

**TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL  
TALLINNA KOLLEDŽ**

Majandusarvestus

Siiri Hanson

**RENOVEERITUD KINNISVARAINVESTEERINGU  
TASUVUSANALÜÜS VIHULA MÕIS OÜ NÄITEL**

Lõputöö

Juhendaja: Ester Vahtre, *EMBA*

Tallinn 2016

# SISUKORD

|   |    |
|---|----|
| SISSEJUHATUS .....  | 3  |
| 1. KINNISVARAINVESTEERINGU KUJUNEMINE JA KOOSSEIS .....   | 5  |
| 1.1. Vihula mõisa ajalugu ja ettevõtte kujunemine.....  | 5  |
| 1.2. Kinnisvarainvesteeringu koosseisus olevad hooned ja rajatised .....                        | 8  |
| 1.3. Kinnisvara omadused ja võimalikud riskid.....  | 10 |
| 1.4. Eelarvestamine ja võimalikud stsenaariumid.....  | 15 |
| 2. KINNISVARAINVESTEERINGU JÄTKUSUUTLIKKUS JA TASUVUSAEG.....                                   | 20 |
| 2.1. Kinnisvarainvesteeringu kajastamine raamatupidamises .....                                 | 20 |
| 2.2. Kaalutud keskmise kapitali hinna leidmine .....  | 24 |
| 2.2.1. Võõrkapitali hind .....  | 24 |
| 2.2.2. Omakapitali hind.....  | 27 |
| 2.3. Kinnisvarainvesteeringu tasuvusanalüüsil kasutatud meetodid.....                           | 28 |
| 2.3.1. Tasuvusaeg ( <i>payback period method</i> ) ja ( <i>discounted payback method</i> )..... | 29 |
| 2.3.2. Nüüdispuhasväärtuse meetod ( <i>net present value method NPV</i> ) .....                 | 30 |
| 2.4. Finantsanalüüs ettevõtte jätkusuutlikkuse hindamiseks.....                                 | 31 |
| 3. JÄRELDUSED, HINNANGUD JA ETTEPANEKUD .....   | 38 |
| KOKKUVÕTE .....   | 41 |
| VIIDATUD KIRJANDUS .....  | 43 |
| LISAD .....   | 45 |
| SUMMARY.....  | 59 |

## SISSEJUHATUS

Lääne-Virumaal asuvast Vihula mõisast on peale renoveerimist esile kerkinud üks esinduslikumaid turismiattraksioone Baltikumis, kus leiab meeldivat tegevust kogu perele. Tänu suuremahulistele investeeringutele on suudetud renoveerida kogu mõisakompleks, mis on omakorda kaasa aidanud kohaliku piirkonna atraktiivsuse suurendamisele.

Vihula Mõis OÜ ei tegele ise hotellindusega vaid on andnud mõisakompleksi pikaajalisele rendile operaatorlepingu alusel Vihula Manor Hospitality OÜ-le. Vihula Mõis OÜ põhitegevuseks on eelkõige kinnisvara rent ja haldus.

Lõputöö teema valikul lähtus autor ettevõtte juhtkonda huvitavast küsimusest investeeringu tasuvusaja kohta, sest tegemist on väga suuremahulise investeeringuga erainvestori poolt. Töötades ise emaettevõttes Via Hansa Eesti AS pearaamatupidajana tunneb autor muret tütarettevõtte poolt võetud laenu tagastamise pärast.

Lõputöö eesmärgiks on renoveeritud kinnisvarainvesteeringu tasuvusanalüüs ja jätkusuutlikkuse hindamine.

Lõputöö eesmärgi saavutamiseks püstitas autor alljärgnevad ülesanded:

1. Koostada pikaajalised prognoosid, et tagada ettevõttel lasuva laenukohustise tähtaegne täitmine.
2. Leida ettevõtte kaalutud keskmine kapitali hind ning arvutada kinnisvarainvesteeringu tasuvusaeg.
3. Otsustada tulevaste perioodide aruannete põhjal, kas ettevõtte on pikas perspektiivis jätkusuutlik.
4. Anda ülevaade konkreetse kinnisvarainvesteeringuga seonduvatest riskidest.
5. Teha saadud tulemuste põhjal järeldused ja ettepanekud.

Lõputöös kasutatakse eesti- ja inglise keelset erialakirjandust ning ettevõtete finantsaruandeid.

Lisaks Raamatupidamise Toimkonna Juhendeid ning Vihula Mõis OÜ juhatuse poolt koostatud prognoose. Samuti kasutatakse ettevõtte kirjavahetusi ja ettevõtte kodulehte. Lõputöö on oma struktuurilt arendusuurimus.

Teema on autori arvates aktuaalne kuna Eestis on palju lagunevaid mõisahooned, mis nii kultuuriloolise kui ka ajaloolise väärtuse pärast vajaks säilitamist ja hoidmist. Investorid on varasematel aastatel ostnud omale mõisahooned, kuid alles hiljem mõistnud milliseid investeeringuid need tegelikult vajavad.

Lõputöö on jaotatud kolmeks suuremaks osaks. Esimeses osas annab autor ülevaate Vihula mõisa väga huvitavast ajaloost ja Vihula Mõis OÜ kujunemisest. Kirjeldatakse kinnisvara-investeeringu nimekirjas olevate ehitiste ja rajatiste koosseisu ning käsitletakse kinnisvara-investeeringute omadusi ja võimalikke riske. Kogu mõisakompleks koosneb 27-st hoonest või rajatisest, mille juurde kuulub ka vabakujuline park koos parkmetsaga, mis asub 41,8 hektaril. Töö esimeses osas võrreldakse kahte erinevat stsenaariumi. Esimeses stsenaariumis on koostatud rahakäibed suhteliselt konservatiivselt ja teises stsenaariumis on tulevaste rahakäivete prognoosil oldud pigem optimistlik, kuid mitte ebarealistlik.

Lõputöö teises osas tutvustatakse kinnisvarainvesteeringu kajastamist raamatupidamises üldiselt ja Vihula Mõis OÜ näitel. Töös kasutatakse uurimismeetoditena erinevaid tasuvusaja meetodeid. Leitakse võõr- ja omakapitali hind ning kaalutud keskmine kapitali hind diskonteeritud tasuvusaja arvutamiseks.

Kolmandas osas teeb autor saadud tulemuste osas omad järeldused ja ettepanekud. Ühtlasi annab autor omapoolsed hinnangud ettevõtte tulevase jätkusuutlikkuse kohta.

# **1. KINNISVARAINVESTEERINGU KUJUNEMINE JA KOOSSEIS**

## **1.1. Vihula mõisa ajalugu ja ettevõtte kujunemine**

Esmane kirjalik viide Lahemaa rahvuspargis asuva Vihula mõisa kohta pärineb aastast 1501. Sellel ajal kuulus Vihula mõis Taanist pärit parun Hans von Lodele, kelle perekond kuulus ühtlasi Eesti vanimate aadliperekondade hulka. Taani kuninga Canute VI ristikäigul paganliku Eesti vastu aastal 1197 oli tema saatjaks rüütel Hans von Lode esiisa Odvard von Lode, kellele hiljem omistati kuningakoja poolt vastutasuks suured maa-alad Põhja-Eestis. Seega võib oletada, et Odvard von Lode sai Vihula maa-ala omanikuks 12. sajandi lõpus ja asutas varsti pärast seda seal mõisa. Sellisel juhul sai Vihula mõisa ajalugu alguse juba 300 aastat varem enne esmast kirjalikku mainimist.[31]

Aastal 1531 said Vihula uuteks omanikeks perekond Wekebrod. Ewert Wekebrod pärandas Vihula mõisa oma kallile tütrele Britale, kes abiellus sakslaste järeltulija Melchior von Helffreichiga. Helffreichide perekonna käes oli Vihula mõis üle 200 aasta. [Ibid.]

Põhjasõja ajal 1700-1721 said kannatada enamus Põhja-Eesti mõisatest. Septembris 1703 põletati ka Vihula mõis ja laastati mõisa ümbrus. Kahjuks pole ajaloos säilinud dokumente, millal mõisahooned taas ülesse ehitati. Teada on, et vanimaks säilinud hooneks on 18. sajandi teisel poolel ehitatud Tagamõisa hoone. Säilinud on maamõõtja S. Dobermanni poolt koostatud hoonete nimekiri, mis on koostatud 1800. aastal. Hoonete nimekirjas on sellel ajal mõisahooned, saun, viljaait, kolm puidust rehiamut, sepikoda, kaks paviljoni, viinavabrik, härjalaut, vesiveski ja hobusetall. [Ibid.]

Vihula mõis vahetas taas omanikke 23. veebruaril 1810. aastal, kui oksjonilt omandas Vihula mõisa Alexander von Schubert, kelle isa oli ametilt pastor ja hilisemal ajal ka Venemaa tsaari Paul I kojanõunik. Tänapäevasel kujul hooned on ülesse ehitatud just von Schubertite valitsemise ajal, mil peamiseks sissetulekuallikaks mõisal oli piiritusetootmine ja puidumüük. Uue peahoone ehitamine lõpetati 1880. aastatel ning enamus kõrvalhooneid ehitati perioodil 1820 kuni 1840. [Ibid.]

Novembris 1917 laastas mõisahoonet ja kõrvalhooneid juba Punaarmee. Peale Vihula mõisa natsionaliseerimist sai maalilisele mõisa kompleksile osaks kurb saatus. Mõisa hakati kasutama edaspidi suurfarmina ning aastatel 1941-1944 Saksa vastuluure luurekoolina. [Ibid.]

Aastaid hiljem kuulus mõis Ubja sovhoosile ning aastatel 1951-1982 asus seal vanadekodu. Aastal 1982 toimus mõisas taas laastav tulekahju ning peale seda anti Vihula mõis üle Viru kolhoosile. [Ibid.]

07.detsembril 2007 omandas emaettevõtte Via Hansa Eesti AS tütarettevõtte Katashi OÜ osad summas 258 638 eurot. See oli aasta, mil lõhkes kinnisvaraspetsialistide arvates üks suuremaid kinnisvaramulle maailmas. Peale esialgse ostuinvesteeringu oli Vihula mõisa puhul ka koheselt selge kogu kompleksi renoveerimise vajadus, mis nõudis lisarahastust kuna enamus hooneid olid tugevalt kahjustunud.

Tänaseks kuulub Vihula Mõis OÜ renoveeritud mõisakompleksi 2 mõisa peahoonet ja lisaks veel 25 erinevat hoonet või rajatist. Esialgne Katashi OÜ vahetas hiljem oma ärinime Vihula Mõis OÜ vastu. Peamiseks põhjuseks oli soov kaitsta Vihula mõisa ärinime. Sellega püüti ära hoida Vihula mõisa nime võimalikku pahatahtlikku kasutamist konkurentide poolt. Omanikul oli eesmärk muuta lagunev ajalooline mõisakompleks eeskujulikuks puhkekeskuseks Lääne-Virumaal.

Esialgne arendusperiood oli kavandatud aastatele 2007-2013 ning kaasfinantseerijaks oli aastatel 2008-2012 Euroopa Regionaalarengu Fond. Arendusperiood nägi ette viit renoveerimisetappi, mille eesmärgiks oli välja arendada ainulaadne *country club* tüüpi mõisateemaline puhkekeskus. Puhkekeskuse eesmärgiks on pakkuda oma külastajatele ajaloolistes hoonetes majutust, toitlustust, konverentsi- ja peoteenuseid, spa-teenuseid ning muid aktiivseid tegevusi. [25]

Tänapäevase energialahendusena on kasutusel päikesepaneelid ning osa mõisakompleksi elektrist saadakse päikesepaneelide abil. Valmisid ka ökoloogilised infrastruktuuri rajatised nagu heitveepuhastusjaam ja maaküttesüsteemid. Vihula Mõisale on antud tunnustusena Rohelise Võtme keskkonnamärk, mis tähendab, et hotell väärtustab loodussõbralikke tooteid ja teenuseid ning ka igapäevatoös järgitakse keskkonnasõbralikkust. [28]

Hoonete renoveerimisel püüti lähtuda Vihula mõisakompleksi pärandi säilitamisest ja Lahemaa rahvusparki looduskeskkonna kaitsmisest. Tänapäevaks on Vihula mõis välja arendatud tõeliselt esinduslikuks maaklubiks. Härrastemaja koos kõrvalhoonete ja vabakujulise pargiga on muinsus-

kaitse all. Mõisakompleksi on hoolikalt renoveeritud nii, et säiliks nende ajalooline olemus. Seetõttu viidi renoveerimistööd läbi koostöös Lahemaa Rahvuspargi, Vihula valla ja Eesti Vabariigi vastavate ametkondadega. [25]

Vihula Mõis OÜ koduleheküljel on välja toodud restaureerimise tegevus, kuid autori arvates ei ole see päris täpne väljend, sest kõiki hooneid ei ole suudetud või soovitud ennistada päris esialgsel kujul. Pigem on antud juhul tegemist hoonete kompleksi renoveerimisega.

1. *Sub* konserveerima - säilivust erimenetlustega parandama. [14, lk 537]
2. *Sub* restaureerima - esialgsel kujul taastama, ennistama. [14, lk 922]
3. *Sub* renoveerima - uuendama, korda seadma. [14, lk 915]

Kuna Vihula mõis on just ülesse ehitatud von Schubertite valitsemise ajal, siis pidasid mõisa praegused omanikud oluliseks avaldada austust Schubertite perekonnale. Selle tänutäheks avati mõisa pargis 18. juunil 2015 Alexander Berend von Schuberti büst. Kohal viibis ka Schubertite järeltulijad perekond von Harped, kellest August Wilhelm von Harpe on ise ka lapsena mõisas elanud. [21]

Vihula mõisa vabakujuline park sulab kokku kaugemal asuva metsaga, sellised vabad ja loomulikud üleminekud pargist loodusesse on küllastajatele igati nauditavad. Vanad ja väarikad puud rikastavad pargi elukooslust ning kevadel ja suvel on mõisapargis võimalik nautida meeldivat linnulaulu. Kinnistut läbib ka Mustoja jõgi, mida ääristavad kohati ilusad liivakivi paljandid. Vihula mõisa sissesõitu ääristav vana pärnaallee on suure tõenäosusega istutatud 1850. aastate paiku. Samast ajast on pärit ka Euroopa lehised, tammed ja läänepärnad. Pargi koosluse rikastamiseks oli kombeks istutada 1850. aastatel kaugetest maadest pärit puid. Üldse on pargis 75 liiki puid, millest 28 on kodumaised liigid. Park jaguneb omakorda kolmeks osaks: park, metsapark ja parkmets ning nende alla jääb ühtekokku 28 ha. [27]

Kogu Vihula mõisakompleks on antud pikaajalisele rendile operaatorfirmale Vihula Manor Hospitality OÜ, mis pakub külalistele majutust, toitlustust, erinevaid aktiivseid tegevusi ja vajadusel aitab läbi viia ka pidulikke sündmusi.

Via Hansa Eesti AS koos tütarettevõttega Vihula Mõis OÜ kuuluvad ühise kontrolli alla. Taanis asuva emaettevõtte Via Hansa Holding ainuomanik osaleb aktiivselt ettevõtete juhtimises ja majandustegevuses. Tegemist on seotud osapooltega ja nende vaheliste tehingutega.

