meetod on mitmekülgne, sobib see nii alustavale finantsanalüütikule kui ka eksperdile ettevõtte väärtuse leidmiseks.

Usaldusväärsema tulemuse saab üldjuhul aga suurema kogemusega finsnantssektori töötaja. (Rugtrakul, 2022, lk 18)

Bakalaureusetöös kasutatud kaalutud keskmise kapitali hinna leidmisel järgmist arvutusvalemit (Konkurentsiamet, lk 6):

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

kus

WACC– kaalutud keskmine kapitali hind,

k_e– omakapitali hind,

k_d– võõrkapitali hind,

OK– omakapitali väärtus,

VK– võõrkapitali väärtus.

Ettevõtte väärtuse leidmise ühe osana on vajalik arvutada kaalutud keskmine kapitali hind ehk *WACC*. See on klassikaline osa ka näiteks projektide väärtuse hindamisel. Kaalutud keskmise kapitali hinna leidmisel tuleb hinnata omakapitali väärtust, mis võtab arvesse erinevaid riskitegureid. (Sabal, 2007, lk 5) Lisaks tuleb ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada võõrkapitali mõjuga. Võõrkapitali hinnana kasutatakse intressimäära, milles on ettevõtte ja laenuandja kokku leppinud. Korrektselt leitud kaalutud keskmine kapitali hind on oluline sisend korrektseks ettevõtte väärtuse hindamiseks.

Pärast hinnangulist ettevõtte väärtuse leidmist võib läbi viia ka sensitiivsusanalüüsi, mille põhjal selgub, millistest teguritest on ettevõtte väärtus mõjutatud. Seetõttu on analüüs oluline ka käesoleva bakalaureusetöö kontekstis. Täpsemalt uuritakse kaalutud keskmise kapitali hinna ja ettevõtte pikaajalise kasvumäära mõju Endoveri väärtusele. Seejuures sõltub leitud tulem parameetritele määratud väärtustest. Sensitiivsusanalüüsi abil on võimalik läbi mängida erinevad stsenaariumid, et hinnata leitud ettevõtte väärtuse usaldusväarsust. Selleks valitakse parameetritele mitu väikese erinevusega väärtust, mille põhjal leitakse ettevõtte väärtus ning antakse hinnang saadud tulemusele. (Drechsler, 1998)

3. ENDOVER OÜ VÄÄRTUSE LEIDMINE

Käesolevas peatükis leiab bakalaureusetöö autor kinnisvaraettevõtte Endover OÜ väärtuse kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit. Seejärel hinnatakse ettevõtte väärtuse tundlikkust analüüsis kasutatud kaalutud keskmise kapitali hinna ja pikaajalise kasvumäära suhtes. Lisaks arutleb autor kasutatud metoodika relevantsuse ja tulemuste täpsuse üle ning toob välja soovitusel sarnase uurimuse läbiviimiseks.

3.1. Endover OÜ väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil

Diskonteeritud rahavoogude meetodi peamine ülesanne on leida võimalikud tulevased rahavood, et hinnata ettevõtte väärtust. Kuna Endover OÜ on üks pikemalt tegutsenud kinnisvaraettevõtteid Eestis ning nende eesmärk on tegutseda jätkuvalt, tekitab ettevõtte ka tulevikus rahavoogusid, mis võivad järgnevatel aastatel kasvada. Seejuures tuleb arvestada, et kinnisvaraettevõtte rahavood on üldiselt suuremad perioodil, mil ehitusjärgus olnud arendused lõplikult valmivad ning leiavad endale ostjad või rentnikud. Ühe projekti valmimine võib aga võtta aega mitu aastat. Seetõttu võeti Endover OÜ tulevaste rahavoogude prognooside koostamisel aluseks kasumiaruanded perioodi 2017-2019 kohta, mis on välja toodud tabelis 1.

Tabel 1. Endover OÜ konsolideeritud kasumiaruanne perioodil 2017-2019 (€)

	2017	2018	2019
Müügitulu	39 906 402	15 901 159	26 576 441
Muud äritulud	17 738	33 832	37 855
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-30 999 911	-12 766 862	-21 147 960
Mitmesugused tegevuskulud	-2 079 397	-1 865 211	-1 337 374
Tööjõukulud	-1 993 014	-3 417 119	-3 520 717
Põhivarade kulum ja väärtuse langus	-72 732	-107 209	-129 074
Muud ärikulud	-151 822	-77 873	-74 567
Ärikasum (kahjum)	4 627 264	-2 299 283	404 604
Muud finantstulud ja -kulud	-112 556	136 432	-191 892
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	4 514 708	-2 162 851	212 712
Aruandeaasta kasum (kahjum)	4 514 708	-2 162 851	212 712

Allikas: Autori koostatud Endover OÜ konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2017-2019

Autor lähtus analüüsi algandmete valikul bakalaureusetöö teises peatükis esitletud joonisel 1 välja toodud infost, kus on näha, et viimase kümne aasta jooksul on Endoveri käive ning kasum olnud väga volatiilsed. Kuna viimastel aastatel on nii majandusele kui ka ettevõtetele mõju avaldanud erinevad kriisid, otsustati valida uuringu algandmeteks periood 2017-2019, et kriisi mõjutused ettevõtte rahavoogudele välja jätta. See on oluline, kuna ootamatud muutused ettevõtte rahavoogudes võivad viia väära firmaväärtuse leidmiseni. Graafikult on näha, et ka perioodi 2017-2019 tulud ja kulud on olnud väga muutlikud, kuid kinnisvaraarendusega tegeleva ettevõtte puhul on rahavoogude volatiilsus tavapärane. Vanemat perioodi aluseks võttes oleksid aga prognoositud rahavood ebarealistlikud, kuna ettevõtte on aja jooksul märgatavalt kasvanud.

