

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Paula Valdna

**ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS TALLINNA
LENNUJAAMA KONTSERNI NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava Ärindus, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Kalle Ahi, MA

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 ...6830... sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Paula Valdna

11.05.2023 (kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE.....	4
SISSEJUHATUS	5
1. TEOREETILISED ALUSED ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISEST	8
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise põhjused ja protsess.....	8
1.2. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatavad meetodid	9
1.3. Diskonteeritud vabade rahavoogude meetod.....	11
2. MAJANDUSKESKKONNA ANALÜÜS JA METOODIKA.....	15
2.1. Sektori ja tegevuskeskkonna ülevaade	15
2.2. AS Tallinna Lennujaama tutvustus ja majandusnäitajad.....	16
3. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE LEIDMINE.....	20
3.1. AS Tallinna Lennujaama väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	20
3.1.1. Finantsproгноoside koostamine	20
3.1.2. WACCi arvutamine ning ettevõtte väärtuse hindamine	25
3.2. Sensitiivsusanalüüs	28
3.3. AS Tallinna Lennujaama väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil	28
3.4. Tulemused ja võrdlus.....	30
KOKKUVÕTE	32
SUMMARY.....	34
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	36
LISAD	39
Lisa 1. AS Tallinna Lennujaama konsolideeritud bilanss aastatel 2019-2022 (tuhandetes eurodes)	39
Lisa 2. AS Tallinna Lennujaama konsolideeritud kasumiaruanne aastatel 2016-2022 (tuhandetes eurodes)	40
Lisa 4. Lihtlitsents	41

LÜHIKOKKUVÕTE

Börsil noteerimata ettevõtte väärtuse hindamiseks on mitmeid eri meetodeid, mis kasutavad sisenditeks erinevaid andmeid. Enim kasutatakse hindamisel kas tulupõhiseid, varapõhiseid või turupõhiseid meetodeid. Tulupõhise hindamise enim kasutatud meetodiks on diskonteeritud rahavoo meetod, mida ka antud töös pikemalt käsitletakse. Teiseks laialdaselt levinud meetodiks võib pidada veidi pealiskaudsemat võrreldavate suhtarvude meetodit.

Käesolevas töö eesmärgiks on hinnata AS Tallinna Lennujaama kontserni väärtust tuginedes diskonteeritud rahavoogude ja väärtussuhtarvude meetodile. Diskonteeritud rahavoogude meetod sisaldas endas põhjalikku ettevõtte analüüsi, tulevaste rahavoogude prognoosimist, rahavoogude diskonteerimist leitud kapitali kaalutud keskmise hinnaga ning terminaalkväärtuse leidmist. Kõigi eelnevate sisendite abil leiti ka kontserni omakapitali väärtus. Teises meetodis kasutati börsil noteeritud lennujaamade erinevaid suhtarve AS Tallinna Lennujaama omakapitali väärtuse hindamisel. Töö käigus püstitatud uurimisülesanded toetavad töö eesmärgi täitmist ning lisaks kahel meetodil hinnatud AS Tallinna Lennujaama kontserni väärtusele, leiti ka sensitiivsusanalüüsi maatriksi kaudu erinevate sisendite muutmise tundlikus ettevõtte väärtusele. Analüüsi käigus selgus, et nii pikaajalise kasvumäära kui ka kapitali kaalutud keskmise tunnuse mõneprotsendilised muutused põhjustavad ettevõtte väärtuses mitmekordseid muutuseid.

Võtmesõnad: ettevõtte väärtuse hindamine, diskonteeritud vabade rahavoogude meetod, võrreldavate suhtarvude meetod, AS Tallinna Lennujaam.

SISSEJUHATUS

AS Tallinna Lennujaama kontsern haldab ning korraldab suurimate lennujaamade tööd Eestis. Ettevõtte on kogu ulatuses Eesti Vabariigi omandis ning omaniku ootustes on välja toodud eeldus teenida tulu ja maksta välja ka omanikudividende. On esitatud erinevaid spekulatsioone, kas Tallinna Lennujaam võiks ehk olla vabalt börsil kaubeldav ettevõtte. Avalikult kaubeldavad on hetkel Euroopas näiteks Hispaania Aena lennujaam, Saksamaa Frankfurdi lennujaam, Pariisi lennujaam, Zürichi Lennujaam Šveitsis, Viini lennujaam Austrias ning ka Kopenhaageni lennujaam Taanis. Üldiselt kuulub börsil kaubeldavate lennujaamade aktsiaseltsi või gruppi mitmeid lennujaamasid. (Maharramov, 2021) Hinnatakse, et selline omanike lisa tuleks ettevõtte tulemuslikkusele igati kasuks. Laiema ringi investorite kapitali kaasamine võiks ettevõtte arengut kiirendada ning suurendada tema tuntust ja avalikkuse huvi. Sellises olukorras saaks praegune ainuomanik Eesti Vabariik vähemosaluse müügilt teenitud tulu kasutada muudeks riigi hüvedeks.

Antud teema ostus valituks, kuna eriti viimastel aastatel on Tallinna Lennujaam olnud pideva üldsuse tähelepanu all. Alguses oli tähelepanu põhjuseks pigem ettevõtte raske majanduslik seis seoses COVID-i levikuga ja turismi vähenemisega. (Tooming, 2023) Viimasel aastal on Lennujaam tähelepanu pälvinud pigem suurenenud reisijate arvuga ja hindade tõstmisega. Viimaste andmete kohaselt ja ka ajakirjanduses lahatud finantsseisundist selgub, et lennunduse segmendist teenib Tallinna Lennujaam aga jätkuvalt kahjumit. Eesmärki saavutada tulude ja kulude tasakaal mõlemas segmendis ei ole veel saavutatud. Lisaks ei olnud varem Tallinna Lennujaama finantsnäitajaid lõputöö kontekstis uuritud, see on esmakordne taoline käsitlus. Autori eeldusteks on, et täielikult Eesti Vabariigi omanduses olevate ettevõtete käekäik peaks huvitama igat Eesti Vabariigi kodanikku ja maksumaksjat, seetõttu on töö äärmiselt aktuaalne. Osaliselt avalikult börsil kaubeldava ettevõtte eelisteks võiks olla ka parem läbipaistvus juhtimisel ning efektiivsuse ja arengu kiirendamine. Lõpptulemiks võiks olla tänu suurenenud kasumile suuremad dividendimaksud riigikassasse.

Käesoleva töö eesmärgiks on hinnata AS Tallinna Lennujaama kontserni väärtust tuginedes diskonteeritud rahavoogude ja väärtussuhtarvude meetodile. Riigi ainuomandis oleva ettevõtte

efektiivsuse potentsiaalse tõstmise valguses soovitakse hinnata ettevõtte väärtust kahel meetodil ning saadud tulemusi võrrelda. Võrdluse tulemusena kõrvutatakse diskonteeritud vabade rahavoogude meetodil ning võrreldavate suhtarvude meetodil hinnatud ettevõtte väärtused. Diskonteeritud vabade rahavoogude meetodi puhul viiakse läbi ettevõtte finantsanalüüs ning seejärel mitmetahuline hindamine. Lisaks leitakse ettevõtte väärtus ka võrreldavate suhtarvude baasil, kasutades selleks samas sektoris toimetavate ettevõtete finantsnäitajaid. (Insights, 2022) Uurimus annab mõningase sissevaate lennunduse valdkonda, hinnatakse kriisijärgselt AS Tallinna Lennujaama väärtust ning kaudselt nähakse ka selle tulusust riigikassasse. Kuna töös kasutatakse kahte väga erinevat hindamismeetodit, annab nende kõrvuti käsitlemine autori hinnangul huvitava võrdluse lennundussektori suuremate ettevõtete taustal.

Antud bakalaureusetöö uurimisülesanneteks on:

1. Selgitada lahti peamisi ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid ning meetodikat
2. Tutvustada lennunduse valdkonda ja spetsiifikat, välja tuua teema aktuaalsuse põhjused
3. Leida AS Tallinna Lennujaama konsolideeritud majandusaasta aruande põhjal ettevõtte väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil
4. Tuvastada võrdlusgrupp ja hinnata suhtarvude baasil Tallinna Lennujaama väärtust

Töö teoreetilises osas tuuakse välja ettevõtte väärtuse hindamise põhjused, meetodid, protsess ning pööratakse erilist tähelepanu mittenoteeritud ettevõtete väärtuse hindamisele. Eraldi alapeatükk kirjeldab diskonteeritud rahavoogude meetodit, kuna tegemist on keeruka ning mitmetahulise protsessiga. Teoreetilise poole teises osas keskendutakse majanduskeskkonnale ja AS Tallinna Lennujaama majandusnäitajatele.

Empiirilises osas leitakse AS Tallinna Lennujaama väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil ning võrreldavate suhtarvude meetodil. Lisaks teostatakse sensitiivsusanalüüs ehk ettevõtte omakapitali väärtuse sõltuvus kapitali kaalutud keskmisest hinnast ning pikaajalisest kasvumäärast. Töö lõpeb saadud tulemuste võrdlemisega ja nende analüüsimisega.

Uurimuse läbi viimise meetodiks on kvantitatiivne uurimus. Diskonteeritud rahavoogude analüüs ning võrreldavate suhtarvude meetod ning saadud tulemuste põhjal järelduste tegemine. Töö uurimusliku osa kirjutamiseks kasutatakse AS Tallinna Lennujaama konsolideeritud majandusaasta aruandeid, mis on kättesaadavad Äripäeva infopangas. Valimisse osutusid

aruanded aastatest 2016-2022, kuna need on üldsusele kättesaadavad ja annavad autori hinnangul piisava sisendi analüüsimiseks. Viimase majandusaasta (2022) kohta on uurimuse teostamise hetkel kättesaadavad ainult kvartaalsed aruanded.

1. TEOREETILISED ALUSED ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISEST

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise põhjused ja protsess

Ettevõtte väärtus on ajas üsna kiiresti muutuv ja väga ettevõtte spetsiifiline hinnang, kus tuleb arvesse võtta mitmeid kriteeriumeid. Osaliselt võivad olla need seatud sektori poolt, kus ettevõtte tegutseb, aga samal ajal võivad need olla ka ainult konkreetse ettevõtte põhised. Reaalses elus soovivad müügi korral alati müüjad hinnata oma müüdava objekti väärtust kõrgemalt kui potentsiaalsed ostjad. Seejuures ei tohiks ettevõtete puhul segamini ajada ettevõtte väärtus ja ettevõtte reaalsel müügihinda, kuna arvutatud ettevõtte väärtus näitab seda, alla mille kindlasti omanik müüa ei tohiks, kui soovib õiglast tehingut. Ostja perspektiivist vaadatuna näitab ettevõtte väärtus kõrgeimat hinda, mida ostja peaks olema valmis tasuma. Aga reaalses elus selgub tõeline ostu-müügi hind alles läbirääkimiste tulemusena. (Fernandez, 2007)

Tulenevalt erinevatest hindamise meetoditest saab ka ettevõtte väärtust vaadelda läbi väga erinevate kontseptsioonide. Kui lähtuda varapõhistest meetoditest, võib ettevõtte väärtuseks lugeda tema raamatupidamislikku väärtust, asendusväärtust või likvideerimisväärtust. Kõigi kolme meetodi tulemusena saadakse lõpptulemiks ettevõtte varade väärtus mingil kindlal tingimusel. Küll aga ettevõtte fundamentaalväärtuse ehk sisemise väärtuse leidmiseks kasutatakse enim vabade rahavoogude meetodit. Ettevõtte sisemine väärtus näitab hindajale ettevõtte potentsiaali teenida vastavalt valitud meetodile ja huvigrupile rahavoogusid.