## 1.2. Kinnisvarainvesteeringu koosseisus olevad hooned ja rajatised

Vihula Mõis OÜ kinnisvarainvesteeringu nimekirjas on kodulehe andmetel 2 mõisa peahoonet ja veel 25 erinevat hoonet või rajatist. Enamiku renoveeritud objektide puhul on hoone esialgset funktsiooni muudetud vastavalt tänapäevastele nõudmistele ja vajadustele.

1. **Tagamõis** – Kõige vanem peahoone ning ainus säilinud kivihoone. Selles hubases ja elegantses majas on säilinud paksud kiviseinad ning võlvitud laed. Samuti on säilitatud läbi kolme korruse ulatuv mantelkorsten. Akendest avanevad vaated Mustoja jõele.
2. **Härrastemaja** – Praegune mõisa peahoone. See oli mõisnike perekonna elumaja. Ühtlasi olid selles hoones eluruumid perele, külalistele ja teenijaskonnale, samuti erinevad esindusruumid, salongid ja söögisaalid, raamatukogu ja kaks rõdu. Tänapäeval asuvad seal vastuvõtu salong, romantilised magamistoad, restoran, raamatukogusaal ja Päikeseterrass. Sellel hoonel on kaks avarat rõdu, kus avaneb kaunis vaade maalilisele loodusele.
3. **Pesuköök** – Sellel hoonel on olnud erinevaid funktsioone. See ajalooline hoone on olnud pesuköök, meierei ja täna asub seal 5 hubast külalistuba. Kõikides tubades on paekiviseinad, mis rõhutavad ajaloolist ilmet. Esimese korruse kahel toal on eraldi sissepääs ning maja ees väike armas terrass.
4. **Tuvimaja** – Tuvimaja ajalooline funktsioon oli nii ait kui ka tuvila. Hiljem oli see teenijate maja. Tänapäeval asuvad seal teenindajate toad.
5. **Ait** – Renoveerimine on andnud hoonetele uue funktsiooni - konverentsikeskus. Suurim konverentsiruum hoonetes on läbi kahe korruse.
6. **Tõllakuur** – Seda ajaloolist hoonet kasutati vanasti tõllakuuri ning hobutallina. Hiljem ka puutöökojana. Tänapäeval asuvad hoonetes öko-spa, saun ning väike jõusaal ning teisel korrusel külalistoad.
7. **Viinavabrik** – 1830. aastatest pärit 3-korruseline kivist hoone, mis asub Vesiveski ja külustuskeskuse vahetus läheduses. Hoonetes asub tänapäeval Viinamuuseum, kus on väljapanekud viina ja piirituse valmistamise ajaloost Eestis ja Vihula mõisas. Viinavabriku hoonetes asuvad kõigil kolmel korrusel kokku 21 tuba ja 6 sviiti.
8. **Õliait** – parimaks valikuks väiksemate kogunemiste puhul. Seminaride ning väikeste konverentside ja ümarlaua koosolekute läbi viimiseks.
9. **Teemaja** – Puidust paviljon, mida saab suvel kasutada spetsiaalse kogunemiskohana või eraldi seminaride kohvipauside ajal. [16]



10. **Sepikoda** – Hoone on kasutuses tänapäeval puhkemajana.
11. **Vesiveski** – Selles hoones asub külastuskeskus. Siit leiab infot kõigi Vihula mõisa puhkeküla tegevuste kohta ning on avatud maist kuni septembrini. Vesiveski kolmel korrusel asuvad ruumid sobivad seltskondlikuks koosviibimiseks ja vastuvõtuks. Vesiveski hoones paikneb ka kohvik ja pood. See on üks Eestis paremini säilinud töökorras vesiveski.
12. **Jääkelder** – Paekivihoone, kus pakutakse toitlustust gruppidele ja soovi korral on võimalik tellida turismigruppidele ka rahvatantsijate lühikava.
13. **Tuuleveski** – See renoveeritud ehitis on pärit 1860. aastast.
14. **Kontserdilava** – Minigolfi väljaku kõrval asuv väike vabaõhulava või paviljon, kus saab nii esineda kui ka vihmaabina eest peitu joosta.
15. **Karjakastell** – Selles hoones asuvad ujula, laste bassein, aurusaun ja spordisaal. Teisel korrusel asuvad külalistetoad.
16. **Musitorn** – Õunaaia serva jääv väike romantiline paviljon, kus võib suvehooajal kohata tihti eraldatust ihkavaid paarikesi.
17. **Öko-farm** – Asub endises mõisa hobusetallis.
18. **Villa Alexandria** – See hoone on kasutuses teenindajate majutuskohana kuna enamus personalist käib kohapeale tööle kaugematest piirkondadest.
19. **Kasvahoone** – Tänapäeval on kasvahoone saanud omale kaasaegsed päikesepatareid.
20. **Palmimaja** – Asub õliaida vahetus läheduses. Hoonet on võimalik kasutada koosolekute pidamiseks. Ruum mahutab kuni 80 inimest ringauditooriumis ning samas sobib väga hästi ka pidulike õhtusöökide ja vastuvõttude korraldamiseks.
21. **Möldrimaja** – Asub vesiveski läheduses ja hoone on kasutuses administratsiooni hoonena.
22. **Kuur** – Kivihoone, mis asub tõllakuuri kõrval. Praegu asub kuuris vanade kaarikute ja autode väljanäitus.
23. **Maa-alune kelder** – Kelder on paekivist ja asub mõisa peahoone ees ning on samuti renoveeritud. Tänapäevalgi hoitakse seal talvekartuleid ja juurvilju.
24. **Ait** – Endine suur ait asub mõisapargi servas, vaatega vanale mõisa õunaaiale. Teisel korrusel paiknevad lisaks veel külalistetoad.
25. **Jahimajad 3 tk** – Need on antud eraldi rendile ja hetkel pole need mõisa külaliste jaoks kasutuses. [16]

### 1.3. Kinnisvara omadused ja võimalikud riskid

Ober-Hausi kinnisvarahindaja Rain Rätt on ilmekalt kirjeldanud investoreid ja arendajaid enne 2007. aasta kinnisvaramulli lõhkemist maailmas. Paljudele kogemusteta kinnisvara arendajatele ja investoritele tundus, et kinnisvaraturg on sõltumata asukohast ja kvaliteedist ainult kasvav ja täiesti riskivaba. Kinnisvaraturg, aga ei seisa üldisest majandusest eraldi, seda mõjutavad intressid, laenuitingimused, vakants, tootlikkus, üürihind, likviidsus, arhitektuur, elatustase, tööpuudus ning üldine demograafiline olukord. Kinnisvaraturuhind kujuneb enamasti ikkagi nõudluse ja pakkumise vahekordadest. [26]

Enne investeerimise otsuse langetamist peaks iga ratsionaalselt käituv investor hindama nelja tähtsamat asjaolu:

1. Arvestama millised on investeringu eeldatavad sissetulekud, kuna investeringuid soetatakse reeglina nende tulevaste rahakäivete pärast.
2. Võrrelda eeldatavate sissetulekute ajastatust alternatiivsetest investeringutest tulenevate sissetulekute ajastusega, sest neid investeringuid hinnatakse kõrgemalt, mille kasumlikkus avaldub kiiremini.
3. Võrrelda võetavat riski alternatiivsete projektide riskiga ehk arvestada kasumite saamise tõenäosust ja kindlust.
4. Järjestada alternatiivid vastavalt nende riski ja kasumlikkuse kombinatsioonide soovitatavusele, sest ratsionaalne investor otsib finantskasumit tänutäheks riski võtmise eest. Investorid nõuavad suuremate riskide võtmise eest ka suuremat kasumit.

Eelnevat nelja peamist asjaolu arvesse võttev investor osaleb suurema tõenäosusega kasumlikus projektis ja tema investeringu tasuvus saabub tõenäoliselt varem, kui investoril, kes need neli peamist asjaolu tähelepanuta jätab. [4, lk 11]

Unikaalsete objektide renoveerimisele nagu seda on ka Vihula mõisakompleks on ühtlasi iseloomulik kaasnevate kulude ebakindlus. Vananenud hoone renoveerimisel on tihti võimatu teada hoonestruktuuri tõelist olukorda. Kogenenud renoveerijad mõistavad, et vanad seinad, põrandad ja laed võivad peita kalliks osutuvaid vigu, lagunemist või disaini puudujääke. Puudub ehitaja poolne garantii nagu mõne muu varasemalt ehitatud hoone soetamisel. Seetõttu on renoveerijatel vähe võimalusi ehituskulude kontrolli all hoidmiseks ja palju suurem võimalus selleks, et eelarvet ebamõistlikult ületada. Võttes ette suure kuluriskiga investeringuid peab investor olema ettevalmistunud. Ta peab omama piisavat kapitali, sobivat temperamenti,

vajalikke teadmisi ja oskusi, piisavat organiseeritust, pädevat personali ja piisavat ajalikku paindlikkust. Ebakindlust investeeringu maksumuses saab leevendada erinevate moodustega. Esiteks, saab investor, mõistes, et osade investeeringute maksumus on ebakindel, hoiduda nendest. Näiteks võib investor hoiduda renoveerimisprojektidest. Teiseks, saab kuluriski kontrollimiseks kasutada inimesi ja ettevõtteid, kellel on rohke ja edukas kogemusepagas selliste investeeringute läbiviimisel. Kui algaja investor soovib investeerida sellisesse riskantsesse objekti, siis tasuks kaaluda kompromissi, kus alustatakse väiksemate projektidega ning liigutakse vaikselt edasi suuremate projektide juurde. [10, lk 25-26]

Vihula mõisa on aidanud renoveerida ja korda seada Restor AS, kellel on Eesti turul pikaajalised restaureerimise ja renoveerimiskogemused. Vana ja unikaalse peahoone puhul on osatud väga oskuslikult ja läbimõeldult ühendada vana ning uus materjal. Paljudes tubades on renoveeritud vanad põrandad, seinad ja laed, mis mõjuvad kaasaegsete ja hubastena.

Vihula mõisa peamisteks konkurentideks Lääne-Virumaal on Palmse mõis ning Sagadi mõis. Sagadi Mõisa haldab riigitulundusasutus Riigimetsa Majandamise Keskus. Palmse Mõisa haldab Sihtasutus Virumaa Muuseumid, mis on Kultuuriministeeriumi haldusalas. Mõlemal juhul on tegemist Eesti riigi poolse rahalise abiga, erinevalt Vihula mõisast, mis on erakapitalil loodud ettevõtte.

Juba tehtud investeeringute võrdlemine konkurentidega on keeruline, sest nii Riigimetsa Majandamise Keskuse kui ka Virumaa Muuseumide koosseisu kuulub mitu kultuuriobjekti ning ainult aastaaruannete põhjal ei saaks ühe objekti kohta tõest informatsiooni. Konkurents kolme mõisa vahel on suur, kuid see ei takista neil tegemast ühist koostööd võimalike klientide leidmisel ja ühiste tuuride loomisel. Tugev konkurents sunnib tegijaid rohkem ettevõtte eesmärkide nimel pingutama.

Ootamatu üllatusena selgub Sihtasutus Virumaa Muuseumid 2015. aasta majandusaasta aruandest, et ettevõtte rahavood kokku on negatiivsed, vaatamata sellele, et ettevõtte haldab kokku kuut kultuuriobjekti. Ettevõtte 2015. aasta põhitegevuse rahavood ei kata investeerimistegevuse ja finantseerimistegevuse rahavoogusid. Võrreldes 2014. aasta andmetega on põhitegevuse tulemlangenu 191 525 eurot. Tegevusaruandes on avalikustatud, et majutustegevuse tulud vähenesid võrreldes 2014. aastaga 14,6% ning samas suurenesid piletite müügitulud 6,9% ja toitlustustulud 4,2%.

Iga ratsionaalselt käituv investor peaks oskama hinnata kas tulevikus saadav tulu kinnisvara-investeeringust on kõike riske ja planeeritavaid kulutusi arvestades piisav. Juhul, kui tuleviku rahavood on seotud liiga kõrge riskiga, milleks võivad kujuneda väga vajalikud kuid ühtlasi väga kallid investeeringud, siis võiks ratsionaalne investor kaaluda alternatiivseid tegevusi, mille riskid oleks madalamad ja tootlus kõrgem.

Kinnisvarainvesteeringutel on alljärgnevad põhiomadused:

1. Kinnisvaraturg on lokaalne – ehk kinnisvara väärtus sõltub asukohast ja keskkonna atraktiivsusest.
2. Objektid on unikaalsed – millest tuleneb ühtlasi väärtuse leidmise keerukus.
3. Ebatäiuslik informatsioon – ehk olulise info kättesaamiseks tuleb vaeva näha.
4. Turubarjäärid – väga kallid investeeringud loovad barjäärid turul osalemisele.
5. Hinnaerinevused – objektide eriline unikaalsus ja osalejate vähene arv tingib lahkavamusi ja hinnaerinevusi.
6. Kinnisvara kiire müük toob kaasa märgatava rahalise kaotuse – eriti suured kaotused tekivad väga suurte ja unikaalsete objektide kiire müügi puhul.
7. Keerukas ja kallis tehingu sõlmimine – tehingutega kaasnevad maakleritasud, riigilõivud, notaritasud ning lepinguliste õiguste üleandmine.
8. Kinnisvarainvesteering nõuab pidevat tööd – kinnisvara nõuab järjepidevat hooldust ja remonti. Parendused ja renoveerimine nõuab omakorda lisaraha.
9. Kinnisvara tulusus sõltub rentnikest ja rendilepingu tingimustest – pikaajalise rendilepinguga tingimustes ei võimalda kinnisvara hoolduskulude tõus koheselt hinda tõusta. [8, lk 179]

Kinnisvarainvesteeringu soetamise ja müügiga seotud tehingukulud on kallid. Kinnisvara väärtust mõjutavad väga suurel määral tema asukoht ja keskkond. Kinnisvarainvesteeringu plussideks võib pidada inflatsioonikindlust, sest olenemata riigikorrast ja käibel olevast rahast säilib kinnisvara reaalväärtus. Aktsiatesse investeerijatega võrreldes on kinnisvarainvesteering suhteliselt stabiilne tulu. Kinnisvarainvesteeringu puhul on sellel nõrk seos teiste varaklassidega, sest kui aktsiaturg kukub võib kinnisvaraturg sõltumatult veel mingi perioodi vältel tõusta. Selle omaduse tõttu kasutataksegi sageli kinnisvarainvesteeringut investeerimisportfelli väärtuse kõikumiste tasandamiseks. [12, lk 128-129]

Kinnisvarainvesteering on osalus tuleviku rahakäivetes, mida saadakse kinnisvara arendamisest, opereerimisest või tulevases müügiäärtusest. Üldiselt peetakse kinnisvarainvesteeringuid inflatsioonikindlamaks, kui mõnda muud investeerimise võimalust. Peale 2008. aasta üldist majanduslangust maailmas mõisteti, et kinnisvarainvesteering pole imeinvesteering ja see võib äparduda nagu ka paljud muud investeeringud. [12, lk 128-129]

Vihula Mõis OÜ on unikaalse ja uhke mõisakompleksi omanik, kuid samal ajal on tegemist ka väga suure riskikogumiga. Antud juhul rõhutades kinnisvarainvesteeringu asukohta, mis on turismi kõrghooajal meeldiv võimalus linnakärast pageda, kuid madalhooajal klientide jaoks liiga vähe atraktiivne oma kauguse ja eraldatuse tõttu. Vihula Mõis OÜ rahakäivet mõjutavad eelkõige ettevõtte siseselt langetatud juhtimisotsused, üldine majanduse käekäik, rahvusvaheline ja kohalik poliitika, turismi hooajalisusest tingitud probleemid ning operaatorfirma võime müüa oma teenuseid võimalikul laial skaalal. Operaatorfirma eesmärgiks mõisa territooriumil ei peaks olema mitte ainult külalistele majutusteenuse pakkumine või ürituste korraldamine, vaid ka erinevate aktiivsete tegevuste pakkumine võimalikult laias skaalas ja erinevas eas inimestele.