2017-2019 aasta kasumiaruannete põhjal leidis autor Endoveri erinevate tulu- ja kululiikide osakaalud müügitulust ning nende keskmised väärtused, mis võeti arvesse tulevaste rahavoogude prognooside koostamisel. Tabel 2 põhjal on näha, et suurima osa müügitulust moodustavad kulud kaubale, toorele, materjalile ja teenustele, keskmiselt 79,18%. See on ootuspärane, kuna Endover OÜ tegeleb peamiselt kinnisvara arendamise ning rekonstrueerimisega, mis nõuab suuri kulutusi ehitusmaterjalidele. Märgatava osa müügitulust moodustavad ka tööjõukulud, keskmiselt 13,24% ning ärikasum, mille keskmine osakaal käibest on 9,19%. Sellele järgneb aruandeaasta kasum või kahjum, mis moodustab keskmiselt 8,57% Endoveri müügitulust.

Tabel 2. Endover OÜ konsolideeritud kasumiaruande analüüs perioodil 2017-2019 (%)

	2017	2018	2019	Keskmine
Müügitulu	100,00	100,00	100,00	100,00
Muud äritulud	0,04	0,21	0,14	0,13
Kaubad, toore, materjal ja teenused	77,68	80,29	79,57	79,18
Mitmesugused tegevuskulud	5,21	11,73	5,03	7,32
Tööjõukulud	4,99	21,49	13,25	13,24
Põhivarade kulum ja väärtuse langus	0,18	0,67	0,49	0,45
Muud ärikulud	0,38	0,49	0,28	0,38
Ärikasum (kahjum)	11,60	14,46	1,52	9,19
Muud finantstulud ja -kulud	0,28	0,86	0,72	0,62
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	11,31	13,60	0,80	8,57
Aruandeaasta kasum (kahjum)	11,31	13,60	0,80	8,57

Allikas: Autori arvutused Endover OÜ konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2017-2019

Järgmise sammuna Endover OÜ tulevaste aastate rahavoogude prognoosimiseks, tuli leida milline on ettevõtte aastane müügitulu kasv. Selleks võeti aluseks perioodi 2016-2019 müügitulud ning kasvumäära leidmiseks kasutati geomeetrilise keskmise arvutusvalemit. Arvutuse tulemusena leiti, et Endoveri müügitulu kasv on umbes 20% aastas, seega kasutati kasvumäära ka ettevõtte tulevaste aastate müügitulu prognoosil. Prognoos koostati perioodi 2023-2027 kohta, kuna 2020-2022 rahavood on juba tekkinud ning ettevõtte väärtuse hindamiseks diskonteeritud rahavoogude meetodil tuleb leida rahavood tulevaste perioodide kohta. Müügitulude leidmisel lähtuti viiest järgnevast aastast, et hinnangulised rahavood ei muutuks liialt umbmääraseks. 2023. aasta müügitulu hindamisel võeti aluseks viimati ehk 2022. aastal tekkinud müügitulu, mis korrutati läbi 1,2-ga, mis näitab Endoveri aastast käibe kasvu. Järgnevate aastate müügitulud leiti sama põhimõtte järgi, kus 1,2 korrutati eelneva aasta müügituluga.

Saadud müügitulu muutused on välja toodud tabelis 3. Endoveri tulevaste aastate müügitulu prognoosid võimaldasid leida ettevõtte tulevased kasumiaruandes kajastatud rahade liikumised järgneva viie aasta kohta, mis on samuti välja toodud alljärgnevas tabelis. Selleks korrutati iga aasta müügitulu läbi tabelis 2 leitud keskmiste tulude ja kulude osakaaludega. Tulemuste põhjal on näha, et vastavalt müügitulu stabiilsele kasvule suurenevad ühtlaselt ka ettevõtte tulud ja kulud. Endoveri prognoositud rahavood on autori hinnangul mõistliku suurusega, kuna arvatavasti laiendab Endover tulevikus äritegevust ka välismaal, mis suurendab ettevõtte rahavoogusid.

Tabel 3. Endover OÜ tulevaste aastate kasumiaruannete prognoosid (€)

	2023	2024	2025	2026	2027
Müügitulu	37 143 508	44 572 209	53 486 651	64 183 981	77 020 777
Muud äritulud	49 482	59 378	71 253	85 504	102 605
Kaubad, toore, materjal ja teenused	29 410 788	35 292 945	42 351 535	50 821 841	60 986 210
Mitmesugused tegevuskulud	2 720 501	3 264 602	3 917 522	4 701 026	5 641 232
Tööjõukulud	4 919 222	5 903 066	7 083 679	8 500 415	10 200 498
Põhivarade kulum ja väärtuse langus	166 174	199 408	239 290	287 148	344 578
Muud ärikulud	142 477	170 972	205 166	246 200	295 439
Ärikasum (kahjum)	3 414 424	4 097 308	4 916 770	5 900 124	7 080 149
Muud finantstulud ja -kulud	230 548	276 658	331 990	398 387	478 065

Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	3 183 875	3 820 650	4 584 780	5 501 737	6 602 084
Aruandeaasta kasum (kahjum)	3 183 875	3 820 650	4 584 780	5 501 737	6 602 084

Allikas: Autori arvutused

Tulevaste aastate vabade rahavoogude prognoosimiseks on vaja leida tulevaste aastate ärikasum, põhivara kulum, investeeringud põhivarasse ning käibekapitali muutus. Tabel 3 põhjal on Endoveri järgneva viie aasta põhivarade kulum ning ärikasum leitud. Seega tuli järgnevalt leida investeeringud põhivarasse ning käibekapitali muutus. Käesoleva bakalaureusetöö autor alustas käibekapitali muutuste hindamisest. Selleks arvutati kõigepealt käibekapitali väärtused aastate 2016-2019 kohta, mis saadi mitterahalistest käibevaradest lühiajaliste ettemaksete ja nõuete mahaarvestamisel. Aluseks võeti neli aastat, et tulevaste aastate käibekapitali prognoos tuleks võimalikult täpne. Tulevaste aastate käibekapitali leidmiseks arvutati eeltoodud nelja aasta käibekapitali osakaalud müügitulust ning leiti osakaalude keskmine väärtus. Tulevaste aastate käibekapital saadi, kui tulevaste aastate müügitulu korrutati läbi keskmise käibekapitali osakaaluga müügitulust. Käibekapitali muutused saadi, kui vaadeldava aasta käibekapitali väärtusest lahutati eelneva aasta käibekapitali väärtus.