Ettevõtte väärtust võib hinnata paljudel põhjustel, Pablo Fernandez on oma töös toonud välja nii mõnedki juhtumid, millal võib ettevõtte väärtuse hindamine oluline olla. Näiteks ettevõtte või selle aktsia ostmise/müümise korral. Aktsia puhul näeme ära, kas aktsia on turul õiglaselt hinnastatud ning kas oleks kasulik seda hoida, müüa või hoopis juurde soetada. Esmakordse avaliku aktsiate pakkumise korral on ettevõtte väärtuse hindamisest palju kasu, kuna saame teada, kas aktsia hind on õiglane. Ettevõtte omanikele on kasulik teada selle väärtust, kuna nii suudab juhtkond ja finantsjuht teha parimaid võimalikke otsuseid. Näiteks kas ettevõtte on üldse suuteline jätkama,

kas kasulik oleks ettevõtte müüa või vastupidi näiteks konkurentidelt nende ettevõtte ära osta ja enda omaga liita. Omanikele lisab ettevõtte väärtuse teadmine juurde ka kindlustunnet tuleviku planeerimisel, näiteks kuhu tasuks laieneda ning kes on potentsiaalsed kliendid ning mida nende püüdmiseks teha tuleks. (Fernandez, 2007)

Ettevõtte väärtuse hindamine kui protsess peaks üldjuhul kulgema standartsete protseduuride jadana. Esimene ja üks olulisemaid samme on õppida tundma seda ettevõtet, millele hindamine koostatakse. Tuleks teada selle konkreetse ettevõtte strateegiaid, turgu ja väljavaateid ning hinnata neid kriitiliselt koos majandustulemustega. Seeläbi saame teada, kas ja kui palju on konkreetne sektor üldse võimeline arenema ning milline on pakkumise ja nõudluse suhe. Teiseks on oluline prognoosida ettevõtte tuleviku käivet, kasumit ja positsiooni turul (*pro forma* analüüs). Kolmanda sammuna tuleks valida sobivaim meetod väärtuse hindamiseks ning kohandada eelmises punktis leitud prognoosid konkreetse meetodiga. Alles peale eelnevate sammude sooritamist saab asuda mehaanilise hindamise ja arvutamise juurde. (Stowe *et al.*, 2007)

1.2. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatavad meetodid

Kuna ettevõtte peamine eesmärk on maksimeerida tulude teenimist ja minimeerida kulusid siis on ka ettevõtte väärtuse hindamisel vajalik kaaluda kõiki erinevaid aspekte mis seostuvad nende kahe eesmärgiga. Üks oluline punkt ettevõtte väärtuse hindamisel on kindlasti teada, mis eesmärgil seda leitakse. Teiseks on väga oluline kasutada korrektseid meetodeid ja lähenemisviisi ning kasutada selleks õiget dokumentatsiooni. Analüüsiks kasutatakse nii finantsilist informatsiooni kuid väga oluline on ka mittefinantsiline informatsioon. Sinna alla kuulub näiteks ettevõtte struktuur, juhatus, toote või teenuse olemus, geograafiline asukoht, konkurendid riskid jpm. (Trugman, 2012)

Ettevõtte väärtust saab hinnata erinevatel meetoditel, kõikide hinnangute tulemus peaks nende õigel käsitlemisel tulema sarnane (Fernandez, 2020). Enim kasutatud ja põhilised lähenemised ettevõtte väärtuse hindamisele on kas tulude põhised, varapõhised või turupõhised. Tulupõhise hindamise enim kasutatud meetodiks on diskonteeritud rahavoo meetod, mida ka antud töös pikemalt käsitletakse. Varapõhisteks meetoditeks loetakse raamatupidamisliku väärtuse leidmist, asendusväärtuse meetodit ning likvideerimisväärtuse meetodit. Raamatupidamisliku väärtus leitakse omakapitali väärtusest bilansis, miinuseks selle meetodi puhul on asjaolu, et juhtkonnal on sellele suur mõju ning need arvud on lihtsasti manipuleeritavad. Lisaks ei pruugi turuhind

kattuda ettevõtte bilansilise väärtusega. Varade asendusväärtuse meetod on üsna lihtsakoeline ning ei võta arvesse paljusid olulisi aspekte, keskendub ainult väärtusele mida investor omandaks, kui asendataks kõik ettevõtte varad. Likvideerimisväärtuse meetodit kasutatakse üldjuhul siis, kui ettevõtte rahavood on negatiivsed või puuduvad ja soovitakse leida väärtus omanikele, kui kogu vara turuhinnaga müüdataks ning sellest lahutataks tekkinud kohustised. (Trugman, 2012)

Turupõhiseid meetodeid rakendatakse võrdlusel börsil kaubeldavate ettevõtetega. Aluseks võetakse sarnaste ettevõtete fundamentaalnäitajad ning leitakse ettevõtte väärtus läbi nende ettevõtete suhtarvude. Turupõhine on ka võrreldavate tehingute meetod, kus antakse hinnang ettevõtte väärtusele läbi hiljuti toimunud ostu-müügitehingute hindade. Kusjuures vaadeldakse sarnaste ettevõtete õnnestunud müügitehinguid, kuigi enamikel juhtudel on piisavat arvu võrreldavaid tehinguid pea võimatu leida. (Trugman, 2012)

Põhilised probleemid mis võivad esineda proovides hinnata mittenoteeritud ettevõtte väärtust on esiteks see, et ei võlale ega omakapitalile pole turuhind leitav. Seega kõik hindamismeetodid mis sisaldavad nende kahe turuhinda pole kasutatavad. Lisaks ei saa mittenoteeritud ettevõtte puhul võrrelda leitud ettevõtte väärtust turuhinnaga, mis lisaks leitud väärtusele juurde realistliku aspekti. Ka ei ole sellistele ettevõtetele kättesaadavad erinevad riskitegurid, näiteks beeta ja hinnangud ettevõtte aktsiatele või võlakirjadele. Kuid selle lahenduseks on kasutada kaudset meetodit beeta leidmiseks ning arvutada tööstusharu keskmise võimendusega beeta. Teiseks probleemiks mittenoteeritud ettevõtte puhul võib olla see, et sellised ettevõtted on tihti uuemad ning nende majandusnäitajad võivad sisaldada erinevaid puudujääke. Väiksemate ja uuemate ettevõtete puhul tuleb sageli ette, et rahavoogude tõepärasust on keeruline hinnata, kuna neil on oma väiksuse tõttu lihtsam liigitada näiteks kulude alla oma isiklike kulusid. Sellistel juhtudel kus töötajaid on vähe ning omaniku aktiivne osalus ettevõtte käekäigus on suur, on ka keeruline eristada palka dividendidest (Damodaran, 1999). Antud töös hinnatava AS Tallinna Lennujaama puhul vähendab finantsnäitajate tõepärasuse kahtlust see, et tegu on Eesti Vabariigi omanduses oleva ettevõttega ning majandusaasta aruanded on auditeeritud. Lisaks avaldatakse ka kuist statistikat reisijate arvu kohta ning raamatupidamislike tulemuste kohta avaldatakse kvartaalseid aruandeid. Uuringud on näidanud, et ettevõtted kelle tegevus on läbipaistev ja seega potentsiaalsetele investoritele atraktiivsem, suudavad aktsiaturul olla tulemuslikumad. (Feldman, 2005)

Samamoodi nagu avalikult kaubeldaval ettevõttel võib olla väärtuse hindamiseks mitu motiivi, nii on ka mittenoteeritud ettevõtte puhul. Üldjuhul saab väärtuse leidmise soovi põhjuse jaotada nelja kategooriasse. Ettevõtte plaanitakse müüa teisele eraettevõtjale, müük eraettevõtjalt avalikult kaubeldava teise ettevõtte alla, soovitakse esmakordselt ettevõtte aktsiatega börsile minna ning viimaseks on eraettevõtjal soov riskikapitali suurendades suunduda aktsiatega avalikule turule (Damodaran, 1999). Kindlasti on üks võimalustest ka omaniku huvi teada saada, mis on temale kuuluva ettevõtte hinnanguline väärtus, kuid ka selle leidmiseks oleks hea kui hindaja paneks paika hüpoteetilise tehingu. (Feldman, 2005)

Antud töös viiakse ettevõtte väärtuse hindamine läbi kahel meetodil. Uurimuse läbiviimiseks kasutatakse diskonteeritud rahavoogude analüüsi ning võrreldavate suhtarvude meetodit. Diskonteeritud rahavoogude hindamiseks kasutatakse ettevõttele suunatud vabade rahavoogude meetodit (FCFF), kus rahavood leitakse läbi ärikasumi. Võrreldavate suhtarvude analüüs viiakse läbi börsil noteeritud ettevõtete võrdlemisel kasutades sisendiks erinevaid suhtarve (Trugman, 2012). Kuna ettevõtte ei ole börsil kaubeldav on aluseks olev hind võrdlusgrupi ettevõtete müügihind. Sellest hinnast tulenevalt saab arvutada AS Tallinna Lennujaama omakapitali väärtuse. Analüüsiks kasutatakse järgmiseid suhtarve: hinna ja kasumi suhe P/E, hinna ja bilansilise väärtuse suhe P/B, ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhe, hinna ja müügitulu suhe P/S. (Stowe *et al.*, 2007)

1.3. Diskonteeritud vabade rahavoogude meetod

Kuna diskonteeritud rahavoogude meetod on üks enim kasutatud kuid keerulisemaid ettevõtte väärtuse leidmise meetodeid, on autor otsustanud selle konkreetse meetodi põhimõtted eraldiseisvas alapeatükis lahti kirjutada. Diskonteeritud vabade rahavoogude meetod keskendub ettevõtte tulevaste rahavoogude nüüdiseväärtuse hindamisele mis on võrdsustatud ettevõtte väärtusega. Enamlevinud on nii omanikele suunatud vabade rahavoogude diskonteerimine (FCFE) kui ka ettevõttele suunatud vabade rahavoogude diskonteerimine (FCFF). Mõlemad meetodid nõuavad selget arusaama vabadest rahavoogudest ning ka nende tõlgendamise oskus on määrava tähtsusega. Lisades sinna juurde ka tulevaste rahavoogude prognoosimise aspekti, võib antud hindamine osutuda üsna keerukaks. Võimalikult korrektse tulemuse saavutamiseks on esmalt äärmiselt oluline ettevõtte tundmine, selle strateegiate, väljavaadete ja finantstulemuste analüüsimine. Teiseks saab eelneva informatsiooni taustal hakata tulevase rahavoogusid

prognoosima. Kolmandaks tuleks määrata omakapitali hind, seejuures võttes arvesse ettevõtte riskitaset. Viimaks saab varem prognoositud rahavoogusid diskonteerida, kasutades sobilikku diskontomäära. (Stowe *et al.*, 2007)