Emaettevõtte Via Hansa Eesti AS on reisikorraldusfirma, kelle põhitegevuseks on reisikorraldus ja välituristide vastu võtmine (*incoming tourism*). Ettevõtte on välja töötanud mitmeid turismpakette, kus pakutakse majutust ja toitlustust Vihula mõisas ehk teisiti öeldes, aitab maandada operaatorfirma riske täituvuse osas.

Kinnisvarainvesteering teenib kahte liiki tulu. Esiteks kinnisvara väärtuse muutus ajas ja teiseks kinnisvaralt teenitav renditulu. Kinnisvara väärtuse muutus ajas on müügihinna ja ostuhinna vahe. Ostuhinnale lisanduvad omakorda aja jooksul vara parendamiseks tehtud kulud. [8, lk 182]

Kinnisvarainvesteeringute puhul kaasnevad alati omad riskid. Mõningaid riske ootamatute õnnetusjuhtumite vastu saab osaliselt kindlustusega maandada. Tuleb arvesse võtta, et investeeringuga kaasnevad hoolduskulud, halduskulud, finantseerimiskulud ja hindamiskulud. Olenemata sellest kas kinnisvarainvesteering teenib tulu või kahjumit tuleb investoril endiselt tasuda halduskulusid ja hoolduskulusid. Antud juhul on üheks suureks riski allikaks ka operaatorfirma majanduslik toimetulek ehk ettevõtte väga suur sõltuvus ühest ainsast operaatorist. Juhul, kui operaatorfirma pole suuteline oma kohustusi mingil põhjusel pikaajaliselt täitma, siis kaasneksid operaatorfirma vahetusega kahtlemata lisakulud.

Majandusolude olulisel halvenemisel kaasneb kinnisvarainvesteeringuga ka likviidsusrisk, sest kinnisvara müümine on pikaajaline protsess. Suurema või väga spetsiifilise kinnisvarainvesteeringu objekti puhul võib müük võtta aega aastaid. [12, lk 129]

Eesti kinnisvaraportaalis on müügil mitmeid lagunenuid mõisahooneid, mis ootavad oma saatust. Varem edasimüügi eesmärgil ostetud mõisahooned lagunevad nüüd investorite huvi puuduse tõttu. Lagunevad mõisahooned vajaksid kalleid investeeringuid, kuid samal ajal hirmutab investoreid tulevaste rahavoogude ebakindlus. Vaatamata kallitele investeeringutele ei tötaks need piisavat rahavoogu tulevikus.

Kinnisvara investeeringu väärtus sõltub tulevastest rahavoogudest. Tulevaste rahavoogude kindlus võib kinnisvarainvesteeringute puhul varieeruda laialdaselt. Hotellid, motellid ja mitmed restoranid on kogunud suurt muutlikust rahavoogudes. Isegi kindla turuolukorra juures on sellistel varadel oht konkurentsile uute turulesisenejate poolt. Hotellide ja motellide täituvus on tihti ebaloomulikult lühike ja kliendi „kolimise“ kulu on tihti peaaegu olematu. [10, lk 26]

Lääne-Virumaal on mitmeid mõisakultuuri ja maaturismi arendajaid ning konkurents nende vahel on tihe. Vihula, Palmse ja ka Sagadi mõis on võtnud omale eesmärgiks loodussõbraliku eluviisi reklaamimise ja propageerimise. Konkurents püsimine on Vihula mõisakompleksile ellujäämise küsimus. Uued turulesisenejad hotellinduses või restoraniäris Vihula vallas mõjutaksid kindlasti negatiivselt kõigi kolme mõisakompleksi täituvust ning tulevase rahavooge.

Tulevaste rahavoogude ebakindluse leevendamiseks saab kasutada mitmeid erinevaid strateegiaid. Alustuseks muudab ratsionaalne investor kinnisvaraturu õppimise osaks enda igapäevaelust. Harva on kinnisvara valdkonnas olemas piisav allikas turuinformatsiooniks ja analüüsiks, asendamaks investori enda pingutusi. Kui investor tugineb ainult agentidele investeerimisenõu saamiseks, siis võib olla neil huvi jätta investor kõigist asjaoludest ja detailidest teavitamata. [10, lk 27]

Kõige suurem rahavoogude ebakindlus enamike kinnisvarainvesteeringute juures tuleneb müügihinnast investori varahaldamise aja lõpul. Sellel põhjusel on kinnisvara rangelt vaid pikaajaline investeering. Teenides rahavooge kinnisvarainvesteeringult 10 aastat enne selle müümist võimendab selle mõju turvalistele rahavoogudele ning vähendab mõju väärtuse ebakindlusele. Hilisematel rahavoogudel on lihtsalt vähem mõju väärtusele. [Ibid.]

## 1.4. Eelarvestamine ja võimalikud stsenaariumid

Enne pikaajalise eelarve koostamist pannakse ettevõttes harilikult paika eelarve eeldused ja ettevõtte eesmärgid ning tegevused valdkondade kaupa. Uuritakse ka võimalikke turutrende ja võimaluse korral ka lähimate konkurentide plaane.

Finantsplaneerimisel lähtub ettevõtte oma lühiajalistest ja pikaajalistest eesmärkidest. Lühiajaliste eesmärkide all mõeldakse enamasti kuni üheaastaseid planeerimisotsuseid. Pikaajaline finantsplaan sisaldab enamasti mitme väiksema projekti kapitali eelarvestamise analüüsi, mille tulemusena saadakse mitmest väiksemast kokku üks suur. Üldine finantsplaneerimine aitab kaasa omanike rikkuse maksimeerimisele ja samuti leida plaani nõrgad kohad, kus planeeritud tegevus ei kattu tegelikkusega. [6, lk 181]

Kuigi kõiki pikaajalisi rahakäibe prognoose peetakse suhteliselt ebatäpseiks on see siiski senini parim viis ettevõtte sissetulekute ja väljaminekute planeerimiseks ja tasakaalus hoidmiseks. Käesoleval juhul on võetud omakorda eesmärgiks ettevõtte tulevaste haldus- ja hoolduskulude ning ka juba tekkinud laenukohustiste õigeaegne täitmine.

Leitakse ettevõtte kapitali hind ja diskontomäär. Arvutatakse investeeingu tasuvusajad. Tulevaste perioodide eelarvete alusel koostatakse finantsaruanded. Finantsanalüüsi kaudu püütakse välja selgitada, kas ettevõtte on tulevikus piisavalt jätkusuutlik, et täita oma kohustusi.

Eelarvete koostajad on tihti sunnitud korrigeerima ka lühiajalisi eelarveid saades tagasisidet muutunud turunõudluste ja turupakkumiste kohta. Meeleolud turgudel, ehitusinfo ja peagi sõlmitavad müügitehingud on kõik sisendid prognooside koostamisse. Prognooside koostamise protsessis on ebakindlus läbiv teema. [3, lk 424-426]

Aastatel 2013 kuni 2015 on ettevõtte majandusaasta aruannetes, tegevusaruande koosseisus välja toodud finantssuhtarvud. Ettevõtte finantssuhtarvud kajastavad oskust ja võimekust tulla toime oma eesmärkide täitmisega ning annavad võimaluse võrrelda finantssuhtarve teiste konkurentidega. Selleks, et finantsaruandeid paremini mõista on vaja eelnevalt teada ettevõtte tulusid ja kulusid.

Vihula Mõis OÜ müügitulud koosnevad rendisummadest, kasutatud elektri, telefoni, vee ja interneti tasudest. Vihula Mõis OÜ omanik omab kaasosalust operaatorettevõttes Vihula Manor Hospitality OÜ. Tegemist on seotud osapooltega ja seotud osapoolte vaheliste tehingutega, mis erinevad ratsionaalse investori käitumismudelidest. Seetõttu on operaatorfirmale tehtud eriti

paindlik renditasude maksmise kord, mis võtab arvesse nii turismi hooajalisust kui ka turismivaldkonda puudutavaid trende ja mõisa täituvust.

Ettevõtte müügitulude trend on kahel viimasel aastal kahanev (tabel 1), kuid vaatamata sellele on ettevõttel õnnestunud kasumit teenida.

**Tabel 1.** Vihula Mõis OÜ finantssuhtarvud aastatel 2013-2015

| Finantssuhtarvud                     | Ühik      | 2015       | 2014       | 2013       |
|--------------------------------------|-----------|------------|------------|------------|
| Müügitulu                            | Eurodes   | 269 064    | 310 744    | 313 896    |
| Müügitulu kasv                       | Protsenti | -13%       | -1%        | -22%       |
| Käibevara                            | Eurodes   | 412 016    | 323 359    | 390 507    |
| Lühiajalised kohustised              | Eurodes   | 148 348    | 468 235    | 265 671    |
| Aruandeaasta kasum                   | Eurodes   | 27 930     | 52 237     | 61 735     |
| Puhasrentaablus                      | Protsenti | 10%        | 17%        | 20%        |
| Lühiajaliste kohustiste kattekordaja | Kordades  | 2,8        | 0,7        | 1,5        |
| ROA                                  | Protsenti | 0,22%      | 0,43%      | 0,52%      |
| ROE                                  | Protsenti | 11%        | 22%        | 34%        |
| Varad kokku                          | Eurodes   | 12 746 056 | 12 201 565 | 11 881 773 |
| Omakapital                           | Eurodes   | 261 250    | 233 320    | 181 083    |

Allikas: Majandusaasta aruanded; autori koostatud

Puhasrentaabluse näitajat ehk majandustegevuse marginaali (valem 1) saab adekvaatselt hinnata ainult kasumi ja müügitulude trende vaadeldes. Puhasrentaablust arvutatakse valemi järgi, kus aruandeaasta kasum jagatakse müügituludega. Sama kasuminumbri säilitamisel, kuid müügitulude jätkuval vähenemisel, hakkaks puhasrentaabluse näitaja kasvama. Rusikareegel ütleb, et see näitaja peaks olema positiivne ja parem oleks vaadelda seda näitajat pikemaajalises trendis koos muude näitajatega. [5, lk 203]

Antud juhul on ettevõtte puhasrentaablus aastatel 2013 kuni 2016 langevas trendis, mille põhjustab ettevõtte aruandeaasta kasumi vähenemine.

Vara puhasrentaablus (valem 2) ehk ROA (*Return on Assets*), kus aruandeaasta puhaskasum jagatakse keskmiste varadega, näitab, kui palju puhaskasumit teenis ettevõttesse paigutatud iga euro. Rusikareegel ütleb, et see näitaja peaks olema positiivne. Näitaja paraneb, kui puhaskasum suureneb või keskmine vara väheneb. [Ibid., lk 207]

Kahanevas trendis kasum ja suur koguvara väärtus viib vara puhasrentaabluse näitaja ROA halba valgusesse, mis viitab raha ebaefektiivsele kasutamisele.



Omakapitali rentaablus (valem 3) ROE (*Return on Equity*), kus puhaskasum jagatakse keskmise omakapitaliga, näitab ettevõtte võimet suurendada omanikke rikkust. Sellel näitajal puudub rusikareegel kuna sõltub suurel määral finantsvõimendusest ja omakapitali suurusel. Näitaja paraneb, kui kasum suureneb või omakapital väheneb. [Ibid., lk 216-217]

ROE ei võta arvesse juba tehtud investeeringuid vaid iseloomustab omakapitali suhtelist kasvu.

Kokkuvõtlikult võiks öelda, et Vihula Mõis OÜ senised majandustulemused on olnud oodatust oluliselt tagasihoidlikumad. Ettevõttel on raskusi laenu tagasimakse graafikust kinni pidamisega ja hooldus- ning halduskulude katmisega omavahenditest. Vihula Mõis OÜ kinnisvarainvesteeringu maksumus on kokku summas 12 310 237 eurot.

Autor on pakkunud välja alljärgnevalt kaks võimalikku pikaajalist stsenaariumi 50. aasta kohta, mille jälgimisel ja täitmisel oleks võimalik ettevõttel katta kulud ja maksta tagasi laenemaettevõttele:

- I. Stsenaarium – Vihula Mõis OÜ pikaajalised rahavood konservatiivse stsenaariumi kohaselt. (Lisa 1 ja Lisa 3)
- II. Stsenaarium – Vihula Mõis OÜ pikaajalised rahavood optimistlikuma stsenaariumi kohaselt. (Lisa 2 ja Lisa 4)

Kuna 50 aastat on pikk periood, siis on eelarved esitatud kümne aasta kaupa (Lisa 1- Lisa 4). Mõlemad stsenaariumid on esitatud lihtsustatud kujul. Emaettevõtte Via Hansa Eesti AS on võtnud pangast pikaajalist laenu Vihula mõisa renoveerimistegevuseks. Lisaks emettevõtte laenule lisanduvad ka Vihula Mõis OÜ omafinantseeringud. Omanik on ettevõttele andnud lisaks intressita laenu 1 415 318 eurot. Emaettevõttelt antud laenu lõpptähtaega on siiani edasi pikendatud, kuna ettevõttel puuduvad laenu tähtaegseks teenindamiseks vabad vahendid. Vihula Mõis OÜ majandusaasta aruande kohaselt oli seisuga 31. detsember 2015 emettevõtte laenusumma tütarettevõttele kasvanud juba 10 971 140 euronit. Kokku on ettevõttel lühi- ja pikaajalisi laenukohustisi summas 12 386 458 eurot (Lisa 5). Laenutagatiseks pangale on seatud hüpoteegid Vihula Mõis OÜ kinnistutele ja ettevõtte osadele 100%.

Vihula Mõis OÜ müügitulude uued prognoosid ei võta enam arvesse Vihula Manor Hospitality OÜ broneeringute mahtu vaid lähtutakse pigem tururingimutele vastava renditasu võimalikust suurusel.

Ettevõtte peamiseks tegevuskuludeks on vesi, elekter, kindlustus, hooldustööd, raamatupidamise teenus, audit, haljastus, maamaks ja muud kulud. Ettevõtte on 31.12.2015 seisuga kõik eelnevalt põhivarade koosseisus olnud varad viinud kooskõlla RTJ 6 punktiga 26, mille kohaselt näidatakse kõik taolised varad kinnisvarainvesteeringu koosseisus kuuluvate varadena.

Kinnisvarainvesteeringu koosseisu kuuluvateks varadeks on ettevõttel näiteks neli sõiduauto (Berliet, Tšaika, Pobeda ja Ford), mööbel ja mõningad maalid ning fotod. Vanu autosid kasutatakse enamasti seoses pidulike sündmustega.

Raamatupidamisteenuse eest makstakse igakuuliselt esitatud arvete alusel. Ettevõtet juhib omanik isiklikult või vajadusel keegi tema asetäitjatest, seetõttu puudub ka otsene vajadus esialgu palgata juurde lisatööjõudu.