Tulevaste põhivara investeeringute väljaselgitamiseks võeti aluseks perioodi 2017-2019 investeeringud materiaalsesse põhivarasse. Eelmainitud kolme aasta valikul lähtuti projektide oletatavast valmimisperioodist, arvestades võimaliku vajadusega masinaid ja seadmeid asendada. Järgneva viie aasta põhivara investeeringute prognoosimiseks arvutati esmalt eelmainitud kolme aasta põhivara investeeringute kasvumäärad. Kuna Endoveri rahavoogude prognoos koostati ühtlase kasvumäära alusel, otsustati ka tulevaste aastate põhivara investeeringutel sellega arvestada. Seetõttu leiti tulevase viie aasta põhivara investeeringute prognoosid 2017-2019 aasta investeeringute keskmise kasvumäära järgi. Seejuures 2023. aasta põhivara investeering arvutati 2022. aasta alusel. Saadud tulemuste põhjal oli võimalik välja arvutada Endoveri tulevaste aastate vabad rahavood. Selleks tuli liita ettevõtte ärikasumile põhivara kulum ning lahutada investeeringud põhivarasse ja käibekapitali muutus. Leitud tulemused on välja toodud tabelis 4.

Tabel 4. Endover OÜ tulevased rahavood perioodil 2023-2027 (€)

	2023	2024	2025	2026	2027
Ärikasum	3 414 424	4 097 308	4 916 770	5 900 124	7 080 149
Põhivara kulum	166 174	199 408	239 290	287 148	344 578
Investeeringud põhivarasse	170 119	207 545	253 205	308 911	376 871
Käibekapitali muutus	-52 810	879 425	1 055 310	1 266 372	1 519 646
Vabad rahavood (FCFF)	3 463 288	3 209 746	3 847 545	4 611 990	5 528 209

Allikas: Autori arvutused lisas 1 toodud andmete alusel

Endoveri diskonteeritud rahavoogude leidmiseks oli järgnevalt vaja leida kaalutud keskmine kapitali hind ehk WACC. WACC-i leidmiseks tuli leida ettevõttele laenatud võõrkapitali väärtus ja selle hind ehk intress ning omakapitali väärtus ja selle hind ehk omakapitali oodatav tootlus. Endoveri võõrkapitali väärtuse ja selle hinna leidmisel lähtuti 2022. aasta konsolideeritud majandusaasta aruandes välja toodud laenuinfost, kuna uuemale infole ligipääs puudus. Võõrkapitali väärtuseks hinnati lühiajaliste ja pikaajaliste laenukohustiste summa ning intressi arvutamisel lähtuti majandusaasta aruandes välja toodud intressikulust. Omakapitali väärtus võeti Endoveri 2022. aasta konsolideeritud bilansist. Omakapitali hinna leidmiseks tuli aga esmalt leida riskivaba tulumäär, riigiriski preemia, tururiskipreemia ning beetakordaja. Riskivabaks tulumääraks võeti Saksamaa 10-aastaste võlakirjade tootlus, riigiriskipreemia ning tururiskipreemia leiti Konkurentsiameti andmete põhjal ning beetakordaja leiti Damodarani andmebaasist. WACC-i arvutamisel kasutatud andmed on välja toodud tabelis 5.

Tabel 5. Kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamisel kasutatud andmed

Võõrkapitali väärtus (€)	14 631 493
Võõrkapitali hind	6,94%
Omakapitali väärtus (€)	18 967 168
Omakapitali hind	8,91%
Riskivaba tulumäär	2,26%
Riigiriski preemia	1,22%
Tururiskipreemia	5,38%
Beetakordaja	1,01

Allikas: Autori koostatud World Government Bonds, Damodaran, Konkurentsiameti ja Inforegistri andmete alusel

Eeltoodud andmete põhjal ning WACC-i arvutusvalemit kasutades kujunes Endoveri kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks 8,05%. Järgneva viie aasta diskontomäära arvutamiseks liideti

WACC-i väärtusele 1, mis astendati tulevaste aastate järgi. Näiteks 2024. aasta diskontotegur võeti astmesse 2, 2025. aasta määr astmesse 3 jne (vt Tabel 6).

Tabel 6. Endoveri tulevaste aastate rahavoogude diskontomäärad perioodil 2023-2028

	2023	2024	2025	2026	2027
Diskontotegur	1,08	1,17	1,26	1,36	1,47

Allikas: Autori arvutused

Eelmainitud diskontotegureid kasutades leiti Endoveri tulevaste perioodide diskonteeritud vabad rahavood, mis on välja toodud tabelis 7. Selleks jagati Endoveri tulevaste perioodide vabad rahavood vastava aasta diskontomääraga. Ettevõtte diskonteeritud vabade rahavoogude summaks saadi 16 142 014 eurot, mis on üks osa Endover OÜ väärtusest. Endoveri lõpliku väärtuse hindamiseks tuli aga leida ka ettevõtte rahavoogude terminaalkväärtus.