Diskonteeritud rahavoogude meetod on paljude finantsanalüütikute seas kõrgelt hinnatud, ka Eesti kontekstis. Priit Sanderi ja Margus Kõomägi läbiviidud uuringus sooviti teada saada, millist kolmest põhilisest hindamismeetodist Eesti analüütikud meelsamini kasutavad. Kolmest valikus olnud meetodist, milleks olid diskonteeritud rahavoogude meetod, võrdlussuhtarvudel põhinev meetod ning bilansil põhinevad meetodid, osutus enim kasutatuks esimene. Uuringus osalenud Eesti analüütikud eelistavad enim diskonteeritud vabade rahavoogude lihtsustatud meetodit, mis on suunatud ettevõttele (FCFF). Vastupidiselt Lääne analüütikutele, kes pigem eelistavad kahte ülejäänud meetodit, mis on ka loogiline, kuna Eesti ettevõtetele ei pruugi sageli leida võrreldavaid teisi ettevõtteid. (Sander & Kõomägi, 2007)

Ettevõttele suunatud vabade rahavoogude mudelis on rahavood leitud teenitud ärikasumist, kust on lahutatud vajalike investeeringute summad varudesse või masinatesse. Kuid selle meetodi puhul ei lahutata rahavoogudest võlausaldajatele tehtavaid makseid. Alles jäävad rahavood, millest on lahutatud kapitalikulud. Nende vabade rahavoogude arvelt saab näiteks maksta aktsionäridele dividende või tasuda laenukohustisi. Selles mudelis kasutatakse diskontomäärana ettevõtte kaalutud keskmist kapitali hinda ehk WACCi. Kuna Eesti tulumaksuseaduse § 50 lg 1 kohaselt ei pea tekkinud dividendidelt makse tasuma, peab ainult juhul, kui need kuuluvad väljamaksmisele. Kuna tegemist on Eesti ettevõttega, lähtume käesolevas töös Eesti seadustest, mistõttu saab ka valemi lihtsustatud kujul esitada järgmiselt (Damodaran, 2012) (valem 1):

$$FCFF = EBIT + kulum - investeringud - põhivarasse - käibekapitali muutus \quad (1)$$

Omanikele suunatud vabade rahavoogude diskonteerimise mudelis (valem 2) arvutatakse vaba rahavoog ettevõtte teenitud ärikasumist, sellest lahutatakse kõik tegevuskulud, laenude intressid ning põhiosamaksed ja võetakse maha ka vajalikud investeeringud käibekapitali ja põhivarasse. Seega alles jäävad rahavood vastupidiselt FCFF meetodile kuuluvad potentsiaalselt ainult omanikele, mitte kõigile finantseerijatele. Allesjäänud rahavoogudest on võimalus maksta omanikele dividende. (Stowe *et al.*, 2007)

$$FCFE = EBIT + \text{kulum-investeeringud} - \text{põhivarasse-investeeringud} - \text{käibekapitali-makstud laenud} + \text{uued laenud} \quad (2)$$

Leitud tuleviku rahavoogude nüüdiseväärtuse leidmiseks kasutatakse valemit number 3 (Damodaran, 2012):

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (3)$$

Kus

∞ - ajaperiood

CF_t - rahavoog ajaperioodil t

r - diskontomäär

Eeldades, et ettevõtte millele hindamist teostatakse ei lõpeta nii pea tegevust, kuid tuleviku rahavoogude planeerimine on siiski piiratud, tuleks leida terminaalkväärtus. Terminaalkväärtus on ettevõtte väärtus tuleviku selles punktis, kust edasi ei ole võimalik rahavooge prognoosida ning see leitakse Gordoni valemiga (Damodaran, 2012) (valem 4):

$$\text{Terminaalkväärtus} = \frac{FCFF_n(1+g)}{(r-g)} \quad (4)$$

Kus

$FCFF_n$ - vaba rahavoog ajaperioodil

r - diskontomäär

g - pikaajaline kasvumäär

Kaalatud keskmine kapitali hind leitakse valemiga number 5. Valemi eesmärgiks on korrutada omakapitali hind ning võõrkapitali hind vastavate osakaaludega kogukapitalist. (Konkurentsiamet, 2019):

$$WACC = E/(D + E) \times Re + D/(D + E) \times Rd \quad (5)$$

Kus

WACC- kapitali kaalutud keskmine hind

E- omakapitali väärtus

D- võõrkapitali väärtus

Re- omakapitali hind

Rd- võõrkapitali hind

Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse järgmisi näitajaid: riskivaba tulumäär, tururiski preemia, vastava sektori beetakordaja. Töös kasutatud ning ka analüütikute seas kõrgelt hinnatud CAPM mudel paneb paika ettevõtte süstemaatilise riski ning selleks kasutatakse antud uurimuses valemit 6. (Konkurentsiamet, 2019)

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (6)$$

K_e

K_e- omakapitali hind

R_f- riskivaba tulumäär

β-beetakordaja

R_m-turu tulumäär

(R_m-R_f)-tururiski preemia

Kõige viimane samm ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil on terminaalkapitali nüüdisväärtuse ning rahavoogude nüüdisväärtuse liitmine. Selle eelduseks on kõik eelnimetatud etapid, ehk võimendusega beeta leidmine, rahavoogude prognoosimine ja diskonteerimine kapitali kaalutud keskmise hinnaga, terminaalkapitali leidmine. (Konkurentsiamet, 2019)

2. MAJANDUSKESKKONNA ANALÜÜS JA METOODIKA

Teaduse kirjeldamiseks ja uurimuste loomisel kasutatakse erinevaid meetoodikaid. Kõige laiemalt saab sellised tööd jaotada kahte kategooriasse, ühed liigituvad kvalitatiivseteks ning teised kvantitatiivseteks. Lihtsustatult saab kvantitatiivset uurimusmeetodit kirjeldada nii, et seal otsitakse informatsiooni mida saab esitada arvudena. Antud meetodiga leitakse vastust küsimusele, kui palju. Kvalitatiivse meetodi korral on aga arvudena järelduste tegemine otstarbetu või võimatu. Selle meetodiga püütakse leida vastuseid küsimustele miks ja kuidas ning andmeid kogutakse vaatluste või näiteks intervjuude kaudu.

Lähtudes käesoleva töö uurimisülesannetest siis on meetodina kasutatud kvantitatiivset uurimismeetodit. Kuna töö uurimisülesannete käigus hinnatakse AS Tallinna Lennujaama ettevõtte väärtust, vastates eelnevalt välja toodud küsimusele „kui palju?“, on ka selline uurimismeetodi käsitus autori hinnangul igati õigustatud. Järgnevas peatükis luuakse ülevaatlilik ettekujutus lennunduse sektori toimimisest ning antakse esmane hinnang kogutud andmetele. Lisaks tuuakse välja antud uurimuse kontekstis oluline informatsioon AS Tallinna Lennujaama kohta.

2.1. Sektori ja tegevuskeskkonna ülevaade

AS Tallinna Lennujaama kontsern tegutseb Eestis ning on Eesti lennujaamade arendaja ja käitaja. Ettevõtte on Majandus- ja Kommunikatsiooniministeriumi haldusalas ning seega 100% Eesti Vabariigi omanduses. Eesti väiksel turul konkureerivaid ettevõtteid AS Tallinna Lennujaamale ei eksisteeri ega looda ka tõenäoliselt tulevikus (mis toimiksid sarnases mahus). Naaberriikides tegutsevad lennujaamad teenindavad eranditult reisijaid suuremas mahus, Tallinna Lennujaama reisijate arv oli 2022. aastal 2,7 miljonit. Võrdluseks läbis 2022. aastal Riia lennujaama 5,3 miljonit reisijat, Helsingi lennujaama 15 miljonit reisijat, Vilniuse lennujaama 3,9 miljonit reisijat, Stockholmi Arlanda lennujaama 18 miljonit reisijat. Kahjuks meie turu väiksuse tõttu on Tallinna Lennujaama näol tegu pigem ühendava lennujaamaga, kust kaugemale reisimiseks tuleb lennata esmalt mõnda suuremasse Euroopa lennujaama ning trend on hetkel pigem otselendude

vähendamise suunas. Lennundussektor on pidevalt kasvav ja tehnoloogilisi uuendusi nõudev. Lisaks sellele on nii Eestis kui ka ülemaailmselt reisijate nõudlus aina kasvavas trendis. Viimastel aastatel on üle Euroopa hakatud ka tõsiselt tähelepanu pöörama lennundussektori keskkonnamõjude vähendamisele, millesse panustab ka Tallinna Lennujaama liitumine rohetiigriga. (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

Lennundussektor oli 2019. aastal oma haripunktis, kus ka Eestis läbisid Tallinna Lennujaama rekordilised 3,27 miljonit reisijat. (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022) Kuid 2020. aastal piirangute karmistamisega jäi Euroopas eelneva aasta tasemega võrreldes mahuliselt alles ainult 12% lendudest. Peale sellist langust fookuseerisid lennujaamad oma tegevuse üle kaubavedudele ning üle-Euroopaliselt said vähem kannatada siseriiklikud lennud. Peale sellist madalperioodi kasvas aga piirangute leebumisel reisijate arv mitmekordselt ning taastumist 2019. aasta tasemele prognoositakse juba 2023. aastaks. (European Union..., 2023)

Kuna Eesti on üsna väike riik ning lennundussektori puhul on tegemist äärmiselt rahvusvahelise ning välismaailmast sõltuva tegevusharuga, tuleb tegevuskeskkonda vaadelda laiemalt. Euroopas on prognooside kohaselt näha majanduskasvu jahtumist kui ka majanduslangust. Inflatsioon küll aeglustub, kuid on lähiaastatel endiselt tavapärasest kõrgem (2022-8%, 2023-6%, 2024-3%). Inflatsiooni surve on enim tuntav energia ja toidukaupade hindades. Energiahinnad seevastu mõjutavad suuresti lennundussektori kulutusi. Lisaks otsestele energiakuludele suurenevad välise surve tõttu ka palgakulud. (Euroopa Keskpang, 2022)

Tegevuskeskkonna väljavaated on 2023. aastal üsna ebakindlad, kuna jätkuvalt on aktuaalsed nii energiakriis, majanduse üleilmne langus ja kiire inflatsioonitase. Prognoositakse SKP keskmise aastase reaalkasvu alanemist 2023. aastal 0,5 protsendini, kuid peale seda on loota mõningast tõusu 1,9 protsendini ning 2025. aastal 1,8 protsendini. (Euroopa Keskpang, 2022)

2.2. AS Tallinna Lennujaama tutvustus ja majandusnäitajad

AS Tallinna Lennujaama peakontor asub Tallinnas kuid lisaks Lennart Meri nimelisele lennujaamale Tallinnas haldab ja arendab kontsern ka Kärkla, Kuressaare, Ruhnu, Pärnu, Kihnu ja Tartu lennujaamasid. AS Tallinna Lennujaama juhatuse esimees on Riivo Tuvike ning nõukogu esimees on Märten Vaikmaa. Kontserni moodustavad AS Tallinna Lennujaam ning tema

tütarettevõtte AS Tallinn Airport GH. AS Tallinna Lennujaam haldab ja opereerib lennuväljasid üle Eesti ning tütarfirma tegeleb maapealsete teenuste osutamisega nii sõidukitele kui ka reisijatele. Tallinna Lennujaama aktsiate ainuomanik on Eesti Vabariik. Riigi omanduses olevad lennujaamad on ka naaberriikides tavaline praktika, näiteks on Riia lennujaam, Vilniuse, Kaunase ja Palanga lennujaamad sajaprotsendilise osalusega riigi valduses. (Tallinna Lennujaam, 2022)