Kahe võimaliku stsenaariumi puhul arvutatakse ettevõtte vaba rahavoog ning võetakse arvesse ka iga aastased intressi ja laenu tagasimaksud. Koostatakse uus laenu maksegraafik (Lisa 6) võttes arvesse Vihula Mõis OÜ tulevase rahakäibeid. Eelneva lepingu kohaselt oleks laenu viimane tagasimakse aastal 2038, mis oleks ettevõtte senist maksevõimet arvestades ilmne liialdus ja tuleks kindlasti pikendada. Uue laenumaksegraafiku koostamisel on aluseks võetud prognoositud rahavood ja vastavalt sellele koostatud paindlik maksegraafik. Uue graafiku puhul ei ole tegemist annuiteetgraafikuga, kus iga aastane tagasimakstav summa kokku on ühesuurune või amortiseeruva laenugraafikuga, kus põhiosa tagasimakse on iga aastaselt samasugune. Pigem lähtus autor emattevõtte seisukohast, et laen saaks võimalikult ruttu tagastatud vastavalt prognoositud vabadele rahavoogudele. See ei tähenda, et peale laenumaksete tasumist ei jääks Vihula Mõis OÜ-le endale vabu vahendeid.

Vihula mõisakompleksi renoveerimistöödega seonduvalt pole ettevõttel olnud varem võimalust rendile anda kõiki tube ja ruume. Eelnevatel aastatel on renoveerimistöödega kaasnev müra, tolm ja vibratsioon häirinud külalisi ja põhjustanud kohati nende õigustatud pahameele. Peale renoveerimise lõppu saavad külalised mõisakompleksis nautida puhkust, rahu ja maalilist loodust. Seetõttu prognoositakse teise stsenaariumi puhul renditasude optimistlikumat tõusu järgnevatel aastatel operaatorfirmale, sest kasutada saab nüüd kõiki hooneid ning rajatisi ning muud renoveerimisega kaasnevad ebameeldivused on külastajate jaoks lõppenud. Koostatud eelarvete eelduseks on, et majandus pikaajalises perspektiivis kasvab.

Esimene eelarve stsenaarium on koostatud väga konservatiivselt, mis võtab arvesse Eesti majanduse hetke olukorda ja tuleviku prognoose. Muudatuste ajakavad ja seonduvad kulud on

kaardistatud ning arvesse võetud. Siinkohal tahaks rõhutada asjaolu, et turism on suurel määral mõjutatud hooajalisusest ning rendihindade muutusest on vaja opereerivale ettevõttele vähemalt aasta aega varem teada anda. Sellest tulenevalt ei oleks kohene renditasude väga järsk hinnatõus kuidagi kooskõlas ettevõtete vahel valitseva hea tavaga. Seetõttu on eelarvestatud tulevased müügitulud konservatiivse stsenaariumi puhul 1,5% kasvuga ja optimistlikuma stsenaariumi puhul 2% kasvuga aastas.

Eelmiste aastate rahavoogude aruanded peegeldavad väga ilmekalt, kuhu ettevõtte oma raha kulutab ja milliseid finantseerimiseallikad ta kasutab (Lisa 7). Kokku rahavood põhitegevusest on seisuga 31.12.2015 ettevõttel oluliselt väiksemad, kui rahavood investeerimistegevusest ja finantseerimistegevusest. Kõik viitab asjaolule, et ettevõtte ei tööta piisavalt efektiivselt, et katta laenuintressi tagasimakseid põhitegevuse rahavoogude arvelt. Makstud intressid laenukasutustest on suuremad, kui saadud rahavood kokku põhitegevusest, mis seab trendi jätkumisel ettevõtte jätkusuutlikkuse pikemas perspektiivis kahtluse alla. Väärikas juhtimisstiil ei laseks ettevõtte jätkusuutlikkusel kahtluse alla sattuda ning tegeleks probleemidega koheselt nende ilmnemisel.

Vihula Mõis OÜ müügitulud on otseses sõltuvuses sisseostetavate teenuste ja energia hindadest, tehtud parendustest ning on suuresti mõjutatav turismivaldkonna arengust üldiselt. Ettevõtte kasumiaruanded aastatel 2013-2015 on toodud Lisas 9.

Kuigi renoveerimiseks antud laen on antud väiksemate summade kaupa perioodil 2007-2015, siis tasuvusaja arvutuste lihtsustamiseks käsitletakse neid, kui ühel perioodil antud laenuna. Ettevõtte on läbi viinud põhivara ümberklassifitseerimise kinnisvarainvesteeringu koosseisu, sest ettevõtte ei kasuta põhivara oma majandustegevuse tarvis vaid on andnud kasutada operaatorfirmale. Seoses sellega ei ole pikaajalistes rahavoogudes eraldi välja toodud põhivara amortisatsiooni ega uusi investeeringuid uue põhivara soetamiseks.

Tallinna Tehnikaülikooli emeriitprofessor Karl Õiger on öelnud, et: „Kui hoonel on väärtus, siis tuleks seda kõikide vahenditega säilitada. Ükskõik, kui palju see ka ei maksaks.“ Eelkõige peab Karl Õiger silmas hoonete ajaloolist ja kultuuriloolist väärtust. Tema arvamuse kohaselt aitaks muinsuskaitseliste objektide puhul kasvõi konserveerimine nagu seda on kasutatud Rakvere linnuse ja Viljandi lossivaremete puhul, kui eesmärgiks on teha nii, et hooned enam nii intensiivselt edasi ei laguneks. “Samuti muinsuskaitsealuste hoonete restaureerimine. Sellistel juhtudel ei tarvitse hoone tehtud kulutusi kunagi tagasi teenida. Vahel on aga otstarbekas ja võimalik muuta hoone kasutusviisi ja siis teenitakse ka tehtud kulutused tagasi.” [ 29 ]

## **2. KINNISVARAINVESTEERINGU JÄTKUSUUTLIKKUS JA TASUVUSAEG**

### **2.1. Kinnisvarainvesteeringu kajastamine raamatupidamises**

RTJ6 “Kinnisvarainvesteeringud” selgitab: „Kinnisvarainvesteering on kinnisvaraobjekt (maa või hoone (või osa hoonest) või mõlemad), mida ettevõtte hoiab (kas omanikuna või kapitalirendi tingimustel rendituna) eelkõige renditulu teenimise, väärtuse kasvu või mõlemal eesmärgil, mitte aga kasutamiseks toodete või teenuste tootmisel, halduseesmärkidel või müügiks tavapärase äritegevuse käigus.“ [23, lk 2]

RTJ 6 „Kinnisvarainvesteeringud“ kohaselt tuleb juhendis toodud põhimõtteid rakendada kinnisvarainvesteeringute kajastamisel raamatupidamises ning seda ei tohi rakendada nende kinnisvaraobjektide puhul, mis on ettevõtte poolt kasutatavad. Kinnisvarainvesteeringu objektideks on enamasti maad ja hooned, mida ettevõtte ise oma majandustegevuses ei kasuta ja mida hoitakse tulu teenimise eesmärgil.

Vastavat RTJ 6 sätetatule kajastatakse kinnisvarainvesteeringuid järjepidevalt kasutades ühte kahest alljärgnevast arvestuspõhimõttest:

1. Kinnisvarainvesteeringuid, mille õiglast väärtust on võimalik usaldusväärset hinnata mõistliku kulu ja pingutusega, kajastatakse õiglase väärtuse meetodil ning kõiki ülejäänud kinnisvarainvesteeringuid kajastatakse soetusmaksumuse meetodil.
2. Kõiki kinnisvarainvesteeringuid kajastatakse soetusmaksumuse meetodil.

„Õiglase väärtus on summa, mille eest on võimalik vara vahetada või arveldada kohustistest teadlike, huvitatud ja sõltumatute osapoolte vahelises tehingus.“ [22, lk 3]

Seega on eelnevat arvesse võttes iga kinnisvarainvesteeringu õiglaseks väärtuseks tema müügihind sõltumatute osapoolte vahelises tehingus.

Vihula Mõis OÜ juhtkonna hinnangul oleks kinnisvaraeksperti poolt läbi viidav hindamine kinnisvarainvesteeringu õiglase väärtuse täpseks tuvastamiseks iga aastaselt ebamõistlikult koormav ning vastav hindamine tellitakse peale kõikide renoveerimistegevuste lõppu.

Aktiivse turu puudumisel on lubatud õiglase väärtuse hindamiseks kasutada mõnda muud meetodi, näiteks diskonteeritud rahavoogude meetodi. Tihti kasutatakse kinnisvarainvesteeringu õiglase väärtuse hindamiseks tulumeetodit, kus väärtuse leidmiseks liidetakse prognoositud rahavood ja arvutatakse välja diskonteeritud nüüdisväärtus. Teine võimalus oleks tulude kapitaliseerimine, kus kõige tõenäolisem oodatav ühe aasta puhastulu jagatakse kapitalisatsioonimääraga. Tulude kapitaliseerimine on tegelikult lihtsustatud variant diskonteeritud rahavoogude meetodist. Väiksemate ettevõtete puhul võib olla isegi õigustatud kinnisvarainvesteeringu kajastamine soetusmaksumuses. Seevastu suurte ja unikaalsete objektide puhul võib ümberhindlus õiglasele väärtusele nõuda mõnikord liialt ressursse ja olla ettevõttele ebamõistlikult kallis ja aeganõudev. Mida unikaalsema kinnisvarainvesteeringuga on tegemist seda raskem on investeeringu õiglast väärtust hinnata mõistliku kulu ja pingutusega.

Hindamaks, kas õiglase väärtus on usaldusväärset mõistliku kulu ja pingutusega leitav, tuleb RTJ 6 kohaselt kaaluda järgmist kolme aspekti:

1. hindamisega kaasnev rahaline ja ajaline kulu suhtena selle tulemusena saadavasse kasusse;
2. hindamise usaldusväärsus - mida madalam on õiglase väärtuse hinnangu usaldusväärsus, seda väiksem on sellest informatsioonist saadav kasu;
3. kasu aruande lugejatele – kes on aruande tarbijad ja kui palju neid on? [23, lk 4]

Kui ettevõttel on mitmeid omanikke, kes vajavad infot varade tegeliku väärtuse kohta, siis tuleks vara hinnata õiglase väärtuse meetodil, sest see annab objektiivsema ja usaldusväärsema info omanikele ja investoritele. Kui väiksematel ettevõtetel on ainult üks omanik, siis võiks ebamõistlik kulu ja pingutus tekitada liialt lisakoormust. Vihula Mõis OÜ ja Via Hansa Eesti AS ainuomanik on Taani ettevõtte Via Hansa Holding ehk informatsiooni tarbijate ring ei ole ilmselt väga lai. Õiglase väärtuse muutusest tulenevad kasumid ja kahjumid tuleb kajastada aruandeperioodi kasumiaruandes.

Soetusmaksumuse meetodil on kinnisvarainvesteeringute kajastamine ettevõttele kahtlemata lihtsam ja mugavam, kuid ei pruugi olla pikemaajalises perspektiivis objektiivne. Kinnisvarainvesteeringu õiglase väärtus võib aastate jooksul nii tõusta kui langeda, sest õiglase väärtuse

puhul arvestatakse alati ka konkreetset majanduskeskkonda ning turusituatsiooni. Õiglasest väärtuses kajastatud kinnisvarainvesteeringud ei moonuta oluliselt ettevõtte majandustulemust ja finantsseisundit tegelikkusega võrreldes. Seetõttu on kinnisvarainvesteeringu kajastamise soov soetusmaksumuse meetodil mõistetav just nende ettevõtete puhul, kus investeeringu õiglasest väärtusest tulenevad allahindlused läbi kasumiaruande mõjuks laastavalt ettevõtte puhas-kasumile. Kinnisvarainvesteeringu õiglasest väärtuse drastilisel langusel võib tekkida vajadus suurendada ettevõtte omakapitali rahaliste või mitterahaliste sissemaksetena.

Juhul, kui ettevõtte kajastab oma kinnisvarainvesteeringuid soetusmaksumuses, siis on juhtkonnal kohustus hinnata vähemalt igal bilansipäeval, et kas esineb indikatsioone vara väärtuse langusele. RTJ 5 „Materiaalne ja immateriaalne põhivara“ punkt 54 toob ära rea erinevaid põhjusi, millel on alust kahtlustada vara väärtuse langust, kuid loomulikult võib olla ka muid viiteid vara väärtuse langusele. Kui esineb mõni alljärgnevatest asjaoludest tuleb ettevõttel läbi viia vara väärtuse test:

“(a) vara turuväärtus on langenud oluliselt kiiremini, kui võiks eeldada, lähtudes aja möödumisest või vara normaalkasutusest;

(b) üldine majanduskeskkond ja turusituatsioon on halvenenud, mistõttu on tõenäoline, et varast genereeritav tulu väheneb;

(c) turu intressimäärad on tõusnud, mistõttu varade kasutusväärtuse arvutamisel kasutatav diskontomäär on tõusnud ja vara kasutusväärtus langenud;

(d) ettevõtte netovara väärtus on suurem ettevõtte turuväärtusest;

(e) varade füüsiline seisund on järsult halvenenud;

(f) varast või varade grupist saadavad tulud on väiksemad planeeritust;

(g) ettevõtte kavatses lõpetada mõningaid tegevusvaldkondi või sulgeda mõningaid osakondi või müüa varasid planeeritust varem.”

Vara väärtuse testi puhul leitakse vara kaetav väärtus, mis on suurem vara õiglasest väärtusest, millest on maha lahutatud prognoositavad müügiikulud või suurem kasutusväärtusest. [22, lk 13]

RTJ 5 kohaselt on kasutusväärtus vara kasutamisest ja kasutusjärgsest müügist eeldatavalt genereeritavate rahavoogude nüüdisväärtus. [Ibid., lk 4]

Vastavalt RTJ 5 juhendile tuleks leida vara kasutusväärtus, kui õiglast väärtust pole võimalik usaldusväärset leida ja hinnata. Selleks tuleb koostada varast tekkivate rahavoogude prognoos ning läbi diskonteerimise leida rahavoo nüüdisväärtus.

Varade allahindlus läbi kasumiaruande tuleb kajastada juhul, kui varade õiglase väärtus miinus müügikulutused on bilansilisest maksumusest väiksem ning ka varade kasutusväärtus on väiksem bilansilisest väärtusest. Ettevõtte puudub kasutusväärtuse leidmise vajadus, kui vara õiglase väärtus miinus müügikulud on suuremad bilansilisest väärtusest.

Ettevõtte juhtkond on hinnanud Vihula Mõis OÜ kinnisvarainvesteeringu õiglaseks väärtuseks aastaaruandes 12 310 237 eurot. Autor on tutvunud ettevõtte juhtkonna poolt koostatud vara väärtuse testi arvestusega, kuid samas jääb ebaselgeks kasutatud meetod ja puudub täpsustav informatsioon arvestustes kasutatud eelduste kohta. Eelnimetatud asjaolu on märkusega välja toodud ka sõltumatu vandeaudiitori aruandes. Juhtkond on lubanud kaasata sõltumatu eksperdi kinnisvara hindamiseks peale kõigi investeeringute teostamist.

Juhul, kui kinnisvarainvesteeringu õiglast väärtust ei ole võimalik usaldusväärset hinnata, siis tuleks kinnisvarainvesteeringut kajastada soetusmaksumuse meetodil ja seda tuleks ka amortiseerida vastavalt juhendile RTJ 5.