Tabel 7. Endoveri diskonteeritud vabad rahavood perioodil 2023-2027 (€)

	2023	2024	2025	2026	2027
FCFF	3 463 288	3 209 746	3 847 545	4 611 990	5 528 209
Diskonteeritud FCFF	3 205 264	2 749 294	3 050 067	3 383 680	3 753 709

Allikas: Autori arvutused

Terminaalkväärtuse leidmiseks võeti aluseks 2027. aasta vaba rahavoog, diskontotegur ning ettevõtte kasvutempo. Autor lähtus Endoveri kasvumäära valikul asjaolust, et ettevõtte kasv on vähemalt 1,65% aastas, mis on Euroopa keskmine kasvumäär perioodil 1996-2023 (Trading Economics). Ettevõtte kasvumäärana otsustati kasutada just Euroopa keskmist kasvutempot, et prognoos oleks võimalikult realistlik. Eelmainitud andmete põhjal saadi ettevõtte rahavoogude terminaalkväärtuseks $5528209(1+0,0165)/(0,0805-0,0165)=87803512$ eurot. Diskonteeritud terminaalkväärtuseks saadi $87803512/1,47=59619459$ eurot. Endover OÜ hinnanguline väärtus leiti diskonteeritud terminaalkväärtusele liites diskonteeritud rahavoogude summa ehk $59619459+16142014=75,76$ miljonit eurot. Kuna Endoveri väärtuse hindamisel ei arvestatud finantsinvesteeringute ja laenuõuetega, tuleb need ettevõtte väärtusele eraldi juurde lisada. Investeeringute lisamise tulemusena hinnati Endover OÜ reaalseks väärtuseks 96,5 miljonit eurot.

3.2. Sensitiivsusanalüüs

Kuna diskonteeritud rahavoogude meetod on tundlik nii kaalutud keskmise kapitali hinna kui ka kasvumäära suhtes, otsustati läbi viia ka sensitiivsusanalüüs. Bakalaureusetöös kasutatud WACC-i väärtus oli 8,05%, ettevõtte aastane kasvumäär 1,65% ning ettevõtte hinnanguline väärtus 96,5 miljonit eurot. Sensitiivsusanalüüsi läbiviimiseks hinnati aga erinevaid stsenaariume eri kasvumäärade ja kaalutud keskmise kapitali hinna korral. Tabelis 11 on välja toodud kasvumäärad 0,25%-lise muutusega, WACC-id 0,50%-lise muutusega ning neid arvesse võttes leitud Endover OÜ väärtused eri stsenaariumite korral.

Tabel 8. Endover OÜ väärtuse tundlikkus WACC-i ja kasvumäära suhtes (miljon €)

		WACC						
		6,55%	7,05%	7,55%	8,05%	8,55%	9,05%	9,55%
Kasv	0,90%	109,5	101,9	95,4	89,9	85,0	80,8	77,1
	1,15%	113,0	104,8	97,8	91,9	86,8	82,3	78,4
	1,40%	116,9	107,9	100,5	94,1	88,7	83,9	79,8
	1,65%	121,1	111,4	103,3	96,5	90,7	85,7	81,3
	1,90%	125,8	115,2	106,4	99,1	92,9	87,5	82,9
	2,15%	131,1	119,3	109,8	101,9	95,2	89,5	84,6
	2,40%	136,9	124,0	113,5	104,9	97,7	91,6	86,4

Allikas: Autori arvutused

Arvestades 0,25%-lise ettevõtte pikaajaliste kasvumäärade muutusi jäid kasvumäärad vahemikku 0,90%-2,40%. 0,50%-lise kaalutud keskmise kapitali hinna muutusi arvesse võttes olid WACC-i väärtused vastavalt 6,55%-9,55%. Endoveri väärtuse hindamisel oleks ettevõttele kõige kasulikult võimalikult suur kasvumäär ning võimalikult väike kaalutud keskmine kapitali hind nagu selgub tabelist 11. Tabeli põhjal oleks Endoveri väärtus suurim, kui ettevõtte aastane kasvumäär oleks 2,40% ning WACC 6,55%. Selliselt saaks Endoveri väärtust hinnata 136,9 miljonile eurole. Halvim ettevõtte väärtuse prognoos oleks 0,90%-lise kasvumäära ning 9,55%-lise WACC-i korral, kus hinnanguline ettevõtte väärtus oleks 77,1 miljonit eurot. Vaatamata esialgsele kõrgele Endoveri väärtuse prognoosile on minimaalse ja maksimaalse väärtuse prognoosi vahe umbes 60 miljonit eurot, mis on märkimisväärne erinevus. Seega avaldavad nii pikaajaline kasvumäär kui ka kaalutud keskmine kapitali hind olulist mõju ettevõtte väärtusele.

Autori hinnangul peaks aga Endoveri reaalne väärtus jääma bakalaureusetöös prognoositud tasemele ehk ettevõtte väärtus ei tohiks väga palju erineda 96,5 miljonist eurost. Sobilikud ettevõtte väärtuse stsenaariumid peaksid seega jääma tabeli 11 põhjal vahemikku 90,7-100,5

miljonit eurot. Kõrgemad väärtused tunduvad autorile ebarealistlikud, kuna autorile teadaolevalt ei plaani osanikud Endoveriga olulisi muudatusi lähiajal ette võtta nagu näiteks börsile minek, mis võib ettevõtte väärtust märgatavalt tõsta. Pigem võib hinnatud ettevõtte väärtus osutada väiksemaks tegelikust prognoosist, kuna uurimuses kasutatud andmed olid üldistatud kujul ning täpsema väärtuse leidmiseks peaks ennast rohkem ettevõtte siseinfo kurssi viima.