Peamisteks tegevusaladeks nimetatakse Eesti lennuväljade haldamine ja sealsetel territooriumitel erinevate lennuväljateenuste osutamine. Lisaks teenindatakse kõiki õhusõidukeid, reisijaid ja kaupa mis läbi nende lennujaamade liigub. Viimaseks põhiliseks tegevusalaks on välja toodud ka kinnisvara arendus, mille hea näide on 2021. aastal riigi poolt suurendatud aktsiakapital. Tänu pidevatele investeringutele saab lennujaam laiendada reisiterminali suutes seeläbi teenindada tulevikus 4,2 miljonit reisijat aastas. Lisaks panustakse lähiaastatel ka parema kaubaliikluse ning sõidukite hooldusala laiendusele. Eesmärgiks on ka saanud energiataristu arendamine selliselt, et aastaks 2030 saavutada CO₂- neutraalsus tänu päikesepaneelidele. (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

Karmide reisi piirangutega möödunud aastad on mõjunud lennundustegevusele kahtlemata negatiivselt. Suuremast kahjumist on sellel perioodil ettevõtet päästnud tulud mittelelennundus valdkonnast. Sinna alla kuuluvad näiteks reisijate/lennukite teenindamine, kontsessioonid, ruumide ja angaaride rent, autode parkimisteenus, reklaamteenused, lennundusega seotud teenused jms. Lennundustuludeks klassifitseeritakse aga reisijatasusid, maandumistasusid, parkimistasusid, navigatsioonitasusid ja starditasusid. Viimase majandusaasta kohta avaldatud kvartaalsed aruanded näitavad selgelt, et majanduslik olukord on jõudsalt taastumas. Kuigi lennundusosas ollakse kahjumis ning need kulud kaetakse mittelelennundusosa tuludega. Pikaajaliselt ei ole selline toimimine mõistlik, seega on otsustatud tõsta lennujaama tasusid mis on hetkel 2009. aasta tasemel. Hetkeseis näitab, et 71% müügitulust teenitakse mittelelennundusosas ja eesmärk on seda vähendada ja lennundusosa müügitulu suurendada. (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

Selgema trendi ilmestamise huvides on autor kasumiaruande puhul vaadelnud aastaid 2016-2022 (Lisa 2). Vaadeldes kasumiaruannet näeme, et keskmine tulude kasv on olnud ajalooliselt 7,5% aastas, tõustes 2019. aastal 12% juurde. Kuid piirangute ilmnemisel kahanesid müügitulud 2020. aastal -40% ning aasta lõpetati ligi kahe miljonilise kahjumiga. 2021. aastal tõusid tulud võrreldes

2020. aastaga 24% ning 2022. aastal oli tulude tõus võrreldes 2021. aastaga 42%. Kõrvutades 2021.-2022. aasta teenitud tulusid 2019. aasta numbritega näeme, et 2021. aastal oldi veel kriisieelsest tulemuslikkusest maas, kuid 2022. aasta lõpetati 6% suuremate tuludega kui aasta 2019. Lennundustulud moodustasid müügitulust enne 2020. aastat keskmiselt 37% ja mittelelendustulud 63%. Alates aastast 2020 on lennundustulude osakaal vähenenud keskmiselt 30% juurde ja mittelelendustulud tõusnud 70% juurde müügituludest. (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

Suurim kuluartikkel on olnud läbi aastate tööjõukulu, mis moodustab keskmiselt 46% müügitulust, ajalooliselt pigem vähem (43%). See on ka igati loogiline, kuna ettevõtte tegutseb eelkõige teenuste pakkujana ja kasumiaruande kirje „müüdud kaupade kulud“ ei ole suurima osakaaluga. Ettevõtte ärikasum on olnud pidevas kasvamises, välja arvatud 2020. aastal. Aastal 2022 oli ärikasum veel 9% alla piirangute-eelse ärikasumi. Ärikasumi marginaal on ajalooliselt olnud 17%-18%. Finantskulud on suurenenud inflatsiooni tõttu kõrgendatud Euribori mõjul, kuna ettevõttel on ka pikaajalisi laene. Puhaskasum on ajalooliselt moodustanud müügitulust keskmiselt 12%, langedes aastal 2020 esmakordselt -10% juurde. Viimasel majandusaastal kujunes puhaskasum müügitulust 17% juurde. Riigi kui omaniku ootus on küll regulaarsed dividendimaksud mis on fikseeritud ettevõtte strateegias, kuid seoses suurte investeeringutega infrastruktuuri laiendamisse, ei ole lähiaastatel dividendimaksud planeeritud (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022). Nii Eesti kui ka välismaiste lennujaamade puhul ennustatakse, et hiljemalt 2023. aasta lõpuks on kriisieelne tase saavutatud ning ilmselt ka ületatud (The International Civil Aviation Organization, 2023). Seda kinnitab ka Tallinna Lennujaama kodulehel avalikult kättesaadav 2023. aasta reisijate statistika mis näitab, et võrreldes 2022. aastaga on reisijate arv tõusnud möödunud kuudel keskmiselt 45%. (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

Bilansi analüüsimisel osutus valituks vahemik 2019-2022, kuna see periood annab autori hinnangul piisava sisendi analüüsimiseks ning aastaaruannetes olid sellel perioodil kõige paremini võrreldavad andmed (Lisa 1). Suuremahulisi muutuseid aktivas ei ole esinenud, kõik bilansikirjed on püsinud sarnasel tasemel. Varadest kõige suurema osakaaluga on materiaalne põhivara ning ka selle väärtuse tõus on olnud suurim. 2021. aastal suurenes materiaalne põhivara bilansis ligikaudu 159 miljonilt 179 miljonini, mis tulenes aktsiakapitali sissemaksest strateegiliste investeeringute suurendamiseks. Passiva enamikes kirjetes suuremaid muutusi ei esine. Suurima osakaalu passivakirjetest moodustavad pikaajalised kohustised. Ettevõttel on pikaajalised laenulepingud

Nordic Investment Bankiga aastani 2029 ning European Investment Bankiga 2030. aastani. Kahe laenu intressimäärad on vastavalt 6k Euribor + 0,74% ning 6k Euribor + 0,6%. Märkimisväärne tõus esineb aga 2021. aasta aktsiakapitali kirjel, mida omanik suurendas 20 miljoni euro võrra investeeringute tarbeks. Veel paistab jooniselt välja pikaajaliste kohustiste vähenemine suurusjärgus 8 miljonit, langus tuleneb Pohjala panga laenulepingu lõppemisest 30.09.2022. (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

3. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE LEIDMINE

3.1. AS Tallinna Lennujaama väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

Ettevõtte väärtuse hindamise üks esimesi ja olulisemaid samme on selle majandustegevuse prognoosimine tuginedes varasematele tulemustele ning üleüldisele majanduslikule keskkonnale. Protsessi käigus leitud seosed ja trendid on võtmetähtsusega edaspidisel ettevõtte hindamisel. Diskonteeritud rahavoogude meetodil hinnates on autor lähtunud töö valmimise hetkel avalikest kontserni majandusaasta aruannetest (2016-2021) ning 2022. aasta IV kvartali aruandest.

3.1.1. Finantsprognooside koostamine

Diskonteeritud vabade rahavoogude meetodil ettevõtte väärtuse hindamisel on esimeseks sisendiks rahavoogude prognoos. Selle lähenemise eelduseks on järgnevate aastate kasumiaruande ning bilansi prognoosimine. Võttes aluseks, et maailma majanduses on tavapärasest suurem ebakindlus tuleviku osas ning muutused positiivsemas või negatiivsemas suunas on tõenäolised, koostas autor prognoosid aastatele 2023-2026 (Eesti Pank, 2023). Bilansi ja kasumiaruande vajalike prognooside koostamiseks kasutas autor Eesti ning Euroala majanduse indikaatorite ennustusi. Lisaks on väga oluliseks sisendiks ettevõtte varasemad tulemused ja selle põhjal koostatud finantsanalüüs ning trendid. Trendide vaatlemisel (Tabel 1.) on osades punktides välja arvatud 2020. aasta näitajad, kuna erinevad piirangud häirisid (kohati ka peatasid) normaalset äritegevust ja sellel perioodil arvatud näitajad on ekstreemsete väärtustega ning ei esinda ettevõtte tavapärasest käitumist.

Tuginedes Euroala Statistika oli 2022. aasta inflatsioonimäär transpordisektoris 19%. Prognoosides järgneva nelja aasta inflatsioonimäärasid näeme, et see väheneb kuni aastani 2026 vastavalt 9,2%, 3%, 2,1% ja 1%. Leides nende keskmise saame tulemuseks 3,9%, kuid prognoosimisel on arvestatud pigem pideva inflatsioonimäära vähenemisega. (Euroala Statistika, 2023). Reaalne SKP protsentuaalne aastakasv oli 2022. aastal -1% ning langustrend jätkub

prognooside kohaselt ka 2023. aastal -1,5%. Alates 2024 aastast on SKP aastakasv vastavalt 3%, 2,5% ning 2,3% mis teeb keskmiseks SKP aastakasvu määraks 1,6%. Prognoosimisel on majanduskasvu vaadeldud ka iga aasta puhul eraldi ja kohandatud tulemusi vastavalt tõusudele või langustele. (Euroopa Keskpank, 2022) Palgakasvu ennustatakse Eesti Panga andmetel aastateks 2023-2026 vastavalt 9%, 5,7%, 4,1% ja 4,3%. (Eesti Pank, 2023)

AS Tallinna Lennujaama kontserni müügitulu koosneb kahest komponendist: lennundustulu ning mittelelennundustulu. Ajalooliselt on lennundustulu enne kriisiaega moodustanud müügitulust 36% ning peale 2020. aastat 29%. Lennundustulu kasv on olnud keskmiselt 10% aastas, kuid on olnud langustrendis. Ettevõtte eesmärk on seda protsentuaalselt suurendada võrreldes mittelelennundustuluga, seda kinnitavad muudatused seoses lennujaamatasude tõstmisega. Eelnevale tuginedes on autor püüdnud iga prognoositud aastaga jõuda lähemale kriisieelsele lennundustulu osakaalule müügitulust, mis on ka ettevõtte eesmärk. Mittelelennundustulu on ajalooliselt moodustanud keskmiselt 64% müügitulust, kuid 2022. aasta seisuga on see määr 71%. Kuna ettevõtte eesmärk on seda osakaalu vähendada ning ka mujal maailmas prognoositakse kaupade õhustranspordi vähenemist siis on autor iga aastaga liikunud antud osakaalu vähendamise suunas. (The International Civil Aviation Organization, 2023) 2026. aastaks prognoosib autor, et lennundustulu määr võiks olla 34% ja mittelelennundustulu määr 66% müügitulust. Muude äritulud osakaal on ajalooliselt olnud müügitulust keskmiselt 25%, aastal 2022 oli selleks määraks 28%. Seega kui ettevõtte eesmärk on iga aastaga jõuda lähemale kriisieelsele tasemele siis on oodata, et ka see protsent jõuab keskmiselt 24%-21% vahele. Kogutulud on varem keskmiselt kasvanud 9% aastas. 2022 aasta tulused on aga siiski mõttekas võrrelda 2019. aasta tuludega, vastasel juhul saame tulude protsentuaalseks tõusuks 42% ning selle anomaalia on tingitud keerulised majanduslikud olud 2020 ja 2021. aastal. Kuna on näha, et 2022 tulud on võrreldes 2019. aastaga jõudnud sarnasele tasemele siis autor prognoosib tulude kasvu normaliseerumist keskmiselt kümnele protsendile aastas.