Autori arvamuse kohaselt ei ole juhtkonna hinnang kinnisvarainvesteeringu õiglase väärtuse kohta päris objektiivne ning võib olla pigem ülehinnatud ja emotsionaalselt mõjutatud. Ettevõtte rahavoogude aruandest (Lisa 7) nähtub, et kahel viimasel aastal on rahavood kokku negatiivsed. Vihula Mõis OÜ bilansis (Lisa 5) seisuga 31.12.2014 ületavad lühiajalised kohustised käibevarasid summas 144 876 eurot, millele on majandusaasta aruandes ka audiitorite poolt tähelepanu juhitud. Eelnimetatud asjaolud on audiitorites tekitanud kahtlusi ettevõtte tegevuse jätkuvuse ja maksevõime osas. Vihula Mõis OÜ lühiajalistest kohustistest 85% moodustab laenukohustis emaettevõttele Via Hansa Eesti AS. Emaettevõtte juhtkond on andnud kinnituse laenumaksete tasumiseks kokkulepitust erineva ehk paindlikuma graafiku alusel. Juhtkonna hinnangul ei põhjusta olukord märkimisväärset kahtlust ettevõtte suutlikkuses jätkata jätkuvalt tegutseva ettevõtte.

## **2.2. Kaalutud keskmise kapitali hinna leidmine**

Kinnisvararahanduses kasutatakse kapitalisatsioonimäära, mille leidmisel kasutatakse enamasti analoogsete objektide tehinguhindasid ja antud piirkonna keskmist rendisummat. Keskmise rendisumma suhe analoogsete objektide müügihinda ongi kapitalisatsioonimäär. Kuna analoogsete kinnisvarade ja tehingute võrdlemine Lääne - Virumaal on raskendatud, sest turg on vähe likviidne ja kinnisvaraobjektid ei ole enamasti võrreldavas seisukorras, siis kasutatakse kapitalisatsioonimäära asemel kaalutud keskmist kapitali hinda.

Kapitali eest makstava tasu suurus sõltub kapitali hinnast, mida ettevõtte peab kapitalilt teenima, et tasustada investoreid. Erinevatel kapitalidel on erinev hind. Võõrkapitali hinnaks on tulumäär, mille ettevõtte peab teenima, et maksta investorile nõutud tasu. Eelisaktsia ja lihtaktsia hinnaks oleks tulumäär, mida aktsionärid nõuavad oma investeeringute kasutamise eest. [13, lk 135]

Vastavalt üksikute kapitaliliikide osakaalule arvestatakse välja kapitali kaalutud keskmine hind WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), (valem 4). Investeeringuprojektide hindamise arvutamisel kasutatakse diskontomäärana kapitali kaalutud keskmist hinda. [Ibid., lk 136]

### **2.2.1. Võõrkapitali hind**

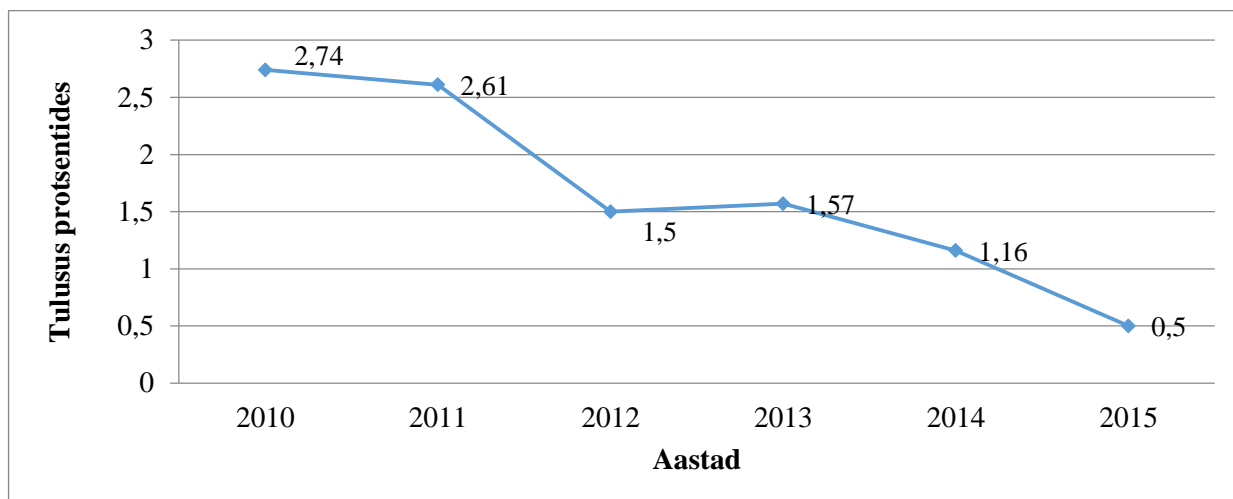
Võõrkapitali ehk võlakapitali hinda väljendab ka laenuintress. Antud olukorras on tegemist emettevõttele turutingimustel antud pikaajalise laenuga ja sellele vastava laenuintressiga, mida emettevõtte rakendab tütarettevõttele edasi laenamisel. Kapitali hinna arvestamisel võib arvesse võtta vaid intressikandvaid võlgnevusi ja siia ei arvestata muid intressita viitvõlgu.

Vastavalt laenulepingu tingimustele arvutab pank neli korda aastas laenuintressimäära ümber võttes arvesse muutunud Euribori. Seega on hetkel kehtiv tegelik intressimäär 1,7% võõrkapitali hinnana siiski küllalt subjektiivne pikaajaliste investeeringute arvestamisel. Autor lähtus võrdlusena võõrkapitali hinna leidmisel ka Konkurentsiameti poolt väljatöötatud juhendist [18]. Juhendi kohaselt kujuneb võlakapitali hind riskivaba tulumäära, Eesti riigi riskipreemia ja ettevõtja võlakapitali riskipreemia summana. Riskivaba tulumäära aluseks võetakse praktikas sageli Saksamaa 10. aasta võlakirjade keskmised tulusused.

Riskivaba tulumäära leidmise aluseks võib olla ka mõni muu pikaajaline rahaturu instrument. Samas peab see olema kindlasti europõhine ning vaba makseriskist [18]. Seepärast sobivadki selleks Saksamaa pikaajalised võlakirjad.



Vastavalt graafiliselt kujutatud joonisele 1, leitakse tulususeks 2015. aasta kohta 0,5% ja keskmiseks viie aasta tulususeks kujunes ligikaudu 1,47%.



**Joonis 1.** Saksamaa 10-aastase võlakirja tulusused 2010-2015 aastate lõikes

*Allikas:* Autori koostatud joonis OECD veebilehe andmete põhjal, [20]

Nagu nähtub jooniselt 1 on Saksamaa pikaajaliste võlakirjade tulusus 2015. aastal viimaste aegade madalaim, mis ei pruugi järgmisteks aastateks samale tasemele jääda, kuid vaatamata sellele kajastab see konkreetsel ajahetkel valitsevat turuolukorda.

Järgmisena leitakse Eesti riigi riskipremia (tabel 2). Konkurentsiamet on võrdlusena võtnud Eesti riigile lähedase riskireitinguga Tšehhi riigi.

**Tabel 2.** Riigiriski premia sõltuvus riigi riskireitingust baaspunktides Moody's andmetel

| Riik   | Asukoht     | Reitingu klass | Baaspunktid |
|--------|-------------|----------------|-------------|
| Tšehhi | Ida Euroopa | A1             | 78          |
| Eesti  | Ida Euroopa | A1             | 78          |

*Allikas:* [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html) [15]; autori koostatud

Kuna Eestis puuduvad järelturul kaubeldavad pikaajalised võlakirjad, siis tuleb paratamatult pöörduda riigiriski premia leidmisel alternatiivsete võimaluste otsimise poole. Üks võimalustest on kasutada professor Aswath Damodarani poolt avaldatud interneti andmebaasi, kus krediidiriski preemiaks on arvestatud 2016. aasta jaanuarikuu seisuga 78 baaspunkti ehk 0,78% Ida-Euroopa A1 riikidele.

Võlakapitali riskipreemia sõltuvus ettevõtte krediitireitingust baaspunktides on Aswath Damodarani kodulehel olevas andmebaasis ära toodud krediitireitinguga A (tabel 3).

**Tabel 3.** Võlakapitali riskipreemia sõltuvus ettevõtte krediitireitingust 2015.aasta seisuga

| Riskireiting                        | AAA | AA  | A+  | A   | A-  | BBB  |
|-------------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| Krediidiriski preemia baaspunktides | 40  | 70  | 90  | 100 | 120 | 175  |
| Protsendipunktides                  | 0,4 | 0,7 | 0,9 | 1   | 1,2 | 1,75 |

Allikas: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/dbtfund.xls> [15]; autori koostatud

Võlakapitali riskipreemiana kasutatakse 1 protsendipunkti. Siinkohal tuleks arvesse võtta, et olemasoleva võõrkapitali hind on odavam, kui uue laenu arvestatud võõrkapitali hind. Uue võõrkapitali hinna leidmisel arvestatakse ka lisanduvate lepingutasudega.

Võõrkapitali hinnas sisalduv intressimäär ei pruugi küll järgneva 50. aasta jooksul sama madalaks jääda. Samas on võõrkapitali osakaal 2015. aasta lõpus ettevõttes väga suur. Euribor'i pikaajalisi prognoose ei ole olemas ja seetõttu tuleks ettevõttel igal bilansipäeval rahavoogude diskonteerimisel ka vastavalt saadud tulemusele oma hinnangut kujundada. Võõrkapitali hinnaks on kujunenud juhendi kohaselt 3,25% (tabel 4).

**Tabel 4.** Võõrkapitali hinna kujunemine tasuvusaja arvutamiseks

| Võõrkapitali hindade kujunemine                            | Protsentides | Protsentides |
|--|--------------|--------------|
| Nominaalne riskivaba 10-a Saksamaa võlakirja tulusus, (Rf) | 1,47%        |              |
| Eesti riigiriski preemia, (Rc)                             | 0,78%        |              |
| Ettevõtja võõrkapitali riskipreemia                        | 1,00%        |              |
| <b>Võõrkapitali hind, (kd)</b>                             | <b>3,25%</b> | <b>1,70%</b> |

Allikas: autori koostatud

WACC arvutamisel lähtutakse võõrkapitali hinnast 3,25% ning ühtlasi võetakse võrdlusesse ka võõrkapitali hind 1,7%. Võõrkapitali hind 1,7% on olemasoleva pikaajalise laenu kehtiv intressimäär.

Seisuga 31.12.2015 on kapitalisuhe võlakapitali kasuks 98% ja omakapital 2%, mis ei jää tulevikus samaks. Laenuperioodi lõppedes peaks võlakapital olema 0% ja omakapital 100%. Autor kasutab võõrkapitali ja omakapitali suhtena keskmist näitajat (VK 50% ja OK 50%).

## 2.2.2. Omakapitali hind

Omakapitali hind on investori poolt nõutav tulumäär tulevikus, mis on oluline näitaja diskontomäära kujunemisel. Omakapitali hinda saab välja arvutada mineviku andmete põhjal kui ka rahandus-teoreetilise mudeli CAPM põhjal [18, lk 6]. Tabel 5 kajastab omakapitali hinna kujunemist vastavalt CAPM mudelile (valem 5).

**Tabel 5.** Omakapitali hinna kujunemine tasuvusaja arvutamiseks

| Omakapitali hindade kujunemine                             | Protsentides  | Protsentides  |
|--|---------------|---------------|
| Nominaalne riskivaba 10-a Saksamaa võlakirja tulusus, (Rf) | 1,47%         |               |
| Beeta finantsvõimendusega, ( $\beta_e$ )                   | 1,60%         |               |
| Eesti riigiriski preemia, (Rc)                             | 0,78%         |               |
| Tururiskipreemia, (Rm)                                     | 8,09%         |               |
| <b>Omakapitali hind, (ke)</b>                              | <b>15,19%</b> | <b>13,80%</b> |

Allikas: autori koostatud

Omakapitali hinna leidmine on oluliselt keerukam nendele ettevõtetele, mis ei ole noteeritud.

Omakapitali hinna leidmisel tuleks kasutada finantsvõimendusega beetat. Finantsvõimenduseeta beetat korrigeeritakse, sest suure võõrkapitali osakaaluga suureneb ka ettevõtte risk.

Autor mõnab, et omakapitali tururiskipreemia võiks olla ka kõrgem umbes 18% kuna võtab praegu vähe arvesse ettevõtte spetsiifilisi riske. Samas ei soovi autor omakapitali hinda ülemäära kõrgeks hinnata kuna see mõjutab oluliselt diskonteerimisel saadavat tulemust.

Lihtsalt võrdlusena võiks lisada diskontomäära, mille leidmisel on aluseks võetud Dmitri Jegorovi Tartu Ülikooli 2010. aasta teadusmagistritöö „Börsil noteerimata ettevõtete omakapitalihinna leidmise meetodilised alused ja nende rakendamine valitud Eesti majandus-harudes“. Eelnimetatud magistritöö kohaselt on see teema Eestis aktuaalne kuna riiklike võlakirjade puudumise tõttu ei ole siin võimalik adekvaatselt hinnata võlakirjade riskivaba tulumäära. Eestis puudub ka piisavalt suur väärtpaberiturg, mis võimaldaks hinnata riskipreemiat objektiivselt. [17, lk 4-8]

Turuinformatsiooni puudumine tähendab börsil noteerimata ettevõtete jaoks kõige objektiivsema hinnangu puudumist ettevõtte omakapitali väärtusele. Dmitri Jegorovi arvates on noteerimata ettevõtete puhul omakapitali hind ja tulunorm kõrgem, kui börsiettevõtete puhul, kuna riskid on halvemini maandatud. Noteerimata ettevõtete osalust iseloomustab aktsiate madalam likviidsus

ning kõrge omakapitali hind, mis toob kaasa ka ettevõtte madalama väärtuse. Magistritöö autori arvates on alternatiivsete meetodite kasutamine Eestis möödapääsmatu. Ta on välja arvanud kümne suurema majandusharu riskivaba tulumäära ja majandusharu riskipremia ning arvestanud välja nende omakapitali hinna. [Ibid.]

Dmitri Jegorovi arvestuste kohaselt on Eestis 2010.aastal kinnisvaraalas tegevuses tegutsevate ettevõtete keskmiseks omakapitali hinnaks arvatud omakapitali puhasrentaabluse varieeruvuse alusel 13,8% ilma äärmuslike väärtusteta. [17, lk 93]

Lisaks kahele erinevale stsenaariumile võetakse võrdlusesse ka erinevad oma- ja võõrkapitali hinnad (Tabel 6).

**Tabel 6.** Kaalutud keskmine kapitali hind

| 01.01.2016-31.12.2065 | Hind   | Osakaal | 01.01.2016-31.12.2065 | Hind   | Osakaal |
|-----------------------|--------|---------|-----------------------|--------|---------|
| Omakapital            | 15,19% | 50,00%  | Omakapital            | 13,80% | 50,00%  |
| Võõrkapital           | 3,25%  | 50,00%  | Võõrkapital           | 1,70%  | 50,00%  |
|                       |        | 100,00% |                       |        | 100,00% |
| Arvestuslik WACC      | 9,22%  |         | Arvestuslik WACC      | 7,75%  |         |

Allikas: autori koostatud

Tasuvusaega arvutatakse erinevate diskontomääradega, et juhul, kui peaks toimuma lähimatel aastatel mõningane muutus kapitali hinnas, siis oleks võimalik prognoosida kuidas see mõjutab pikaajalise stsenaariumi tasuvusaega. Kuna 50 aastat on väga pikk aeg ning andmete esitamine iga aasta kohta eraldi oleks liialt mahukas, siis esitatakse andmed tabelis lühendatuna kümne aasta kaupa.