3.3. Järeldused ja ettepanekud

Käesolevas bakalaureusetöös kasutatud diskonteeritud rahavoogude meetod oli sobilik Endoveri väärtuse hindamiseks, kuna suure kinnisvaraarendusettevõtte puhul sõltub selle väärtus lisaks ettevõttele kuuluvale varale ka selle immateriaalsest väärtusest. Tulupõhised meetodid arvestavad ettevõtte tulevikus genereeritud rahavoogudega ning ettevõtte nime tuntusega, mis võimaldab leida realistliku ettevõtte väärtuse. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kitsaskohaks on aga võimalus ekslikult leida suurem ettevõtte väärtus kui see reaalselt on, kui prognooside koostamisel lähtutakse ainult kõige edukamatest aastatest. Seetõttu tuleks ettevõtte väärtuse prognoosil aluseks võetud andmeid hinnata võimalikult objektiivselt.

Endover OÜ väärtuse prognoosi aluseks võeti perioodi 2017-2019 rahavood ning müügitulu muutus, vaatamata sellele, et Endoveri rahavood vaadeldud aastatel on olnud väga volatiilsed. Kolme aasta põhjal arvutatud müügitulu kasvumäär näitas aga mõistlikku kasvu, mistõttu autori hinnangul võis lähtuda Endoveri väärtuse hindamisel eelmainitud perioodi rahavoogudest. Vastavalt teadaolevale infole leiti hinnangulised tulevaste aastate tulu- ja kululiikide väärtused, mis tunduvad reaalsed arvestades tulevaste aastate müügitulude prognoose. Seejuures tuleb arvestada, et mida pikema perioodi kohta prognoose koostada, seda ebatäpsemad võivad tulevased hinnangud olla, kuna tulevikus toimuvaid sündmuseid on keeruline ennustada, mis võivad oluliselt muuta ettevõtte rahavoogude suurust.

Autori poolt leitud hinnanguline Endover OÜ väärtus tundub küllaltki suur, kuid mis võib olla reaalne arvestades seda, et Endoveri väärtuse hindamisel lähtuti konsolideeritud majandusaasta aruannete andmetest ehk ka tütarettevõtete tuludest ja kuludest. See tähendab, et Endover OÜ hinnanguline väärtus peaks sisaldama ka Endoveri tütarettevõtete väärtusi. Lisaks on Endover üks pikemalt tegutsenud kinnisvaraarendajaid Eestis, mis on 26 aasta jooksul enda usaldusväärset tõiendanud ning mainet kasvatanud, mis suurendab ettevõtte väärtust. Küll aga tuleb arvesse võtta

asjaolu, et käesoleva bakalaureusetöö autorile ei olnud Endoveri juhtkonna tulevikuplaanid teada, mille tõttu võis autor teha vigu realistliku ettevõtte väärtuse hindamisel.

Varasemalt toodi välja ka Endover OÜ ning tema võrdlusgrupi finantstulemuste hinnang, kuhu kuulusid Pro Kapital Grupp AS ning EKE AS. Võrdluse põhjal selgus, et üldiselt edestas Pro Kapital Grupp nii Endover OÜ kui ka EKE AS müügitulu ja kasumit. Vaatamata sellele oli Pro Kapital Grupi väärtus väiksem kui börsivälisel ettevõttel EKE. Erinevus tekkis ka asjaolust, et EKE AS väärtus hinnati 2023. aasta seisuga ning majandus on vahepeal suuresti kasvanud, mis tähendab, et ka Pro Kapital Grupi väärtus võib olla suurenenud. Isegi kui nii on, siis sellel aastal Pro Kapital Grupp TOP101 Eesti edukamate ettevõtete hulka aga ei kuulunud. Käesoleva bakalaureusetöö autori uuringu tulemusel selgus ka Endover OÜ väärtus, milleks oli 96,5 miljonit eurot. Leitud tulemus on üsna kõrge ning Endover ei jää väga palju teistele enda konkurentidele alla. Kuna Endover peab ka ennast üheks juhtivaks Eesti kinnisvaraarendajaks, võib juhtkonna hinnang ettevõtte väärtusele olla veelgi suurem.

Täpsema Endover OÜ väärtuse hindamiseks tuleks aga kaasata eksperte finantsalal, kellel on ka varasem kogemus kinnisvaraettevõtete väärtuse hindamisel. Autor soovib ekspertide valikul lähtuda just kinnisvaraettevõtetega varem kokku puutunud isikuid, kuna kinnisvaraarendusega tegelevate ettevõtete rahavood on ebastabiilsed, mis muudavad ettevõtte väärtuse hindamise keerulisemaks ning kogemusteta hindaja võib jätta mõned detailid tähelepanuta. Nendel bakalaureusekraadi lõpetajatel, kes on otsustanud enda lõputöö kirjutada ettevõtte väärtuse hindamise teemal, soovitab autor valida stabiilsemate rahavoogudega ettevõtte, soovitatavalt mõnest teisest sektorist. Ehitus- ja kinnisvaraettevõtete realistlikuma väärtuse hindamiseks tasuks kaaluda intervjuud juhtkonnaga ning edastada päring oluliste finantsandmete kohta. Kuna tihtipeale pole ettevõtted agarad enda finantsandmeid jagama, sujuks ettevõtte hindamine paremini isikul, kes juba töötab uuritava ettevõtte finantskohal ning taotleks vajadusel lõputöö kinnist kaitsmist.

KOKKUVÕTE

Majanduse kasv Euroopas on positiivselt mõjutanud kinnisvarasektori arengut, mille tulemusena on klientide nõudmisel tekkinud palju uusarendusi, elu- ja ärikeskuseid ning rekonstrueeritud elupindu. Seetõttu on paljude kinnisvaraarendusega tegelevate ettevõtete käive aastatega kasvanud, mis julgustab neid uusi projekte pidevalt ette võtma. Viimastel aastatel on majandust mõjutanud aga mitmed kriisid ja üldine oht majanduse languseks. Selle tõttu on niigi volatiilsed kinnisvaraettevõtete rahavood olnud väga muutlikud ning tundlikud välisteguritele. See võib omakorda avaldada mõju kinnisvaraarendusega tegelevate ettevõtete väärtusele ning selle hindamisele.