Müüdnud kaupade kulud on aastatel 2016-2022 moodustanud keskmiselt 35%, suurenedes aastatel 2020-2021. Trend on vähenev, seega on autor vähendanud protsentuaalset osakaalu müüdnud kaupade kulu puhul protsendini 31% aastal 2026, mis ilmestab jällegi suundumust piiranguteelsele tasemele. Tööjõukulud moodustavad müügitulust keskmiselt 44%, olles ka seotud töötajate arvu kasvuga ning aastase palgakasvu protsendiga Eestis. Töötajate arv kontsernis on suurenenud vastavalt vajadustele- vähenedes piirangute perioodil ja nende lõppemisel jõudsalt taastunud.

Töötajate arv oli 2022. aasta lõpuks 586, kuid investeeringute ning laienduste tulemusena prognoosib autor töötajate arvuks 2026. aastal 850 inimest. Põhivara kulum on moodustanud müügitulust keskmiselt 6%, jätkatakse selle trendiga ka prognooside koostamisel. Muud ärikulud on olnud ajalooliselt üsna kõikumad 0,2%-1,44% vahemikus müügitulust. Viimasel majandusaastal esinesid kõrgemad ärikulud riigi poolt tagasinõutava sihtfinantseeringu tõttu, kuna auditi käigus tuvastati hankeseaduse rikkumine.

Tabel 1. AS Tallinna Lennujaama bilansi ja kasumiaruande prognooside (2023-2026) koostamisel kasutatud osakaalud ja marginaalid

Keskmine lennundustulu kasv	18%
Keskmine mittelennundustulu kasv	12%
Kogutulude keskmine kasv	11%
EBITDA marginaali keskmine	20%
Põhivara kulumi osakaal müügitulust	6%
Tööjõu keskmine osakaal müügitulust	44%
Müüdud toodangu kulu keskmine osakaal müügitulust	33%
Varude osakaal müügitulust	2%
Nõuete ja ettemaksete keskmine osakaal müügitulust	18%
Euroala inflatsioon	9,2%-1%
Palgakasv %	-1,5%-3%

Allikas: autori koostatud.

EBITDA näitaja jäi 2022. aasta lõpuseisuga veel 2019. aasta näitajale alla, kuid kuna 2023. aastaks prognoositakse lennuliikluse taastumist varasemale tasemele on ka autor EBITDA arvutamisel sellega arvestanud ning näitaja on taastunud. EBITDA jätkab tavapärasest tõusvas joones ka järgnevatel aastatel. Ärikasumi marginaal on ajalooliselt olnud keskmiselt 18%, kuid tõusnud aastatel 2019 ning 2022. Seega prognoosides tulevast ärikasumit on arvestatud keskmiselt 20% ärikasumi marginaaliga. Finantskulude osakaal müügitulust on keskmiselt olnud 0,5%, kuid suurenenud viimastel aastatel seoses Euribori tõusuga. Prognooside kohaselt on Euribor ka veel 2023 aastal tõusutrendis, kuid seejärel nähakse seda ligi protsendi võrra langemas. (Mortgage Direct, 2023) Viimase avaliku majandusaasta aruande kohaselt dividende lähiaastatel maksta ei planeerita, kuna ettevõtte laieneb ja investeerib lennuliikluse paremasse korraldamisse. Autor on uurimuse koostamisel peamiselt lähtunud selleks hetkeks avalikust infost, mida kinnitas viimane

kättesaadav majandusaasta aruanne 2021. aasta seisuga. Viidates antud aruande leheküljele 86, ei olnud omanik lähiajal väljamakstavaid dividende planeerinud. Hiljem võivad omaniku ootused ja omanikutulude maksmine olla planeeritud teisiti, kuid uurimuse koostamise hetkel ei olnud täpsemaid suuniseid antud. (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

Autori prognoositud kasumiaruandes aastatel 2023-2026 (Tabel 2) näeme, et on rakendatud kõiki eelnimetatud kriteeriumeid ning ettevõtte kasvab ja tegutseb vastavalt finantsanalüüsile ja majanduslikule keskkonnale.

Tabel 2. AS Tallinna Lennujaama kontserni konsolideeritud kasumiaruannete prognoos aastatel 2023-2026

<i>tuhandetes eurodes</i>								
KASUMIARUANNE	2023		2024		2025		2026	
Müügitulu	61 242		69 033		75 658		82 457	
Lennundustulu	18 522		22 041		24 906		27 646	
Mittelenundustulu	42 720		46 992		50 751		54 811	
Muud äritulud	14 281		14 663		15 055		15 458	
Tegevuskulude sihtfinantseerimine	9 801		10 096		10 398		10 710	
Varade sihtfinantseerimine	4 306		4 393		4 480		4 570	
Muu äritulu	173		174		176		178	
Tulud kokku	75 522		83 695		90 713		97 916	
Kaubad, materjal teenused	- 23 222		- 24 168		- 24 718		- 25 883	
Brutokasum	52 300		59 528		65 995		72 033	
Mitmesugused tegevuskulud	- 2 637		- 2 840		- 3 086		- 3 338	
Tööjõukulud	- 25 196		- 29 296		- 33 241		- 37 791	
Põhivara kulum	- 12 043		- 12 225		- 12 420		- 12 669	
Muud ärikulud	- 612		- 690		- 757		- 825	
Kulud kokku	- 63 711		- 69 219		- 74 221		- 80 506	
EBITDA	19 548		22 309		24 430		25 508	
Ärikasum	11 812		14 476		16 491		17 409	
Ärikasumi marginaal	19%		21%		22%		21%	
Finantskulud	- 476		- 395		- 380		- 334	
Puhaskasum	11 336		14 081		16 111		17 076	

Allikas: autori koostatud.

AS Tallinna Lennujaama müügitulu suureneb nelja aastaga prognooside kohaselt 61 miljonilt ligi 82,5 miljonini. Riigipoolne sihtfinantseerimine jätkub tuginedes 2023. aasta riigieelarvele ning hetkel puudub alus prognoosida, et need väheneksid või kaoksid täielikult. Riik planeerib õhustranspordi arendamiseks ja selle korrashoiu tagamiseks panustada kokku ligi 11,5 miljonit

eurot. Kuna tegemist on üldiste kuludega seoses õhustranspordiga ei saa eeldada, et kogu summa laekub sihtfinantseeringuna AS Tallinna Lennujaama kontsernile. (Vabariigi valitsus, 2022) Koos muude ärituludega jõutakse kogutuludega 2026. aasta lõpuks ligi 98 miljoni euro juurde. Kulud suurenevad samuti vastavalt eelnevalt kirjeldatud kriteeriumitele, endiselt on põhiliseks kuluartiklits töäjökulud. Nagu prognoositud, toimub 2023-2024 kiirem kasv ettevõtte kasumis, kuid vaibub siis tavapärasele keskmisele 8-10% aastas, moodustades müügitulust keskmiselt 20%.

Tabel 3. AS Tallinna Lennujaama kontserni konsolideeritud bilansi prognoos aastatel 2023-2026

<i>tuhandetes eurodes</i>				
BILANSS	2023	2024	2025	2026
Varud	1 225	1 381	1 513	1 649
Nõuded ja ettemaksed	10 411	11 736	14 413	15 708
Raha	51 505	54 911	56 558	58 255
Käibevara kokku	63 141	68 027	72 484	75 612
Materiaalne põhivara	181 899	183 718	185 647	187 504
Ettemaksed materiaalse põhivara eest	364	367	371	375
Immateriaalne põhivara	842	836	830	825
Kasutamiseõiguse esemeks olev vara	83	83	83	83
Kinnisvarainvesteeringud	17 522	18 749	20 061	22 366
Põhivara kokku	200 710	203 753	206 993	211 152
VARAD KOKKU	263 851	271 781	279 477	286 764
Võlakohustused	4 460	4 389	4 301	2 444
Rendikohustused	36	35	36	36
Võlad ja ettemaksed	11 379	11 359	10 876	10 871
Lühiajalised kohustised kokku	15 875	15 783	15 213	13 351
Võlakohustused	36 588	34 758	33 118	30 352
Kapitalirendi kohustused	48	48	53	48
Sihtfinantseerimine	74 891	70 653	64 429	59 257
Muud võlad	144	151	167	183
Pikaajalised kohustised kokku	111 671	105 610	97 766	89 840
Kohustised kokku	127 546	121 393	112 979	103 191
Aksiakapital	45 617	45 617	45 617	45 617
Kohustuslik reservkapital	2 625	2 625	2 625	2 625
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	88 064	102 145	118 256	135 331
Omakapital kokku	136 306	150 387	166 498	183 573
KOHUSTISED JA OMAKAPITAL KOKKU	263 852	271 780	279 477	286 764

Allikas: autori koostatud.

Järgmisena prognoosib autor 2023-2026 aasta bilansid, lähtudes juba varem arvatud kasumiaruandest ning sealt leitud müügitulust ja puhaskasumist (Tabel 3). Erinevaid kirjeid prognoosides on arvestatud kasumiaruandes leituga, eelmise aasta bilansi tulemitega ning ka majandusliku tegevuskeskkonna arenguga (Tabel 1). Arvestatud on, et nõuded ja ettemaksed

moodustavad müügitulust keskmiselt 18% ning varud 2%. Raha maht bilansis suureneb, kui põhitegevuses esineb kasv ning tehtavad investeeringud vähenevad ning vastupidi. Üsna suurt summat raha kirje all võib seletada pidevate investeeringute tegemisega. Investeeringuid plaanib nii juhatuse kui ka ainoomanik jätkata, et arendada õhustransporditaristu tööd. Nii 2021. aasta kui ka 2022. aasta majandusaasta aruanded kinnitavad autori hinnangut, kus 2023. aastaks prognoositakse investeeringute kahekordistumist. Plaanitakse laiendada reisiterminali, digitaliseerida erinevaid protsesse ning edasi laiendada Tallinna lennujaama lõunaala, et veelgi suurendada läbitavust ning olla konkurentsivõimeline naaberriikide lennujaamadega. Investeeringutega soovitakse parandada kliendirahulolu ja ohutust, samal ajal suurendades lennujaama läbivate reisijate arvu. Võlad ja ettemaksud moodustavad müüdüd kaupade kulust keskmiselt 44%. Aktsiakapitali ja kohustusliku reservkapitali muutusi ei prognoosita, kuna ei ole teada kas ja mis mahu need maksed võiksid esineda.

3.1.2. WACCi arvutamine ning ettevõtte väärtuse hindamine

Kapitali kaalutud keskmise hinna ehk WACCi leiab autor osaliselt Eesti konkurentsiameti 2019. aasta juhendi alusel. Riskivaba tulumäärana on juhendis kasutatud Saksamaa 10-aastase võlakirja keskmist tulusust, kuid arvestades tõusnud intressimääradega on autor arvutustes kasutanud Eesti pikaajalise võlakirja tulusust, milleks on 3,83% (2023 veebruari kuu seisuga) (EC data browser, 2023). Kuna tegemist on Eesti 10-aastase võlakirja intressimääraga on selles juba arvestatud riigiriski preemiaga, seega seda eraldi välja tuua ning arvutamisel kasutada ei ole tarvis. Eesti tururiskipremia on leitud Damodarani andmebaasist, kust see on teiste riikide kõrval kohe leitav, see on kodulehe andmetel 7,16% (Tabel 4). Autori hinnangul on Konkurentsiameti juhendis kasutatud tururiskipremia aluseks võetud allikad aastaks 2023 vananenud. Eelnimetatud andmebaasist on võimalik leida uurimuse koostamise hetkeks kohandatud vastavad andmed. Leitud 7,16% on investori investeeringule lisanduv tootlus, kuna ollakse valmis võtma süstemaatilist riski ning see on tõusnud alates 2019. aastast. (Chaya, Hammoud, Saleh, 2021) Lisaks leitakse samast andmebaasist ka Eesti krediitmarginaal milleks on 0,86%. (Damodaran, Country ERP 2023) Pikaajalise kasvumäärana kasutatakse arvutustes konservatiivset 2%.