### 2.3. Kinnisvarainvesteeringu tasuvusanalüüsil kasutatud meetodid

Kõik tasuvusaja prognoosid ja arvutused on tehtud eeldusel, et ettevõtte ei vaja rohkem täiendavat laenukapitali ning ettevõttes suudetakse tagada eelarvestatud müügitulude kasv vähemalt 1,5% aastas. Müük on ettevõtte arengu seisukohalt kõige olulisem asjaolu, sest negatiivse rahavoo juures poleks võimalik ettevõtet kasumlikult majandada.

Tasuvusaja arvutusel mõeldakse erinevate meetoditega aega ja raha, et teada saada millal alginvesteering ennast ära tasub. Investeeringuprojektide tasuvusaja hindamisel on võimalik kasutada mitut erinevat meetodi. Igal meetodil on spetsialistide arvates omad eelised ja

puudused. Lõputöös käsitletakse diskonteerimata tasuvusaega, diskonteeritud tasuvusaega ja puhasnüüdisväärtust NPV. Tasuvusanalüüsil on väga tähtis õieti valitud diskontomäär. Kui diskontomäär on liiga madal, on võib juhtuda, et antakse positiivne hinnang mittetasuvale investeeringule. Juhul, kui diskontomäär on liiga kõrge, siis võib saada negatiivse vastuse täiesti elujõuline projekt.

Ettevõtted, kes kasutavad tasuvusaja meetodit kehtestavad omale eelnevalt normatiivse tasuvusaja. Enamasti lähtutakse sellest, et mida suurem on kapitaalimahutusega seonduv risk seda lühem normatiivne tasuvusaeg omale seatakse. Tasuvusaja meetodite miinusteks peetakse enamasti rentaablushinnangute puudumist ning keeruliste alternatiivsete projektide võrdlemisel ei pruugi alati saada adekvaatset tulemust. Vaatamata sellele on tasuvusajameetod hinnatud ka majanduskeskkonna ebamäärasuse korral, kui on kõrged intressimäärad ja suur inflatsioon, sest ettevõtted on huvitatud investeeritud raha kiirest tagasi teenimisest. [1, lk 357]

### 2.3.1. Tasuvusaeg (*payback period method*) ja (*discounted payback method*)

Investeeringu lihttasuvusaja leidmiseks lahutame alginvesteeringust tulevased rahavood kuni investeeringu tasa teenimiseni, mida lühem on seejuures arvestatud periood seda parem on projekt. See meetod ei võta arvesse raamatupidamislikku kasumit vaid arvestab ainult investeeringu poolt toodetud rahakäivet. Lihttasuvusaja meetodi (*payback period method*) eeliseks on tema äärmine lihtsus ja mõistetavus. Lihttasuvusaja meetodil arvestatud tasuvusaeg ei võta kahjuks arvesse rahavoogude laekumise järjekorda ega arvesta neid rahavooge, mis laekuvad pärast tasuvusaja ületamist. Samuti ei võta see meetod arvesse raha ajaväärtust, mis on eriti oluline pikaajaliste projektide ja investeeringute puhul. [1, lk 356]

Kahe erineva stsenaariumi ligikaudne tasuvusaeg aastates on välja toodud tabelis 7.

**Tabel 7.** Arvutatud lihttasuvusaeg (*payback period method*)

|            | Ligikaudne tasuvusaeg aastates | Ligikaudne tasuvusaeg aastates |
|------------|--------------------------------|--------------------------------|
|            | I konservatiivsem stsenaarium  | II optimistlikum stsenaarium   |
| Tasuvusaeg | 46                             | 42                             |

Allikas: autori koostatud

II stsenaarium, ehk optimistlikum stsenaarium, lubab tasuvusaega ligikaudu 4 aastat varem kui stsenaarium I, mis tähendab, et investeering teenitakse tagasi ligikaudu 42 aastaga.

Raha ajaväärtusteooria loojaks võib pidada John Newtonit ja Edmund Halleyt. John Newton, kes ühena esimestest esitas liitintressi teooriat ja Edmund Halley, kes aastal 1693 esitas esimese nüüdisväärtuse tabeli. Raha ajaväärtust kasutatakse tänapäeval laialdaselt ja see on aluseks kõikidele rahandusega seotud väärtuskontseptsioonidele. [9, lk 32]

Rahaajaväärtust mõjutab alati ka inflatsioon, mis on üldine hinnataseme tõus. Hinnataseme tõus näitabki reaalse raha ostujõu vähenemist. Pankade intressimäärad võtavad enamasti arvesse ka inflatsiooni mõju ning ratsionaalne investor ootab, et ajas kaduma läinud ostujõud kompenseeritakse hiljem investeeringust saadava suurema tuluga. [2, lk 125]

Tasuvusaja arvestusel on väga oluline osa diskontomääral, mis on investori poolt nõutav investeeringu kasumimäär ehk kapitali hind. Kui kasutada liiga kõrget kapitali hinda, siis võib see eriti mõjutada pikaajaliste projektide nüüdisväärtust vales suunas. [1, lk 358-359]

Kuna lihttasuvusaeg andis tulemuseks ebamõistlikult pika tasuvusaja 42-46 aastat, siis pole autori arvamusel kohaselt diskonteeritud tasuvusaja arvutamine enam asjakohane. Diskonteeritud tasuvusaeg ületaks kindlasti 46.aastat ja saadud tulemus oleks samuti ebamõistlikult pikk.

### **2.3.2. Nüüdispuhasväärtuse meetod (*net present value method NPV*)**

Investeeringute edukuse hindamisel kasutatakse sageli nüüdispuhasväärtuse NPV (*Net Present Value*) näitajat (valem 6), see on tulumaksujärgsete rahavoogude nüüdisväärtuse summa, millest on maha lahutatud esialgne investeeringu maksumus. Nüüdisväärtuse meetodi eeliseks on, et ta kasutab diskonteeritud rahavooge ja baseerub tegelikel, mitte raamatupidamislikult korrigeeritud rahavoogudel. Projekti sissetulekute nüüdisväärtusest lahutades väljaminekute nüüdisväärtuse saame tulemuseks puhasnüüdisväärtuse. See meetod võtab arvesse erinevatel aegadel ja väärtuses laekuvaid ja väljamakstavaid summasid. [1, lk 361-362]

NPV väärtuse hindamiseks on alljärgnevad kriteeriumid:

NPV > 0, investeerida;

NPV = 0, investeerida või teha täiendav analüüs;

NPV < 0, projekt tuleks tagasi lükata. [7, lk 44]

Ettevõtte, mis leiab pidevalt positiivse NPV-ga investeerimisprojekte, võib kindel olla aktsionäride ootuste ületamises kuna see on vastavuses ettevõtte kasumiloome eesmärkidega.

Juhul, kui ettevõtte võtab vastu negatiivse NPV-ga investeerimisotsuseid, siis need investeeringud vähendavad ettevõtte väärtust ning aktsiaomanike jõukust. Neid võivad oodata aktsiahindade langemine, sest genereerivad oodatust väiksemat tulu aktsionäridele. [11, lk 239]

Arvestuste põhjal on nii I stsenaariumi kui ka II stsenaariumi NPV arvestus negatiivne, mis samuti viitab asjaolule, et diskonteeritud rahavoogude alusel arvutatud tasuvusaeg ei saabu eelarvestatud perioodi jooksul, milleks oli valitud 50 aastat. Nagu eelnevalt selgus ei ole kinnisvarainvesteeringu tasuvusaeg ratsionaalsele investorile vastuvõetav ühelgi juhul kuna investeeringu tasuvusaeg on liialt pikk võrreldes inimese elueaga. Pealegi ei pruugi laenuintressimäär jääda nii madalale tasemele järgmiseks 50. aastaks.

## **2.4. Finantsanalüüs ettevõtte jätkusuutlikkuse hindamiseks**

Finantsanalüüsi peamiseks eesmärgiks on käesoleval juhtumil Vihula Mõis OÜ majandustulemuste ja finantsseisukorra prognoosimine, et mõõta ettevõtte tulevasi finantsnäitajaid ning võrrelda neid eelmiste perioodidega. Jätkusuutlikkuse hindamisel tuginetakse juba avalikustatud eelmiste perioodide majandusaasta aruannetele kui ka tulevaste perioodide eelarvestatud aruannetele.

Ettevõttele on varem valmistanud probleeme mõningane suutmatus tasuda tähtaegselt laenu, laenuintresse ning muid tarnijate arveid. Ühtlasi on ettevõttel negatiivsed rahavood äritegevusest ja puuduvad tulevikuks vajalikud kapitalireservid, millest katta vajadusel võimalikke äritegevuse kahjumeid. Need on asjaolud, mis võivad tekitada nii võlausaldajates kui ka teistes osapooltes märkimisväärset kahtlust kogu ettevõtte tegevuse jätkuvuse seisukohalt. Ka on varasemalt omanik pidanud tegema sissemaksid osakapitali, et tagada osakapitali vastavus Äriseadustiku nõuetele.

Asjaolusid, mis viitavad võimalikule ebakindlusele tegevuse jätkuvuse osas võib olla mitmesuguseid, kuid üldiselt annavad need kõik aimu puudustest ettevõtte juhtimiskorralduses. Harilikult koostatakse kõikide ettevõtete finantsaruanded tegevuse jätkuvuse eeldusel. Juhul, kui mistahes ettevõttel on tekkinud jätkuvuse osas ebakindlus ning see on püsinud juba pikema aja jooksul, siis on ettevõtte juhtkonnal kohustus kajastada seda ka majandusaasta aruande eraldi lisas.

RTJ 15 „Lisades avalikustav informatsioon“ kajastab, milline informatsioon tuleks kindlasti avalikustada sellisel juhul majandusaasta aruande lisas:

“(a) peamised sündmused ja asjaolud, mis võivad tekitada märkimisväärset kahtlust ettevõtte suutlikkuses jätkata jätkuvalt tegutsevana;

(b) juhtkonna plaanid nende sündmuste ja asjaoludega tegelemiseks. Avalikustatud informatsiooni põhjal peab olema arusaadav, et eksisteerib oluline ebakindlus ettevõtte tegevuse jätkuvuse osas, mille tõttu ei pruugi ettevõtte olla võimeline normaalse äritegevuse käigus realiseerima oma varasid ja täitma oma kohustisi.” [24, lk 4]

Ainuüksi informatsiooni avalikustamine ei muuda ettevõtte jaoks midagi. Kõige olulisemaks tulekski pidada juhtkonna tulevikuplaane ja sündmusi nende asjaoludega tegelemiseks. Juhtkonna poolt kasutusele võetud meetmetest sõltub, kas ettevõtte väljub võimalikust kriisiolukorrast jätkusuutlikuna, ehk kas ettevõtte omab usalduskrediiti oma koostööpartnerite ja konkurentide seas ka edaspidi. Paljudel ettevõtetel on välja töötatud oma mõõdikute süsteem ettevõtte sisekontrolli tarbeks, mis antud ettevõttes kahjuks puuduvad. Sisekontrolli meetmed aitavad tegelikult arendada ettevõtte konkurentsivõimet ja üldist jätkusuutlikkust. Põhjus seisneb selles, et ettevõttes ollakse sunnitud probleeme endale varem teadvustama, ning tarvitusele võtma abinõusid olukorra parandamiseks. Kuigi varasematel perioodidel on ettevõtte olnud kahjumis, on ta siiski olnud jätkusuutlik, sest põhitegevusest tekkinud rahavoo miinust on kaetud finantseerimistegevuse rahavoogudega ehk ematervõtte laenudega.

Eeldusel, et ematervõttelt enam laenu juurde ei võeta, oleks vaja analüüsida prognoositud muutusi tulevaste perioodide aruannetes. Seda, kas ettevõtte on jätkusuutlik ka järgnevate perioodide jooksul, saab mõõta läbi tulevaste rahavoogude finantsanalüüsi ning ühtlasi võrrelda saadud finantssuhtarve eelnevate aastatega, et vaadelda toimunud muutusi.

Rahavoogude aruanne peegeldab kõige paremini kuhu ettevõtte oma raha on paigutanud. See võimaldab aimu saada juhtkonna oskusest ja võimekusest maksimeerida kasumit. Autor koostab järgmise viie aasta kasumiaruanded ja bilansid optimistlikuma stsenaariumi alusel (Lisa 10 ja Lisa 11). See annab võimaluse võrrelda likviidsusnäitajaid ning muid rentaablusnäitajaid, mis peaksid kajastama, kas viie aasta jooksul toimuksid muutused paremuse suunas. Kuna ettevõttel on varasemalt esinenud negatiivset puhaskäibekapitali, millele ka ettevõtte audiitorid on tähelepanu juhtinud, siis vaadeldakse esimeses järjekorras seda näitajat aastatel 2013-2015.



Puhaskäibekapitali suurus on 2015. aasta lõpuks paranenud ja erinevalt aastast 2014 ei ole ettevõttel enam negatiivset puhaskäibekapitali.

Eelmise kolme aasta puhaskäibekapitali (tabel 8) võrreldakse järgmise viie aasta prognoositud näitajatega (valem 7).

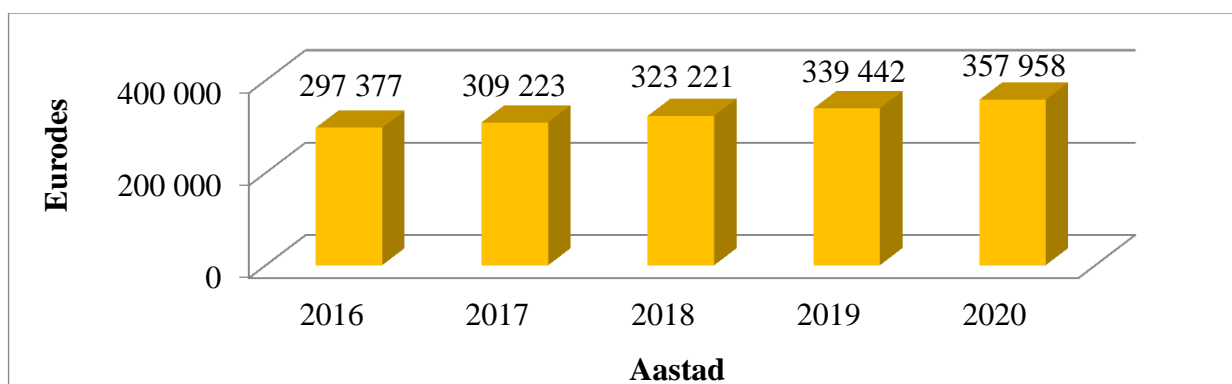
**Tabel 8.** Vihula Mõis OÜ puhaskäibekapital (*Net Working Capital*) aastatel 2013-2015

| Finantsandmed                  | 2015    | 2014     | 2013    |
|--------------------------------|---------|----------|---------|
| Käibevarad (Eur)               | 412 016 | 323 359  | 390 507 |
| Lühiajalised kohustised (Eur)  | 148 348 | 468 235  | 265 671 |
| Puhaskäibekapital kokku (Eur): | 263 668 | -144 876 | 124 836 |

Allikas: Vihula Mõis OÜ majandusaasta aruanded; autori koostatud

Likviidsusnäitajad iseloomustavad maksevõimet. Teisiti öeldes, võimet muuta ettevõtte likviidsed varad maksevahendiks. Kui puhaskäibekapital on negatiivne tähendab see, et võõrkapitali osatähtsus on tõusnud ja ettevõtte ei ole ise kahjuks suuteline omavahenditest käibekapitali finantseerima. Tegevuse jätkuvus on ohus, kui äritegevuse rahavood on mitmendat aastat negatiivsed. [5, lk 123-125]

Aastal 2014 on käibevarade koosseisus enim kasvanud nõuded ja ettemaksud. Ettevõtte raha on kinni maksmata arvete all, mis viitab raha ebaefektiivsele kasutamisele. Ettevõtte peaks suutma paremini oma likviidseid vahendeid juhtida, et enamus nõudeid oleks laekunud ja lühiajalised võlad vastavalt maksetähtajale tasutud. Järgneva viie aasta jooksul on puhaskäibekapital kasvava trendiga (joonis 2), aga seda vaid juhul, kui suudetakse säilitada planeeritud müügitulude kasv.