Käesolevas bakalaureusetöös keskendutakse kinnisvaraettevõtte Endover OÜ analüüsile. Täpsemalt on lõputöö eesmärk välja selgitada kinnisvaraettevõtte Endover OÜ väärtus. Autor lähtus uurimisobjekti valikul enda isiklikust huvist nii ettevõtte kui ka kinnisvara vastu. Lisaks usub autor, et käesoleva töö analüüs on oluline ka Endoveri potentsiaalsete klientide ja äripartnerite jaoks. Väärtuse hindamine viidi läbi diskonteeritud rahavoogude meetodil, mis arvestab ettevõtte tulevaste rahavoogudega. Metoodika valikul lähtuti Endoveri mainest, tegutsemisajast ning -valdkonnast, mis on oluline, kuna suure kinnisvaratevõtte puhul tuleks arvestada ka selle immateriaalse väärtusega. Lisaks viidi läbi sensitiivsusanalüüs, et hinnata ettevõtte väärtust erinevate stsenaariumite korral.

Eelmainitud meetodit kasutades hinnati Endover OÜ väärtuseks 96,5 miljonit eurot. Kuna ettevõtte hindamisel kasutati Endoveri konsolideeritud majandusaasta aruandeid, leiti Endoveri ja selle tütarettevõtete summaarne hinnanguline väärtus. Sensitiivsusanalüüsi läbi viies, selgus et Endoveri väärtus on mõjutatud nii kaalutud keskmisest kapitali hinnast kui ka ettevõtte pikaajalisest kasvumäärast. Suurim hinnanguline ettevõtte väärtus oleks leidnud aset stsenaariumi korral, kus ettevõtte kasvumäär oleks võimalikult suur ning kaalutud keskmine kapitali hind võimalikult väike. Välja toodud tegurite korral oleks Endover OÜ väärtus suurim, kui aastane kasvumäär oleks 2,40% ning WACC väärtus 6,55%.

Autori järeldused, hinnangud ja ettepanekud tulemuste osas on järgnevad:

- Leitud hinnanguline ettevõtte väärtus võib olla reaalne, kuna Endover on mainekas kinnisvaraarendusettevõtte, mis on tegutsenud juba 26 aastat. Selle aja jooksul on Endover rajanud mitmeid uusarendusi ning taastanud vanu linnaruumi väärtust loovaid hooneid.
- Kuna hinnatud ettevõtte väärtus leiti konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal, võeti arvesse ka tütarettevõtete rahavood, mis suurendasid Endoveri käivet, mis mõjutasid olulisel määral ettevõtte väärtuse kujunemist.
- Endoveri väärtuse kasvule aitab kaasa ka asjaolu, et ettevõtte tegutseb rahvusvaheliselt, rajades uusarendusi ka välismaale. Tihtipeale jääb ainult Eesti turule keskendunud ettevõtete väärtus alla välismaale laienenud ettevõtetest.
- Kuna Endoveri väärtuse hindamisel olid autorile kättesaadavad vaid üldistatud majandusaasta aruannete andmed, võis autor jätta analüüsist välja olulised andmed ettevõtte väärtuse prognoosil. Samuti puudus autoril teave Endoveri juhtkonna tulevikuplaanide osas, arvestades just finantsidega seonduvat infot.
- Kuna viimastel aastatel on majandusele mõju avaldanud nii koroonapandeemia kui ka Vene-Ukraina sõja puhkemine, on ettevõtete müügitulemused olnud väga volatiilsed, eriti kinnisvarasektori puhul. Seetõttu jättis käesoleva töö autor viimased aastad uurimusest välja ning valis töö algandmeteks veidi stabiilsema perioodi. Kuna ka siis olid rahavoogude kõikumised üsna suured, võis autor jätta mõne olulise faktori ettevõtte väärtuse hindamise analüüsil tähelepanuta.
- Kinnisvaraettevõtte väärtuse hindamine võib olla keerulisem kui mõnes teises valdkonnas tegutseva ettevõtte puhul, kuna kinnisvaraprojektid võivad võtta mitu aastat aega, enne kui nad täielikult valmivad. Seetõttu on ettevõtte rahavood iga-aastaselt ebaühtlased ning raskendavad ettevõtte õiglase väärtuse hindamist. Lõputöö kirjutajale soovitab autor valida pigem stabiilsemate rahavoogudega ettevõtte.

Käesolevat analüüsi on võimalik edasi arendada Endoveri käekäigust huvitunud isikul. Lõputöö puhul sobiks näiteks analüüsida, millised tegurid võivad veel kinnisvaraettevõtte väärtusele mõju avaldada lisaks kasvumäärale ja kaalutud keskmisele kapitali hinnale. Kuna käesoleva bakalaureusetöö puhul rakendati vaid diskonteeritud rahavoogude meetodit, võib ettevõtte väärtuse hindamisel võtta kasutusele ka teistsuguseid meetodeid, mis arvestaksid kindlasti ka Endoveri kui brändi väärtusega.

SUMMARY

VALUATION OF ENDOVER OÜ

Matias Rosin

In recent years, the economy and the real estate market have been growing rapidly. The success of real estate enterprises is related to the increasing demand of property. Real estate continues to be the preferred asset class despite an uncertain economic outlook which may have an influence on the value of real estate enterprises. One of the leading real estate development companies in Estonia is Endover OÜ that has been operating over 25 years. Endover has become an international real estate developer located in Estonia, Spain and Romania. The aim of this Bachelor's thesis was to estimate the value of Endover OÜ.

To specify the aim of this thesis, the following research questions were formulated:

- 1) What are expected future cash flows of Endover OÜ?
- 2) What is the value of Endover OÜ using the discounted cash flow method?