Tabel 4. Kapitali kaalutud keskmise hinna arvutamisel kasutatud ja leitud karakteristikud

Riskivaba tulumäär	3,83%
Pikaajaline kasvumäär	2%
Krediidimarginaal	0,86%
Õhustranspordi sektori beeta	0,68
Turu riskipreemia	7,16%
D/E suhtarv	112,67%
Võimendusega beeta	1,44
Omakapitali hind	13%
Võlakapitali hind	3,4%
WACC	7,81

Allikas: autori koostatud.

Võimendusega beeta leidmiseks on esmalt vajalik võimenduseta beeta olemasolu, mida illustreerib Tabel 4. Ka selle näitaja saame Aswath Damodarani kodulehte kasutades. Võimenduste beeta õhustranspordi sektoris on 0,68. Sama andmebaasi abiga leiame ka D/E suhtarvu õhustranspordi sektoris, milleks on 112,67%. (Damodaran, Beta Europe, 2023) Võttes arvesse leitud andmeid arvutatakse võimendusega beeta liites D/E suhtarvule ühe ning korrutades see võimenduseta beetaga. Vastuseks saadud 1,44 arvutamise juures tulumaksumäära Eesti kontekstis ei kasutata, kuna kasumit ei maksustata. (Konkurentsiamet, 2019)

Omakapitali hinna leidmiseks CAPM valemiga kasutab autor varem leitud andmeid. Arvutusteks läheb vaja riskivaba tulumäära, võimendusega beetat ning tururiskipreemiat. Riskivaba tulumäär liidetakse võimendusega beeta ja tururiskipreemia korrutisele. Omakapitali hinnaks kasutades Tabelis 4 kuvatud vastavaid sisendeid saadakse $14\% = 3,83\% + (1,44 \times 7,16\%)$ (Macabacus Inc, 2023). Võlakapitali hinna leidmiseks kasutatakse samuti varem andmebaasidest leitud näitajaid. Vajalikud on taaskord riskivaba tulumäär ning Eesti krediidimarginaal. Lisaks tuleb antud arvutus kohandada ettevõtte võlgade keskmiste intressimääradega, milleks AS Tallinna Lennujaama puhul on koos 2023 Euriboriga 3,4%. Ka selle arvutuse puhul ei ole vajalik ei Eesti riigiriski preemiaga kohandamine ega ka tulumaksumääraga arvestamine. Võlakapital tuleb autori arvutuste tulemusena 3,4%. (Konkurentsiamet, 2019)

Viimase sammuna kaalutud keskmise hinna leidmisel leiab autor võlakapitali ning omakapitali osakaalud kogukapitalist. Selleks jagatakse esmalt võlakapital kogukapitaliga ning saadakse vastus protsentuaalsel kujul, milleks on 52%. Omakapitali osakaalu leidmiseks võib korrata sarnast tehet kuid omakapitaliga, või lahutada 100%-52% mille tulemuseks on 48%. Osakaalud leitud, korrutatakse vastavad osakaalud võlakapitali hinnaga ja omakapitali hinnaga ning saadakse tulemuseks 8,55%. (Konkurentsiamet, 2019)

Tabel 5. Prognoositud vabad rahavood ettevõttele aastatel 2023-2026

<i>tuhandetes eurodes</i>					
	2023	2024	2025	2026	Terminaalkväärtus
Ärikasum + kulum	23 854	26 701	28 911	30 078	
Põhivara investeering=CAPEX	- 2 997	- 3 043	- 3 240	- 4 159	
Neto käibekapitali muutus	- 1 640	- 4 979	- 5 027	- 4 990	
Vaba rahavoog ettevõttele	19 218	18 679	20 644	20 930	325 706
Diskonteeritud vaba rahavoog ettevõttele FCFF	17 703	15 851	16 138	15 072	234 550

Allikas: autori koostatud.

Järgmise sammuna leiab autor vabad rahavood ettevõttele (FCFF), mida illustreerib Tabel 5. Selleks liidetakse ärikasumile tagasi kulum ning sellest lahutatakse omakorda põhivara investeeringud ning neto käibekapitali muutus. Neto käibekapitali muutuse leidmiseks lahutatakse käibevaradest lühiajaliste kohustiste summa ning seejärel leitakse eelmise aastaga võrreldes toimunud muutus. Selgub, et põhivara investeeringute suurenemise ning netokäibekapitali muutuste tõttu vähenevad vabad rahavood aastal 2024. Kuid seoses põhitegevuse mahu suurenemisega on peale seda näha prognoositud aastatel stabiilset rahavoogude kasvu. Vabade rahavoogude maht ettevõttele jääb vaadeldud aastatel vahemikku 18,7- 21 miljonit eurot. Lisaks on tabelis leitud ka terminaalkväärtus, milleks kasutatakse Gordoni valemit ning diskonteerimisel on kasutatud kapitali kaalutud keskmist hinda. (Macabacus Inc, 2023)

Diskonteeritud rahavoogude leidmiseks kasutati diskontomäärana kapitali kaalutud keskmist hinda ehk AS Tallinna Lennujaama puhul 8,55%. Arvestada tuleb ka nüüdisväärtuse leidmise põhimõtetega. Leitud diskonteeritud rahavoogude põhjal (Tabel 5) arvutatakse ka diskonteeritud terminaalkväärtus, kasutades 2026. aasta astendajat. Diskonteeritud terminaalkväärtuseks kujuneb 234,550 miljonit ning diskonteeritud rahavood on kokku 64,765 miljonit eurot. Liites omavahel diskonteeritud rahavoogude summa ning terminaalkväärtuse nüüdisväärtuse saame ettevõtte äritegevuse väärtuse, milleks on 299,315 miljonit eurot. Ettevõtte omakapitali väärtuseks saadi aga

304,747 miljonit eurot, lahutades ettevõtte äritegevuse väärtusest laenude jääk ning liites raha saldo. Laenude jääk 31.12.2022 seisuga on vastava aasta majandusaasta aruande kohaselt ligi 45,6 miljonit eurot, raha jääk aga ligi 51 miljonit eurot. (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

3.2. Sensitiivsusanalüüs

Sensitiivsusanalüüsiga soovib autor leida kui tundlik on AS Tallinna Lennujaama kontserni omakapitali väärtus erinevate sisendite muutusele. Antud juhul on sensitiivsusanalüüs labiviidud muutes sisendeid WACC ja pikaajaline kasvumäär. Ettevõtte väärtus on madalaim kui kapitali kaalutud keskmine hind on 10,5% juures ja pikaajaline kasvumäär on 1%. Selliste näitajate juures kujuneb ettevõtte omakapitali väärtuseks 216,710 miljonit. Suurima ettevõtte väärtuse saaksime siis kui kapitali kaalutud keskmine hind oleks 4,5% ja pikaajaline kasvumäär 3%, sellisel juhul oleks ettevõtte väärtus üle 1,2 miljardi euro. Tabel 6 põhjal saab järeldada, et ettevõtte väärtus on väga tundlik pikaajalise kasvumäära suhtes ning ettevõtte omakapitali väärtus on seda suurem, mida väiksem on kapitali kaalutud keskmine hind.

Tabel 6. AS Tallinna Lennujaama ettevõtte väärtuse muutus vastavalt sisendite muutusele

tuhandetes eurodes								
		WACC						
Kasvumäär		10,5%	9,5%	8,5%	7,5%	6,5%	5,5%	4,5%
	1%	216 710	241 828	273 654	315 284	372 065	454 100	583 036
	2%	235 920	266 834	307 267	362 410	442 072	567 269	792 643
	3%	260 253	299 534	353 102	430 481	552 082	770 972	1 281 726

Allikas: autori koostatud.

3.3. AS Tallinna Lennujaama väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil

Võrreldavate suhtarvude meetodil ettevõtte väärtuse hindamise aluseks on samas sektoris tegutsevate, kuid börsil noteeritud, ettevõtete suhtarvude keskmised (Tabel 7). Valimisse osutusid *Yahoo Finance* kodulehe andmetel erineva suurusega vabalt börsil kaubeldavad lennujaamad nii Euroopast kui ka mujalt maailmast. Näiteks on valimis erinevad Saksamaa lennujaamad, Pariisi lennujaam, Lõuna-Ameerika väiksemad lennujaamad ja ka näiteks Taani Kopenhaageni lennujaam. Autori hinnangul annab erinevate suurustega ettevõtete valik piisavalt mitmekesise

aluspinna analüüsimiseks, kuna AS Tallinna Lennujaamaga liiga sarnaseid ettevõtteid on äärmiselt keeruline, kui mitte võimatu leida. Seda enam, kui kriteeriumiks on see, et ettevõtte oleks vabalt turul kaubeldav. Ettevõtete valikut kinnitab ka asjaolu, et uurimuse käigus prooviti leida omakapitali väärtus ka börsil noteeritud väiksemate lennujaamade suhtarvude kaudu. Eelnimetatud meetodil tuli AS Tallinna Lennujaama omakapitali väärtus võrreldes DCF meetodil leitud väärtusega veelgi enam erinev. Käesolevas uurimuses on kasutatud järgmisi suhtarve: EV/EBITDA (*enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), P/S (*price to sales*), P/E (*price to equity*), P/B (*price to book*). (Yahoo Finance, 2023)

Tabel 7. Võrdlusgrupp ja nende vastavad suhtarvud

Nimetus	EV/EBITDA	P/S	P/E	P/B
Hainan Meilan International Airport Company Limited	16,6	6,0	19,5	1,8
Aena S.M.E., S.A. (AENA.MC)	14,0	5,5	25,6	3,4
Corporación América Airports S.A.	5,1	1,2	9,7	2,3
Aeroports de Paris SA (ADP.PA)	13,0	2,9	26,4	3,4
Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V. (PAC)	0,6	5,6	18,5	8,1
Fraport AG (OO1R.IL)	1,9	1,4	33,4	1,1
Auckland International Airport Limited (AIA.AX)	51,5	29,1	145,0	1,6
Københavns Lufthavne A/S (KBHL.CO)	149,3	13,1	242,4	17,2
Flughafen Zürich AG (FHZN.SW)	11,4	5,3	25,9	2,0
Flughafen Wien Aktiengesellschaft (FLW1.F)	10,4	5,2	32,3	2,5
Keskmine	27,4	7,5	57,9	4,3
Mediaan	12,2	5,4	26,1	2,4

Allikas: autori koostatud *Yahoo Finance* kodulehe andmetel. (Yahoo Finance, 2023)

Lisaks Tabelis 7 toodud suhtarvudele leiti AS Tallinna Lennujaama aktsiakapitali põhjal selle aktsiate arv, milleks osutus 4 561 728 tükki. Kasumiaruande ja bilansi abil leiti järgmised karakteristikud: kasum aktsia kohta on 2 eurot, müügitulu aktsia kohta on 11 eurot ning raamatupidamislik väärtus aktsia kohta on 27 eurot. P/S suhtarvu lennundussektori erinevate ettevõtete mediaani järgi leiti, et ettevõtte omakapitali väärtus võiks olla 269,024 miljonit. EV/Ebitda mediaan suhtarvu abil hinnatud ettevõtte väärtus oleks üsna palju madalam 201,14 miljonit eurot. Selle suhtarvu puhul lahutati esialgsest tulemusest ka netovõlg, mis 2022. konsolideeritud majandusaasta aruande andmetel on väärtuses 5,52 miljonit eurot. P/E suhtarvu analüüsimisel ning arvutuste tegemisel selgus, et ettevõtte väärtus antud kontekstis oleks 227,104 miljonit eurot. Kasutades ettevõtte väärtuse leidmiseks P/B suhtarvu leiti, et ettevõtte väärtus on 301,803 miljonit eurot. Võrreldavate suhtarvude meetodil saadakse keskmiseks ettevõtte omakapitali väärtuseks 249,768 miljonit eurot.