**Joonis 2.** Puhaskäibekapitali prognoos 5 aasta jooksul optimistliku stsenaariumi alusel

Allikas: autori koostatud

Kuna ettevõtte enamus nõudeid on väljastatud operaatorfirmale, siis ei tohiks nõuete laekumine 95% aastas ettevõttele raskusi valmistada. Ettevõttel tuleks senisest enam tähelepanu pöörata

klientide arvete laekumisele ja lühiajaliste kohustiste tähtaegsele täitmisele. Sellega suudaks ettevõtte ära hoida käibekapitali defitsiidi. Negatiivne puhaskäibekapital näitaks, et ettevõtte satub lühiajaliste kohustiste täitmisel hätta. Seevastu väga suureks kasvanud puhaskäibekapital näitab, et ettevõtte raha ei kasutata efektiivselt.

Maksevalmiduse suhtarv (valem 8) näitab ettevõtte võimet tasuda oma lühiajalised kohustised bilansipäeva seisuga. Seda suhtarvu esitatakse kas kordades või protsentides. Rusikareegel on, et see näitaja peab olema vähemalt 100% või vähemalt 1 kord. [5, lk 104-105]

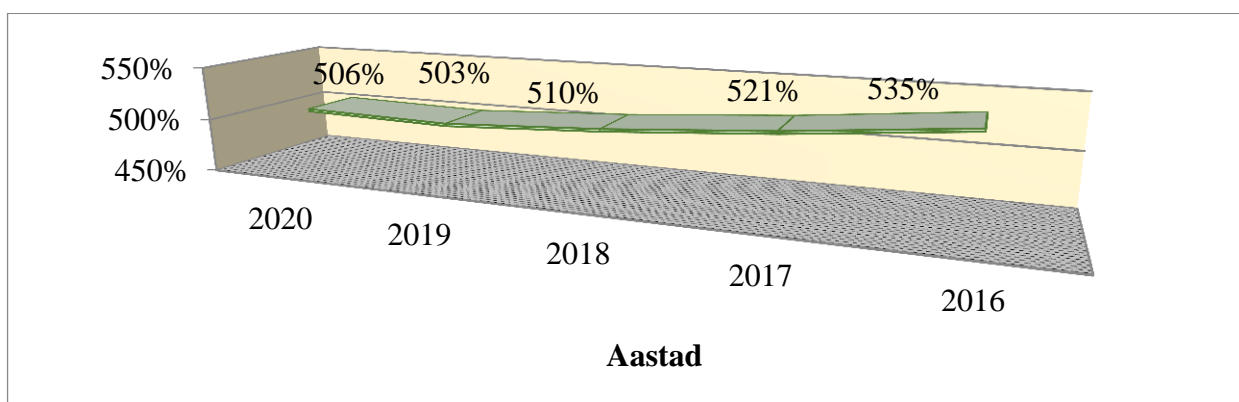
Tabelist 9 eristub 2014. aasta, kui laenude lühiajaline osa on bilansis oluliselt kasvanud ning käibevarade summa kokku samal ajal langenud.

**Tabel 9.** Vihula Mõis OÜ maksevalmidus (*Quick ratio*) % aastatel 2013-2015

| Finantsandmed                 | 2015    | 2014    | 2013    |
|-------------------------------|---------|---------|---------|
| Likviidsed käibevarad (Eur)   | 412 016 | 323 359 | 390 507 |
| Lühiajalised kohustised (Eur) | 148 348 | 468 235 | 265 671 |
| Maksevalmidus %               | 278%    | 69%     | 147%    |

Allikas: Vihula Mõis OÜ majandusaasta aruanded; autori koostatud

Bilansis tuleb aasta lõpu seisuga kirjeldada pikaajaliste laenude lühiajaline osa, mis tasutakse järgneva majandusaasta jooksul. Maksevalmiduse näitaja oli 2014. aastal väiksem kui 100%, mis on selge viide võimalikele makseraskustele tasuda ettevõtte lühiajalisi kohustisi. Järgmise viie aasta maksevalmiduse trend on kahanev (joonis 3).



**Joonis 3.** Maksevalmiduse prognoos järgneva 5 aasta jooksul optimistliku stsenaariumi alusel

Allikas: Autori koostatud

Prognoosi kohaselt on 2016. aasta lõpuks 95% nõuetest laekunud, mis tõstab antud näitajat 2016 aasta kohta hüppeliselt. Lühiajaliste laenukohustiste suurenemine langetab järgmiste aastate

jooksul maksevalmiduse näitajat. Trendi tulemusel võib väita, et ettevõtte suudab järgnevatel aastatel tasuda oma lühiajalisi kohustisi tähtaegselt.

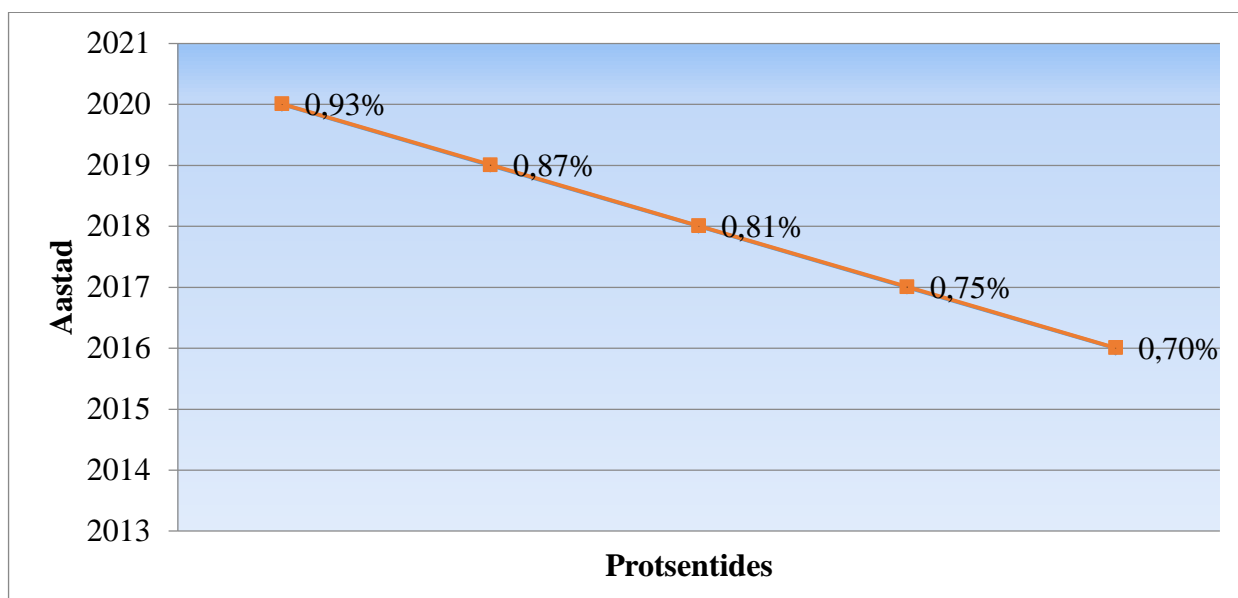
Rentaablusnäitajad näitavad ettevõtte efektiivsust kasumi saavutamisel. Vara rentaablus ROA näitab vara maksujärgset tootlikkust (valem 2). Vihula Mõis OÜ eelmiste perioodide ROA näitaja oli äärmiselt tagasihoidlik (tabel 10).

**Tabel 10.** Vihula Mõis OÜ vara rentaablus ROA (*Return on Assets*) aastatel 2013-2015

| Finantssuhtarvud    | 2015       | 2014       | 2013       |
|---------------------|------------|------------|------------|
| Puhaskasum (Eur)    | 27 930     | 52 237     | 61 735     |
| Keskmine vara (Eur) | 12 473 811 | 12 041 669 | 11 583 003 |
| ROA %               | 0,22%      | 0,43%      | 0,53%      |

Allikas: Vihula Mõis OÜ majandusaasta aruanded; autori koostatud

Rusikareegel on, et näitaja peaks olema positiivne. ROA peaks olem suurem, kui keskmine maksujärgne finantskulude määr. Joonis 4 kajastab ROA näitajaid järgmise viie aasta kohta.



**Joonis 4.** Eeldatav ROA (*Return on Assets*) prognoos optimistliku stsenaariumi alusel

Allikas: Autori koostatud

ROA peaks olema suurem, kui tegelik kaalutud keskmine kapitalikulu ning ühtlasi kajastab ROA juhtkonna võimekust vara rakendamisel teenida kasumit [5, lk 207]. Ettevõtte vara rentaabluse näitaja paraneb, kui puhaskasum suureneb või keskmine vara väheneb. Võrdlusena võiks tuua, et Eesti ettevõtete keskmine ROA oli 2003-2013. aastal Eesti Statistikaameti Aastaraamatu 2015 andmetel 6-8 % vahel. [19, lk 225]

Omakapitali rentaablus ROE on kõige olulisem kasumitootluse näitaja, mis kajastab omanike poolt ettevõttesse paigutatud kapitali tasuvust (valem 3). See suhtarv näitab ettevõtte omakapitali maksujärgset tootlikkust (tabel 11). Rusikareegel puudub kuna sõltub paljuski finantsvõimendusest ja omakapitali tootlikkusest. [5, lk 217]

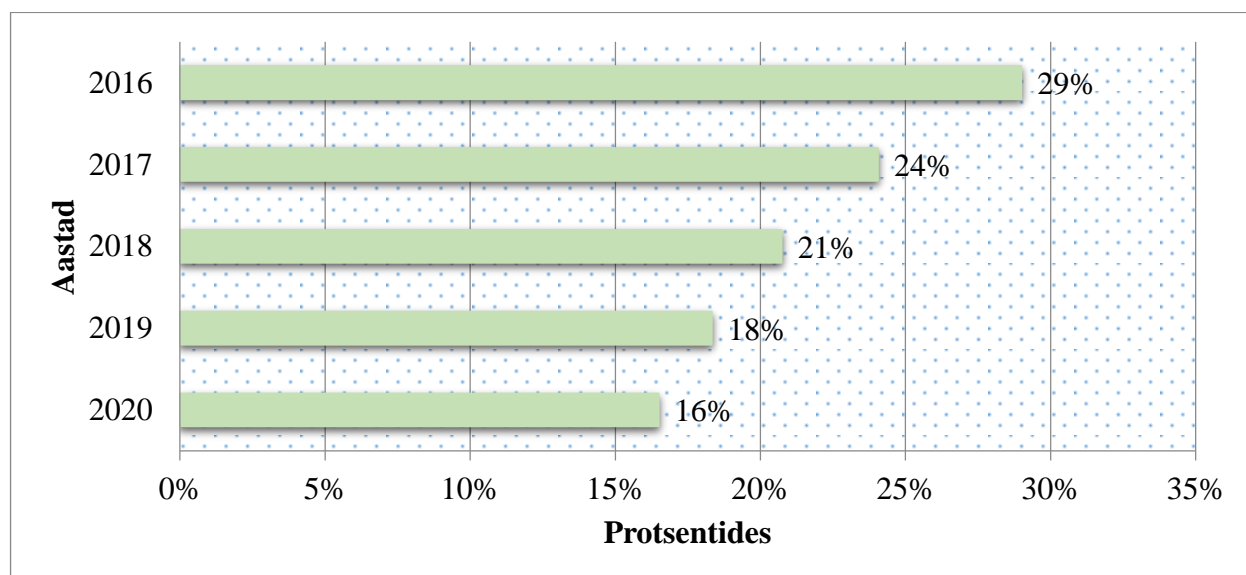
**Tabel 11.** Vihula Mõis OÜ omakapitali rentaablus ROE (*Return on Equity*) aastatel 2013-2015

| Finantssuhtarvud              | 2015    | 2014    | 2013    |
|-------------------------------|---------|---------|---------|
| Aruandeaasta puhaskasum (Eur) | 27 930  | 52 237  | 61 735  |
| Keskmine omakapital (Eur)     | 247 285 | 207 202 | 150 216 |
| ROE %                         | 11%     | 25%     | 41%     |

Allikas: Vihula Mõis OÜ majandusaasta aruanded; autori koostatud

Omakapitali rentaablusnäitajat on kõige rohkem mõjutanud viimastel aastal omakapitali suurenemine.

Järgmise viie aasta jooksul oleks ROE näitaja langevas trendis (joonis 5) kuna on mõjutatud ettevõtte omakapitali suurenemisest.



**Joonis 5.** Eeldatav ROE (*Return on Assets*) prognoos optimistliku stsenaariumi alusel

Allikas: Autori koostatud

Omakapitali tasuvus suureneb, kui ettevõtte kasum suureneb või omakapital väheneb. Jälgida tuleks pigem trende, kui ühekordset näitajat. Vähesel omakapitaliga ettevõttes tõuseb omakapitali rentaabluse näitaja, kui maksta dividende või kui kasum suureneb mõne protsendi võrra. ROE

näitaja ei tohiks kunagi olla madalam laenu intressimäärast, vastasel juhul tegutseks ettevõtte kahjumlikult. [5, lk 217]

Ettevõtte tasuvusmarginaal (valem 1) näitab mitu protsenti igast müügitulu eurost on alles peale finantskulude, see tähendab laenuintresside mahaarvamist (tabel 12).