The most used methods for corporate valuation are as follows (Żelazowski, 2015, lk 26-27):

- Net asset method – valuation based on the value of the company's net assets;
- Income method – value of a company includes the value created by future cash flows;
- Market method – ratio analysis compared to other enterprises;
- Combined methods – different methods applied together.

The methodology used for valuation of real estate development company Endover OÜ was discounted cash flow method (DCF). The income method was selected considering the size and age of the company. DCF method is appropriate approach for reputable companies that have been operating for a long time. Estimating if the value of Endover was influenced by growth rate and weighted average cost of capital (WACC), sensitivity analysis was conducted.

Based on the results the estimated value of real estate company Endover OÜ was 96,5 million euros. The value was calculated based on the enterprise's consolidated annual reports, meaning that the expected value of the company included also the value of subsidiary companies. As a result of sensitivity analysis the value of Endover was influenced by annual growth rate and weighted average cost of capital. The maximum value of the company was with the minimum value of WACC and maximum value of growth rate.

Based on the results author's conclusions and suggestions are as follows:

- The estimated value of Endover OÜ might be realistic considering the matter that Endover has become successful real estate developing company during 25 years.
- The estimated value was based on consolidated data which increased the value of Endover.
- Endover operates internationally which makes the estimated value of the company more realistic.
- Author of this thesis used generalized data in the analysis that might have led to wrong results. Author suggests more detailed analysis for better results which means considering an interview with the management and a request for financial data.
- Due to economic changes and different crises the cash flows of real estate companies have been very volatile. Complicated circumstances make it more difficult to find correct value of the company.
- The valuation of real estate enterprises is more complicated considering the volatile cash flows also caused by projects that take many years before completion.

Author's recommendation for the students looking for a similar subject for their thesis would be considering an analysis of enterprises with more stable cash flows to make the valuation of a company less complicated. The interest groups of this Bachelor's thesis could consider further developments of this thesis. One option could be estimating the value of Endover using different methods for corporate valuation. Another option would be evaluating factors affecting the value of real estate company Endover for more detailed analysis.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Damodaran, A. (2023). *Data: Current*. Kasutatud 9. detsember 2023 https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
- Drechsler, M. (1998). Sensitivity analysis of complex models. *Biological Conservation*, 3(86), 401–412. [https://doi.org/10.1016/S0006-3207\(98\)00021-4](https://doi.org/10.1016/S0006-3207(98)00021-4)
- Drissi, R. (2023). Empirical Analysis of Unlisted Companies' Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. *Journal of Finance & Banking Review*, 1(8), 73–84. [https://doi.org/10.35609/jfbr.2023.8.1\(4\)](https://doi.org/10.35609/jfbr.2023.8.1(4))
- EKE, AS. Kasutatud 14. detsember 2023 <https://top101.ee/company/370/?ref=top>
- EKE. *Kontsern*. Kasutatud 14. detsember 2023 <https://eke.ee/kontsern/>
- Endover. *Eesti juhtiv kinnisvaraarendaja*. Kasutatud 28. september 2023 <https://endover.ee/endover/tutvustus/>
- E-äriregister. *Endover OÜ*. Kasutatud 24. november 2023 <https://ariregister.rik.ee/est/company/10308874>
- Fernandez, P. (2023). Company Valuation Methods. *ZBW*.
- Giudice, V. D., Paola, P. D., & Giudice, F. P. D. (2020). COVID-19 Infects Real Estate Markets: Short and Mid-Run Effects on Housing Prices in Campania Region (Italy). *Social sciences*, 7(9), 1–18. <https://doi.org/10.3390/socsci9070114>
- Hoesli, M., & Malle, R. (2021). Commercial real estate prices and COVID-19. *Journal of European Real Estate Research*, 2(15), 295–306. <https://doi.org/10.1108/JERER-04-2021-0024>
- Hrabynskiy, I., Prykhodko, I., Halanets, V., Prokopyshyn-Rashkevych, L., Adamovsky, A. & Zhygalo, I. (2022). The Impact of the Russian-Ukrainian War on the Development of the Primary Residential Real Estate Market in Ukraine: Results of a Cluster Analysis. *Economic Affairs*, 4(67), 837–849. <https://doi.org/10.46852/0424-2513.4s.2022.17>
- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of Return on Assets, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(9), 50–54. <https://doi.org/10.32479/ijefi.8595>
- Inforegister. *EKE AS*. Kasutatud 14. detsember 2023 <https://www.inforegister.ee/10046500-EKE-INVEST-AS>