3.4. Tulemused ja võrdlus

Käesoleva uurimuse käigus leiti AS Tallinna Lennujaama kontserni väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil. Esmalt viidi läbi põhjalik tegevuskeskkonna ja ettevõtte analüüs, et paika panna järmise nelja aasta prognoosid. Ettevõtte analüüsi käigus uuriti majandusnäitajaid aastatel 2016-2022 ning leiti seoseid ning korrapärasusi ettevõtte kasumiaruandes ning bilansis. Tuginedes eeltoodud analüüsile koostati AS Tallinna Lennujaama konsolideeritud bilanss ja kasumiaruanne aastatele 2023-2026. Järgmine oluline etapp oli ettevõtte vabade rahavoogude prognoosimine, ettevõtte kapitali kaalutud keskmise hinna leidmine ning sellega rahavoogude diskonteerimine.

Diskonteeritud rahavoogude ja terminaalkväärtuse summa kaudu leiti ettevõtte äritegevuse väärtus 299,315 miljonit. Omakapitali väärtuse leidmiseks lahutati laenude jääk (2022. majandusaasta aruande andmetel 45 miljonit) ja liideti raha saldo (ligi 51 miljonit) ning saadi tulemuseks 304,747 miljonit eurot. Ettevõttele koostati ka sensitiivsusanalüüs, et näha kui tundlik on ettevõtte omakapitali väärtus sisendite muutusele. Saame järeldada, et pikaajalise kasvumäära muutmine mõjutab ettevõtte väärtust üsna suures mahus. Tabelist 5 on näha, et kapitali kaalutud keskmise hinna tõus vähendab selle kaudu leitud omakapitali väärtust. Muutus 7% ulatuses tingib omakapitali väärtuse muutuse vahemikus 217 miljonit kuni 1,3 miljardit eurot.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul leiti börsil kaubeldavate lennujaamade erinevate suhtarvude mediaanväärtused ning nende kaudu ettevõtte omakapitali väärtus. Kasutatud suhtarvud olid EV/Ebitda, P/S, P/E, P/B. Suhtarvude abil leitud omakapitali väärtuste keskmine on 249,768 miljonit.

Kuigi kahel meetodil leitud ettevõtte väärtused erinevad teineteisest mõnevõrra, saadakse kahe meetodi keskmiseks ettevõtte omakapitali väärtuseks 277,257 miljonit eurot. Erinevused tulenevad kindlasti prognoositud bilansist, kasumiaruandest ning rahavoogudest. Samuti mängib rolli CAPM mudeli kasutamine, kus erinevalt võrreldavate suhtarvude meetodist kasutatakse beetakordajat, tururiskipreemiat ning riskivaba tulumäära. Sensitiivsusanalüüsist on näha, et pikaajalise kasvumäära muutmine ühe protsendipunkti võrra võib ettevõtte omakapitali väärtust muuta mitme miljoni võrra. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul võib tulemust oluliselt muuta ettevõtete valik, kus autor otsustas kasutada nii suurimate kui ka väiksemate börsil noteeritud lennujaamade suhtarve. Seega on mõlema meetodi puhul suur roll hindaja subjektiivsel panusel nii prognoosimisel, pikaajalise kasvumäära valikul kui ka võrreldavate ettevõtete valikul.

Ettevõtte potentsiaalse börsile viimise kontekstis, mis on ka uurimuse loomise ajend, saab leida võimaliku aktsia õiglase hinna ehk fundamentaalväärtuse. Arvestades, et AS Tallinna Lennujaamal on emiteeritud 4 561 728 aktsiat on võimalik leida ühe aktsia õiglane väärtus. Selleks jagatakse omakapitali väärtus emiteeritud aktsiate arvuga. Kahel meetodil hinnatud ettevõtte omakapitali väärtuste keskmine on 277,257 miljonit eurot. Tulenevalt eelnimetatud valemist on võimaliku aktsia õiglane väärtus 61 eurot. Kui AS Tallinna Lennujaam oleks vabalt turul kaubeldav ettevõtte, oleks alla 61 eurone aktsia turuhind investoritele autori hinnangul igati atraktiivne. Võrdluseks on Eesti Vabariigile kui ainuomanikule emiteeritud aktsiate keskmine hind 10 eurot tükk. Näiteks eeldades, et noteerimisel aktsiaid juurde ei emiteerita on ka ainuomanikul sellistel tingimustel head eeldused teenida kasumit.

KOKKUVÕTE

Käesolevas uurimuses hinnatakse AS Tallinna Lennujaama kontserni omakapitali väärtust kahel erineval meetodil, eesmärgiks on hinnata AS Tallinna Lennujaama kontserni väärtust tuginedes diskonteeritud rahavoogude ja väärtussuhtarvude meetodile. Enne hindamisprotsessi on kahes esimeses peatükis ning nende alapeatükkides välja toodud ettevõtete väärtuse hindamise meetodid, põhjused, aktuaalsus ning selle protsess. Kuna töös kasutatakse ühe meetodina diskonteeritud vabade rahavoogude meetodit, on autor otsustanud selle kompleksuse selgitamise huvides luua eraldi eelnimetatud meetodile pühendatud alapeatüki. Teises peatükis keskendutakse majanduskeskkonna ja sektori spetsiifika kirjeldamisele ning tutvustatakse lähemalt AS Tallinna Lennujaama kontserni. Kolmandas peatükis rakendatakse esimeste peatükkide teoreetilisi teadmisi reaalses majandustegevuse prognoosimises ning kahel meetodil ettevõtte väärtuse hindamises-diskonteeritud rahavoogude meetodil ning võrreldavate suhtarvude meetodil. Viimase peatüki raames saab täidetud töö eesmärk hinnata AS Tallinna Lennujaama kontserni väärtust tuginedes diskonteeritud rahavoogude ja väärtussuhtarvude meetodile.

Antud bakalaureusetöö uurimisülesanneteks on:

1. Selgitada lahti peamisi ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid ning metoodikat
2. Tutvustada lennunduse valdkonda ja spetsiifikat, välja tuua teema aktuaalsuse põhjused
3. Leida AS Tallinna Lennujaama konsolideeritud majandusaasta aruande põhjal ettevõtte väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil.
4. Tuvastada võrdlusgrupp ja hinnata suhtarvude baasil Tallinna Lennujaama väärtust

Tuginedes põhjalikule tegevuskeskkonna analüüsile ning ettevõtte varasematele majandustulemustele prognoositakse AS Tallinna Lennujaama bilanss ja kasumiaruanne aastatel 2023-2026. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul leitakse järgmise sammuna ettevõtte vabad rahavood, seejärel arvutatakse kapitali kaalutud keskmise hind ning diskonteeritakse sellega leitud rahavooge. Antud ettevõtte puhul saadakse WACC väärtuseks 8,55%, mida kasutatakse

terminaalväärtuse nüüdisväärtuse leidmisel ning rahavoogude diskonteerimisel. Diskonteeritud rahavoogude meetodil hinnates on AS Tallinna Lennujaama omakapitali väärtus 304,747 miljonit eurot.

Võrreldavate suhtarvude meetodil hindamine algab võrdlusgrupi moodustamisega. Autori hinnangul on antud kontekstis adekvaatsema tulemuse saamiseks vajalik kasutada börsil noteeritud erineva suurusega lennujaamade suhtarve. Avalikult kaubeldavaid, ent AS Tallinna Lennujaamale sarnaseid ettevõtteid on tuvastada suhteliselt keerukas. Näiteks on valimis erinevad Saksamaa lennujaamad, Pariisi lennujaam ning Lõuna-Ameerika väiksemad lennujaamad. Ettevõtete valiku küsimuse võib välja tuua meetodi puudusena, kuna selle valiku tegemine on iga hindaja subjektiivne otsus. Vaadeldud suhtarvud olid järgmised: EV/EBITDA (*enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), P/S (*price to sales*), P/E (*price to equity*), P/B (*price to book*). Võrdlusgrupis olevate ettevõtete suhtarvude mediaanide kaudu leitakse AS Tallinna Lennujaama omakapitali väärtus, milleks on 249,768 miljonit eurot.

Diskonteeritud vabade rahavoogude ning võrreldavate suhtarvude meetodil leitud ettevõtte väärtuse hinnangud on küll erinevad, kuid selle põhjuseks on paratamatu subjektiivsus mõlema meetodi puhul. Sensitiivsusanalüüsi käigus tuvastati, et pikaajalise kasvumäära valik DCF meetodi puhul võib omakapitali väärtuseks saadud tulemust mõjutada väga suures mahus. Vaadeldud kolme protsendiline muutus pikaajalises kasvumääras võib endaga kaasa tuua omakapitali väärtuse kõikumise kuni sadades miljonites. Kahe meetodi keskmiseks omakapitali väärtuseks hinnatakse seega 277,257 miljonit eurot.

Autori hinnangul on bakalaureusetöö täitnud oma eesmärgi ning neli põhilist uurimisülesannet. Välisinvestorite kapitali kaasamine võiks ettevõtte arengut kiirendada ning suurendada tema tuntust ja avalikkuse huvi. Omakapitali väärtuse ning emiteeritud aktsiate arvu abil leitud õiglane aktsia hind oleks 61 eurot. Ainuomanikule emiteeritud aktsiate hind on olnud keskmiselt 10 eurot aktsia kohta. Sellises olukorras saaks praegune ainuomanik Eesti Vabariik vähemosaluse müügilt teenitud tulu kasutada muudeks riigi hüvedeks, sellest ka teema aktuaalsus ja valiku põhjendus. Töö uudsus põhineb sellel, et AS Tallinna Lennujaama kontekstis ei ole ettevõtte väärtuse hindamist varem uuritud. Kuna hinnatav väärtus on ajas pidevalt muutuv, saab atnud teemat pidevalt edasi käsitleda.

SUMMARY

COMPANY VALUATION OF AS TALLINNA LENNUJAAM

Paula Valdna

In this thesis the equity value of AS Tallinna Lennujaam group is valued using two different methods. Before the valuation process the first two chapters and their sub-chapters set out the methods, reasons, actuality and process of valuation of companies. Since the discounted free cash flow method is used as one of the methods in the work, the author has decided to create a separate sub-chapter dedicated to the method for the sake of clarifying its complexity. The second chapter focuses on describing the economic environment and sector specifics, also introduces AS Tallinna Lennujaam group. In the third chapter the theoretical knowledge of the first chapters is applied to real economic activity forecasting and to two methods of assessing the value of an enterprise - the discounted cash flow method and the method of comparable ratios. Within the last chapter the objective of the bachelor thesis is completed, the value of AS Tallinna Lennujaam group is found based on the method of discounted cash flows and value ratios.

Based on a thorough analysis of the operating environment and the company's previous financial results, the balance sheet and income statement of AS Tallinna Lennujaam are projected for 2023-2026. In the discounted cash flow method the next step is to find the company's free cash flows, then the weighted average cost of capital is calculated and the cash flows thus found are discounted. For this company the value of WACC is 8,55%, which is used for finding the present value of the terminal value and discounting cash flows. Using the discounted cash flow method the equity value of AS Tallinna Lennujaam is 304.747 million euros.

The assessment of comparable ratios begins with the establishment of a reference group. In author's opinion, in order to obtain a more adequate result in this context, it is necessary to use the ratios of airports of different sizes listed on the stock market. Publicly traded companies, but

similar to AS Tallinna Lennujaam, are relatively difficult to identify. The sample includes different airports in Germany, Paris airport and smaller airports in South America. The question of the choice of companies can be singled out as a disadvantage of the method, since making this choice is a subjective decision of each appraiser. The observed ratios were: EV/EBITDA (enterprise value/incomes before interest, taxes, depreciation and amortization), P/S (price to sales), P/E (price to equity), P/B (price to book). Through the medians of the ratios of the companies in the reference group the equity value of AS Tallinna Lennujaam is found, which is 249.768 million euros.

The value estimates of the company found by the method of discounted free cash flows and comparable ratios vary, but this is due to the inevitable subjectivity of both methods. The sensitivity analysis found that the choice of long-term growth rate for the DCF method could have a very large impact on the equity result. The observed three percent change in the long-term growth rate could lead to fluctuations in the value of equity up to hundreds of millions. The average equity value of the two methods is therefore estimated 277.257million euros.

According to author the paper has fulfilled its purpose and four main research tasks. Raising capital from foreign investors could accelerate the company's development and increase its reputation and public interest. In such a situation the current sole owner, the Republic of Estonia, could use the profit from the sale of the minority stake for other state benefits. The novelty of the work is based on the fact that the valuation of the company in the context of AS Tallinna Lennujaam has not been researched before.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- AS Tallinna Lennujaam. (2016-2022). *AS Tallinna Lennujaam konsolideeritud raamatupidamise aastaaruanne*. Tallinn. AS Tallinna Lennujaam.
- Chaya, J., Hammoud, J., & Saleh, W. A. (2021). Stock Return Variations: The Validity of Systemic Risk, Size and Valuation as Explanatory Variables in the Lebanese Stock Market. *International Journal of Financial Research*, 1-2.
- Damodaran, A. (2023). Beta Europe. Kasutatud 17. aprill 2023
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
- Damodaran, A. (2023). Country Default Spreads and Risk Premiums. Kasutatud 17. aprill 2023
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation : tools and techniques for determining the value of any asset*. New Jersey. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (1999). *Private company valuation*. New York. Stern School of Business.
- EC data browser. (2023) *Eurostat, Data browser*. Long term government bond yields. Kasutatud 10. mail 2023
<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teimf050/default/table?lang=en>
- Eesti Pank. (2023). *Rahapoliitika ja majandus*. Tallinn. Eesti Pank.
- Euroala Statistika. (2023). *Euroala Statistika*. Inflatsioonimäärad-Tarbijahinnaindeks. Kasutatud 15. aprill 2023
<https://www.euro-area-statistics.org/inflation-rates?cr=oeed&lg=et&page=0&charts=ICP.M..N.070000.4.ANR+ICP.M..N.070000.4.ANR+ICP.M..N.000000.4.ANR&template=1>
- Euroopa Keskpank. (2022). *Euroopa Keskpank, Eurosüsteem*. Eurosüsteemi ekspertide makromajanduslik ettevaade. Kasutatud 13. aprill 2023
https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202212_eurosystemstaff~6c1855c75b.et.html#toc2
- European Union Aviation Safety Agency. (2023). *EASA Eco*. Air Traffic. Kasutatud 4. aprill 2023
<https://www.easa.europa.eu/eco/eaer/topics/overview-aviation-sector/air-traffic>
- Eesti Vabariigi 2023. aasta riigieelarve seadus 708 SE.

- Feldman, S. J. (2005). *Principles of Private Firm Valuation*. New Jersey. John Wiley & Sons, Inc.
- Fernandez, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. Navarra. IESE Business School-University of Navarra.
- Fernandez, P. (2020). *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Only APV does not require iteration*. Madrid. IESE Business School.
- Insights. (2022). *Insights*. Why Airports Are the Ultimate “Moat” Investment. Kasutatud 15. aprill 2023 <https://www.usglobaletfs.com/insights/why-airports-are-the-ultimate-moat-investment/>
- Konkurentsiamet. (2019). *Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Tallinn: Konkurentsiamet.
- Macabacus Inc. (2023). Terminal Value. Kasutatud 20. aprill 2023 <https://macabacus.com/valuation/dcf-terminal-value>
- Macabacus Inc. (2023). Weighted-average cost of capital (WACC). Kasutatud 20. aprill 2023 <https://macabacus.com/valuation/dcf-wacc>
- Maharramov, A. (2021). The Economics of Airports and Privatization. *Business Review at Berkeley*.
- Mortgage Direct. (2023). *Mortgage Direct*. What to expect from Euribor mortgage base rates in 2023? Kasutatud 15. aprill 2023 <https://www.spanishpropertyinsight.com/2023/01/27/what-to-expect-from-euribor-mortgage-base-rates-in-2023/>
- Pantelak, E., & Papatheodorou, A. (2022). Behind the scenes of glamour: A systematic literature review of the business aviation sector. *Journal of Air Transport Management*.
- Sander, P., & Kõomägi, M. (2007). Valuation of private companies by Estonian private equity and venture capitalists. *Emerald Insights*, 13-16.
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., & McLeavey, D. W. (2007). *Equity asset valuation*. New Jersey. John Wiley & Sons.
- Tallinna Lennujaam. (2022). AS Tallinna Lennujaam tutvustus. Kasutatud 10. aprill 2023 <https://www.tallinn-airport.ee/ettevottest/tallinna-lennujaama-tutvustus/>
- The International Civil Aviation Organization. (2023). *Uniting Aviation*. ICAO forecasts complete and sustainable recovery and growth of air passenger demand in 2023. Kasutatud 20. aprill 2023 <https://www.icao.int/Newsroom/Pages/ICAO-forecasts-complete-and-sustainable-recovery-and-growth-of-air-passenger-demand-in-2023.aspx>

Tooming, M. (07. 02 2023. a.). *ERR*. Tallinna Lennujaama lennundusosa kahjum oli mullu 2,7 miljonit. Kasutatud 5. aprill 2023

<https://www.err.ee/1608876845/tallinna-lennujaama-lennundusosa-kahjum-oli-mullu-2-7-miljonit>

Trugman, G. (2012). *Understanding Business Valuation: A Practical Guide to Valuing Small to Medium Sized Businesses, fourth edition*. New York. Linda Cohen.

Yahoo Finance. (01. 05 2023. a.). Kasutatud 1. mai 2023

<https://finance.yahoo.com/screener/predefined/bba6400e-3d72-4a6a-a813-d91b0724a17c?.tsrc=fin-srch&offset=0&count=50>

LISAD

Lisa 1. AS Tallinna Lennujaama konsolideeritud bilanss aastatel 2019-2022 (tuhandetes eurodes)

BILANSS	2019	2020	2021	2022
Varud	312	265	527	1 096
Nõuded ja ettemaksud	5 582	5 644	11 425	8 529
Raha	50 903	49 530	49 814	50 995
Käibevara kokku	56 797	55 439	61 766	60 620
Materiaalne põhivara	151 918	158 784	179 218	180 098
Ettemaksud materiaalse põhivara eest	-	-	1 942	308
Immateriaalne põhivara	514	511	565	848
Kasutamiseõiguse esemeks olev vara	158	92	59	83
Kinnisvarainvesteeringud	16 762	15 698	14 737	16 376
Põhivara kokku	169 352	175 085	196 521	197 713
VARAD KOKKU	226 149	230 524	258 287	258 333
Võlakohustused	3 297	3 297	3 663	4 796
Rendikohustused	46	36	33	35
Võlad ja ettemaksud	7 280	7 965	11 934	10 163
Eraldis	456	211	-	-
Lühiajalised kohustised kokku	11 079	11 509	15 630	14 994
Võlakohustused	42 321	49 036	45 394	40 684
Kapitalirendi kohustused	112	56	27	48
Shtfinantseerimine	77 139	75 900	80 773	75 801
Eraldis	-	-	-	1 696
Muud võlad	41	41	181	140
Pikaajalised kohustised kokku	119 613	125 033	126 375	118 369
Kohustised kokku	130 692	136 542	142 005	133 363
Aktsiakapital	25 095	25 617	45 617	45 617
Kohustuslik reservkapital	2 510	2 510	2 510	2 625
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	67 852	65 855	68 155	76 728
Omakapital kokku	95 457	93 982	116 282	124 970
KOHUSTISED JA OMAKAPITAL KOKKU	226 149	230 524	258 287	258 333

Allikas: (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

Lisa 2. AS Tallinna Lennujaama konsolideeritud kasumiaruanne aastatel 2016-2022 (tuhandetes eurodes)

KASUMIARUANNE	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	36 897	40 250	43 801	47 120	20 555	29 777	49 958
Lennundustulu	13 167	14 660	16 152	17 497	6 575	8 687	14 358
Mittelenundustulu	23 730	25 590	27 649	29 623	13 980	21 090	35 600
Muud äritulud	9 866	9 684	10 067	13 266	15 711	15 322	13 910
Tegevuskulude sihtfinantseerimine		5 782	5 920	9 395	11 715	11 493	9 516
Varade sihtfinantseerimine		3 789	3 946	3 763	3 744	3 729	4 222
Muu äritulu		113	201	108	252	101	171
Tulud kokku	46 763	49 934	53 868	60 386	36 266	45 099	63 868
Müüdnud kaupade kulu							
Kaubad, materjal teenused	- 11 237	- 12 614	- 14 035	- 15 734	- 10 030	- 12 085	- 19 433
Brutokasum	35 526	37 320	39 833	44 652	26 236	33 014	44 435
Mitmesugused tegevuskulud	- 1 340	- 1 283	- 1 580	- 1 902	- 1 355	- 1 001	- 2 036
Tööjõukulud	- 16 015	- 17 747	- 19 031	- 20 949	- 15 705	- 17 194	- 20 825
Põhivara kulum	- 11 816	- 11 038	- 11 361	- 11 771	- 11 480	- 12 324	- 12 136
Muud ärikulud	- 77	- 580	- 209	- 111	- 393	- 61	- 386
Kulud kokku	- 40 485	- 43 262	- 46 216	- 50 467	- 38 177	- 42 665	- 54 816
EBITDA		13 921	15 067	17 927	5 824	11 030	16 967
Ärikasum	6 279	6 672	7 652	9 919	- 1 912	2 434	9 053
Ärikasumi marginaal	17%	17%	17%	21%	-9%	8%	18%
Finantskulud	- 121	- 207	- 170	- 201	- 85	- 134	- 365
Tulumaks	-	-	-	-	-	-	-
Puhaskasum	6 158	6 464	7 482	9 718	- 1 997	2 300	8 688

Allikas: (AS Tallinna Lennujaam, 2016-2022)

Lisa 4. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina _____ Paula Valdna _____ (autori nimi)

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Ettevõtte väärtuse hindamine AS Tallinna Lennujaama kontserni näitel“

(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on _____ Kalle Ahi _____,
(juhendaja nimi)

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

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

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

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

_____ 11.05.2023 _____ (kuupäev)

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 loomingu tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtjaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. ja 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.