- Inforegister. *Endover OÜ*. Kasutatud 28. september 2023 <https://www.inforegister.ee/10308874-ENDOVER-KVB-OU>
- Inforegister. *PRO KAPITAL GRUPP AS*. Kasutatud 14. detsember 2023 <https://www.inforegister.ee/10278802-PRO-KAPITAL-GRUPP-AS>
- Konkurentsiamet. (2023). *Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Kasutatud 9. detsember 2023 https://www.konkurentsiamet.ee/sites/default/files/kaalutud_keskmise_kapitali_hinna_j_uhendkinnitatud_19.07.2023.pdf
- Ngoc, N. M., Duc, L. D. M., Tien, N. H. & Hieu, V. M. (2022). The relevance of factors affecting real estate investment decisions for post pandemic time. *International Journal of Business and Globalisation*, 1(1), 1–15.
- Nimani, A., & Spahija, D. (2023). Financial markets and price increases in Europe after the russian-Ukrainian War. *Scientific Horizons*, 3(26), 135–145. <https://doi.org/10.48077/scihor3.2023.135>
- Nõmmsalu, B. (2019). Ettevõtte väärtuse hindamine Tatoli AS näitel. [Magistritöö, Eesti Maaülikool]. EMU Dspace. <http://hdl.handle.net/10492/4753>
- Nygaard, A. H., & Svarva, H. B. (2018). A comparative analysis of listed and unlisted real estate investments [Master Thesis, Norwegian School of Economics]. <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/handle/11250/2585921>
- Oktarina, D. (2018). The analysis of firm value in Indonesia property and real estate companies. *International Journal of Research Science and Management*, 9(5), 85–92.
- Otterberg, S., & Zetterberg, A. (2019). Relative and Discounted Cash Flow Valuation on Swedish Listed Companies: How applicable are the methods to companies in different industries? [Bachelor Thesis, Linnaeus University]. Digitala Vetenskapliga Arkivet. <https://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?dswid=-2026&pid=diva2%3A1327026>
- Pro Kapital Grupp, AS*. Kasutatud 14. detsember 2023 <https://top101.ee/company/458/?ref=top>
- Rugtrakul, S. (2022). Discounted Cash Flow Valuation of Origin Property Public Company Limited. [Master Thesis, Mahidol University]. CMMU Digital Archive. <https://archive.cm.mahidol.ac.th/handle/123456789/4629>
- Sabal, J. (2007). WACC or APV? *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 2(2), 1–15. <https://doi.org/10.2202/1932-9156.1016>
- Silva Jacques, K., Duarte Couto Fernandes, V., de Melo Queiroz, L., & Ferreira da Cunha, M. (2021). What is the value of the company? The valuation case of Magazine Luiza. *Revista Ambiente Contábil*, 1(13), 359–377. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2021v13n1ID23655>
- Sutjipto, E., Setiawan, W., & Ghozali, I. (2020). Determination of Intrinsic Value: Dividend Discount Cash Flow Methods in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Management*, 11(11), 1842–1852.

- Żelazowski, K. (2015). Application of Multiple-Based Methods in Valuation of Real Estate Development Companies. *Real Estate Management & Valuation*, 3(23), 26–35. <https://doi.org/10.1515/remav-2015-0022>
- Trading Economics. European Union GDP Annual Growth Rate. Kasutatud 14. detsember 2023 <https://tradingeconomics.com/european-union/gdp-annual-growth-rate>
- Weitl, G. (2016). Company valuation methods and their relevance. [Master Thesis, Vienna University of Technology]. https://web.archive.org/web/20210812122916id_/https://repositum.tuwien.at/bitstream/20.500.12708/2310/2/Weitl%20Georg%20-%20202016%20-%20Company%20valuation%20methods%20and%20their%20practical%20relevance.pdf
- World Government Bonds. *10Y Bond Yield – 11 Dec 2023*. Kasutatud 9. detsember 2023 <https://www.worldgovernmentbonds.com/>
- Yang, L., & Wang, P. (2014). Study on Chinese Listed Real Estate Company Valuation Method. In: Y. Wang, H. Ye, G. Q. Shen, & Y. Bai (Eds.), *Smart Construction and Management in the Context of New Technology* (pp. 1062–1071). ASCE. <https://doi.org/10.1061/9780784413777.126>

LISAD

Lisa 1. Endover OÜ konsolideeritud bilanss

	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Varad				
Käibevarad				
Raha	917 965	676 373	859 389	1 236 979
Nõuded ja ettemaksed	693 330	4 877 693	7 119 347	7 690 240
Varud	22 227	36 037	44 514	78 129
Kokku käibevarad	1 633 522	5 590 103	8 023 250	9 005 348
Põhivarad				
Investeeringud tütar- ja sidusettevõtjatesse	190 486	622 849	369 699	1 127 200
Nõuded ja ettemaksed	7 869 791	20 479 891	21 210 764	16 123 406
Kinnisvarainvesteeringud	10 643 582	3 176 563	1 623 445	2 167 557
Materiaalsed põhivarad	134 077	247 340	306 590	180 149
Kokku põhivarad	18 837 936	24 526 643	23 510 498	19 598 312
Kokku varad	20 471 458	30 116 746	31 533 748	28 603 660
Kohustised ja omakapital				
Kohustised				
Lühiajalised kohustised				
Laenukohustised	625 226	34 231	2 119 200	2 088 211
Võlad ja ettemaksed	1 851 290	3 060 101	1 845 761	3 318 435
Kokku lühiajalised kohustised	2 476 516	3 094 332	3 964 961	5 406 646
Pikaajalised kohustised				
Laenukohustised	12 470 909	16 356 580	10 716 128	10 134 718
Võlad ja ettemaksed	48 909	568 483	5 301 945	1 253 376
Kokku pikaajalised kohustised	12 519 818	16 925 063	16 018 073	11 388 094
Kokku kohustised	14 996 334	20 019 395	19 983 034	16 794 740
Omakapital				
Emaettevõtja aktsionäridele või osanikele kuuluv omakapital				

Lisa 1 järg

Osakapital nimiväärtuses	2 556	2 556	2 556	3 056
Kohustuslik reservkapital	512	256	256	256
Realiseerimata kursivahed	2 960	110 735	2 179	47 173
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	4 107 086	5 469 096	13 708 574	11 545 723
Aruandeaasta kasum (kahjum)	1 362 010	4 514 708	-2 162 851	212 712
Kokku emattevõtja aktsionäridele või osanikele kuuluv omakapital	5 475 124	10 097 351	11 550 714	11 808 920
Kokku omakapital	5 475 124	10 097 351	11 550 714	11 808 920
Kokku kohustised ja omakapital	20 471 458	30 116 746	31 533 748	28 603 660

Allikas: autori koostatud Endover OÜ konsolideeritud majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2016-2019

Lisa 2. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Matias Rosin

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

Kinnisvaraettevõtte väärtuse hindamine Endover OÜ näitel,

mille juhendaja on Ilzija Ahmet,

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.

20.12.2023

¹ 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.