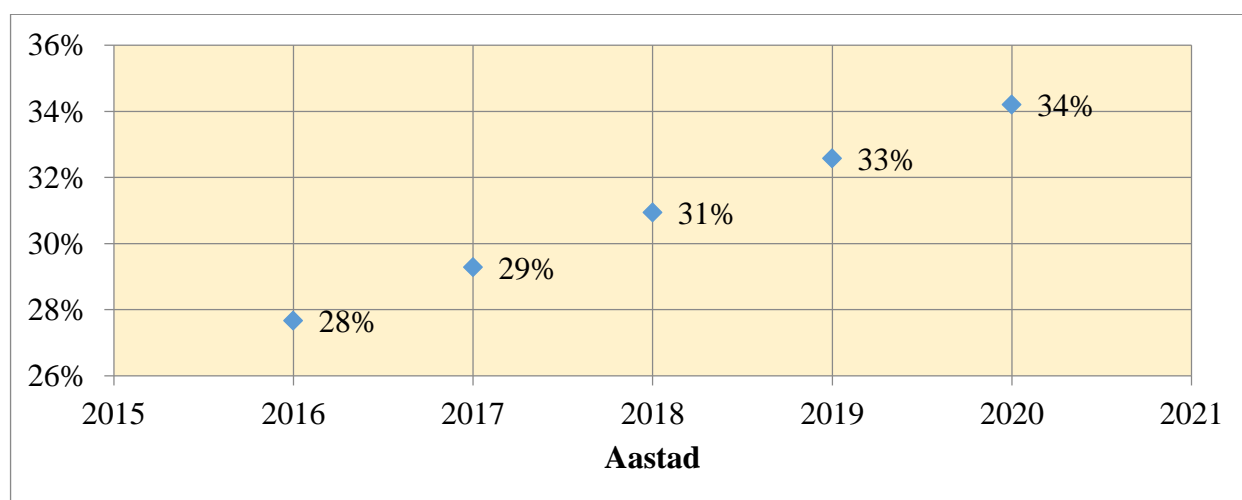
Müügikäibe puhaskasum ehk tasuvusmarginaal näitab iga müügikäibe euro tasuvust pärast kulude ja maksude mahaarvamist. Rusikareegel ütleb, et näitaja peaks olema positiivne. [5, lk 205]

**Tabel 12.** Vihula Mõis OÜ tasuvusmarginaal (*Net profit margin*) aastatel 2013-2015

| Finantssuhtarvud   | 2015    | 2014    | 2013    |
|--------------------|---------|---------|---------|
| Puhaskasum (Eur)   | 27 930  | 52 237  | 61 735  |
| Müügitulud (Eur)   | 269 064 | 310 744 | 313 896 |
| Tasuvusmarginaal % | 10%     | 17%     | 20%     |

Allikas: Vihula Mõis OÜ majandusaasta aruanded; autori koostatud

Enamasti võrdelevad tasuvusmarginaali omavahel samal tegevusalal tegutsevad ettevõtted. Järgmise viie aasta tasuvusmarginaal on tõusvas trendis (joonis 6) kuna puhaskasum tasapisi suureneb aastatega.



**Joonis 6.** Tasuvusmarginaali prognoos järgmise 5 aasta jooksul optimistliku stsenaariumi alusel

Allikas: Autori koostatud

Tegemist on kõige sagedamini kasutatava rentaablusnäitajaga. Tasuvusmarginaal peegeldab ka seda, milline oleks suurim võimalik kasumi reinvesteeringu määr.

### **3. JÄRELDUSED, HINNANGUD JA ETTEPANEKUD**

Kogutud info ja teostatud tasuvusanalüüsi põhjal on võimalik järeldada, et Vihula Mõis OÜ kinnisvarainvesteeringu tasuvusaeg on ebamõistlikult pikk ning juba tehtud kapitalimahutused summas 12 310 237 eurot ei teeni ennast kunagi tagasi. Antud hinnangu aluseks oli ebamõistlikult pikk lihttasuvusaeg ning negatiivne nüüdispuhasväärtus NPV, mistõttu autor ei pidanud enam vajalikuks diskonteeritud tasuvusaja tulemust arvutada.

Vihula Mõis OÜ omanik omab olulist kaasosalust Vihula Manor Hospitality OÜ-s. Seetõttu võib lugeda Vihula Manor Hospitality OÜ valitseva või olulise mõju all olevaks ettevõtteks. Kahe ettevõtte vahel toimunud tehingud on tehingud seotud osapoolte vahel ja mõjutavad saadud tasuvusaja tulemust. Järeldus kinnisvarainvesteeringu tasuvusaja ebamõistlikult pika tulemuse kohta ei tule ettevõtte juhtkonnale väga suure üllatusena.

Emaettevõtte Via Hansa Eesti AS poolt antud laen summas 10 971 140 eurot makstakse eelarve kohaselt tagasi kõige hiljemalt aastal 2065. Heade majandustulemuste korral oleks tütaretevõttel Vihula Mõis OÜ-l ka varem võimalus laen tagasi maksta. Konkreetset laenu maksevõimekust võetakse arvesse iga aasta lõpul bilansikuupäeva seisuga, kui määratakse pikaajalise laenu lühiajaline osa, mis tuleks tütaretevõttel maksta järgmisel majandusaastal.

Vihula Mõis OÜ kinnisvarainvesteeringut kajastatakse raamatupidamises õiglases väärtuses, mis võib olla siiski pigem ülehinnatud ja emotsionaalselt mõjutatud. Arvamust süvendab asjaolu, et ettevõtte juhtkond ei ole avaldanud informatsiooni õiglase väärtuse leidmisel kasutatud meetodika ja kasutatud eelduste kohta. Peale sõltumatu kinnisvara hindaja poolt avaldatud turuväärtuse hinnangut tulevikus, tuleks kõiki asjaolusid arvestades suure tõenäosusega investeeringu väärtust alla hinnata tema tegelikule turuväärtusele. See asjaolu tooks omakorda kaasa allahindluse läbi kasumiaruande ja netovara langemise allapoole Äriseadustikus sätestatud nõuete. Negatiivne netovara tähendab, et ettevõtte kohustised ületavad varasid ja ettevõtte pole võimeline täitma võetud kohustisi.

Kui osaühingul on netovara vähem, kui pool osakapitalist tuleb vastavalt Äriseadustiku §176 nõudele omanikul võtta vastu otsus kas taastada ettevõtte osakapital või kasutusele võtta muud

abinõud. Muude abinõudena tuleb mõista Äriseadustiku tähenduses ettevõtte ühinemist, jagunemist, ümberkujundamist, ettevõtte lõpetamist või pankroti avalduse esitamist. [30]

Taastamaks nõutavat netovarade väärtust oleks üheks võimaluseks rahaline või mitterahaline sissemakse osakapitali. Osakapitali võib suurendada aazio ehk ülekursiga, mille arvelt saab katta esialgseid kahjumeid ja teenindada ettevõttel lasuvat laenukohustist. Osakapitali suurendamine ülekursiga nõuab muudatust põhikirjas. Raskes majanduslikus olukorras on keeruline leida ettevõtte omanikul korraga nii palju vabu vahendeid, kuid kuna konkreetse omaniku ülejäänud ettevõtted on kasumis ja konsolideerimisgrupi ematettevõtte Taanis jaotab dividende, siis saab autor sellise võimalusega siiski arvestada. Vastavalt Äriseadustikule §142 ja §143 võib mitterahalise sissemakse korral selleks olla asi või varaline õigus, millele saab pöörata sissenõuet. Juhul, kui mitterahalise sissemakse väärtus ületab 1/10 osakapitalist peab selle piisavust hindama audiitor.

Kuna tekkinud olukord mõjutab negatiivselt ka ematettevõtet Via Hansa Eesti AS, siis on ettevõtte juhtkond kaalunud erinevaid võimalusi Vihula Mõis OÜ majandustulemuste tõstmiseks, et tagada kapitali suurem tootlikkus ja laenu parem teenindus. Paraku pole üheselt head lahendust leitud, kuid juhatuse soovib siiski jätkata jätkuvalt tegutseva ettevõttega.

Vastavalt „RTJ 1 Raamatupidamise aastaaruande koostamise üldpõhimõtted“ punktile 37 tuleb ettevõtte juhtkonnal hinnata ettevõtte jätkusuutlikkust 12 kuu jooksul peale bilansipäeva. Juhul, kui eksisteerib mõningane ebakindlus jätkuvuse osas on juhtkond kohustatud avalikustama ebakindlust põhjustavad asjaolud aastaaruande lisas.

Ettevõtete eesmärgipärase tegevuse kontrolliks ja kvalitatiivsete muutuste kiiremaks esilekutsumiseks soovib autor sisse viia sisekontrolli, kes edastaks tulemused vähemalt kaks korda aastas juhatusele.

Ühtlasi tuleks ettevõtte juhatusel kaaluda võimalust tõsta renditasusid operaatorfirmale Vihula Manor Hospitality OÜ.

Eelnimetatud ettevõtte pole 05. detsember 2016 seisuga Äriregistrile esitanud 2015. aasta majandusaasta aruannet. Autor peab üheks suureks riski allikaks operaatorfirma majanduslikku toimetulekut või õigemini ettevõtte väga suurt sõltuvust ühest ainsast operaatorist. Juhul, kui operaatorfirma pole suuteline oma kohustusi mingil põhjusel pikaajaliselt täitma, siis kaasneksid operaatorfirma vahetusega kahtlemata lisakulud.

Lõputöö autor näeb ettevõtet jätkusuutlikuna juhul, kui on täidetud kolm eeltingimust:

1. Täiendavaid laene juurde ei võeta ja piirdatakse hädavajalike investeeringutega omavahenditest;
2. Seada parem kontroll eelarvestatud tulude ja kulude üle, mis kindlustaks suurema töönaosusega tulude kasvu ja kulude kokkuhoiu;
3. Kinnisvarainvesteeringu allahindluse korral taastatakse kiiremas korras osakapital või võetakse kasutusele Äriseadustikus §176 loetletud muud abinõud.

Tulevaste perioodide finantssuhtarvud lasevad aimata ettevõtte likviidsusvõime ja rentaablusnäitajate üldist paranemist, kuid see sõltub suurel määral juhtkonna poolt eelnevalt vastu võetud otsustest.



## KOKKUVÕTE

Lääne-Virumaal asuvast Vihula mõisast on peale pikaajalist renoveerimist esile kerkinud üks kaunimaid ja esinduslikumaid mõisakomplekse. Ettevõtte omandas Vihula mõisakompleksi 2007. aastal, kui kinnisvaraspetsialistide arvates lõhkes üks suuremaid kinnisvaramulle maailmas. Vihula Mõis OÜ kindel soov oli arendada tervest kompleksist *country-club* tüüpi mõisakeskus. Kogu kompleks sisaldab endas 27 erinevat hoonet või rajatist. Kuna mõisakompleks oli algselt päris halvas seisus ja ehituskonstruksioonid peitsid endas lisaks ka varjatud puudusi, siis tuli investoril kulutada renoveerimiseks rohkem, kui esialgu kavandati. Ühtlasi puudus omanikul varasem renoveerimise kogemus. Restor AS on renoveerinud kogu Vihula mõisakompleksi.

Vihula Mõis OÜ põhitegevuseks on kinnisvara rent ja haldus. Kogu mõisakompleks on antud pikaajalisele rendile Vihula Manor Hospitality OÜ-le, kes pakub külalistele majutust, toitlustust ja muid teenuseid.

Lõputöö eesmärgiks oli renoveeritud kinnisvarainvesteeringu tasuvusanalüüs ja jätkusuutlikkuse hindamine. Tasuvusanalüüsi läbiviimiseks koostati kaks pikaajalist eelarve stsenaariumi, millest esimene on pigem konservatiivne ja teine optimistlikum stsenaarium.

Autor andis ülevaate Vihula mõisa ajaloost ja praeguse ettevõtte kujunemisest, kirjeldades kinnisvara peamisi omadusi ja riske. Iga ratsionaalselt käituv investor peaks oskama hinnata kas tulevikus saadav tulu kinnisvara investeeringust on kõike riske ja planeeritavaid kulutusi arvestades piisav või tuleks pigem kaaluda alternatiivseid tegevusi, mille riskid oleks madalamad ja tootlus kõrgem. Vihula Mõis OÜ on unikaalse ja uhke mõisakompleksi omanik, kuid samal ajal on tegemist ka väga suure riskikogumiga. Finantssuhtarvud aastatel 2013-2015 annavad ülevaate ettevõtte eelmistest majandustulemustest, mis olid oodatust tagasihoidlikumad.

Autor andis ülevaate millises väärtuses tuleks kinnisvarainvesteeringut kajastada raamatupidamises ja majandusaasta aruannetes. Autor mõönab, et kinnisvarainvesteeringu õiglane väärtus võib olla ettevõttes pigem ülehinnatud ja emotsionaalselt mõjutatud.

Võõrkapitali ja omakapitali hinna leidmisel ettevõttes võrdles autor neid lisaks alternatiivsete omakapitali ja võõrkapitali hindadega. Seda eelkõige selleks, et mõista, kui suured muutused

diskonteeritud tasuvusajas võib esile kutsuda diskontomäära vähimgi muutus. Muutused olid kahtlemata suured. Tasuvusanalüüsil kasutatud meetoditeks olid lihtne tasuvusaeg ja diskonteeritud rahavoogudel põhinev nüüdispuhasväärtus NPV.

Ettevõtte tulevase jätkusuutlikkuse hindamiseks koostas autor optimistlikuma eelarve põhjal järgmise viie aasta bilansid ja kasumiaruanded ning saadud tulemuste põhjal võrdles ettevõtte tulevaste perioodide peamisi finantssuhtarve. Finantsanalüüs aitab mõõta ning võrrelda peamisi finantssuhtarve eelmiste perioodidega ning samas aitab mõista, millises suunas hakkavad lähiaastatel toimuma muutused. Kuna muutused on positiivse trendiga, siis on alust arvata, et ettevõtte oleks jätkusuutlik.

Ettevõtte suudaks täita oma laenukohustisi emattevõtte ees tulevikus tähtaegselt juhul, kui peetakse kinni eelarvest ja laene rohkem juurde ei võetaks. Samas tuleks ettevõtte juhatusel hinnata aastaaruande koostamise ajal hoonekompleksi turuväärtust ning sellest tulenevalt korrigeerida oma kinnisvarainvesteeringu õiglast väärtust.

Autori järeldused, hinnangud ja ettepanekud saadud tulemuste kohta on eraldi välja toodud lõputöö viimases ehk kolmandas osas.

Arvutatud kinnisvarainvesteeringu tasuvusajad ei oleks kahjuks ratsionaalsele investorile vastuvõetavad. Suure tõenäosusega tuleb ettevõttel peale sõltumatu kinnisvarahindaja poolt turuväärtuse avaldamist oma kinnisvarainvesteering alla hinnata kehtivale turuväärtusele. See võib omakorda kaasa tuua netovarade langemise allapoole Äriseadustikus sätestatud nõuete. Sellisel juhul tuleb omanikul võtta vastu otsus kas taastada ettevõtte omakapital või kasutusele võtta muud abinõud.

Muude abinõudena tuleb mõista Äriseadustiku tähenduses ettevõtte ühinemist, jagunemist, ümberkujundamist, ettevõtte lõpetamist või pankroti avalduse esitamist. Osakapitali taastamise korral tuleks ettevõtte omanikul teha rahaline või mitterahaline sissemakse osakapitali, et taastada nõutav netovarade väärtus. Osakapitali võib suurendada aazio ehk ülekursiga, mille arvelt saab katta esialgseid kahjumeid ja teenindada laenu. Mitterahalise sissemakse korral peaks see olema asi või varaline õigus. Juhul, kui selle väärtus samal ajal ületab 1/10 osakapitalist, siis lisaks juhatusel peaks selle vastavust hindama audiitor.

## VIIDATUD KIRJANDUS

1. **Alver, J., Reinberg, L.** (2002). Juhtimisarvestus. Tallinna Raamatutrükikoda. 431 lk.
2. **Atrill, P.** (2006). Financial Management for Decision Makers, 4th edition. Harlow. 580p.
3. **Brooks, C. Tsolacos, S.** (2010). Real Estate Modelling and Forecasting. Cambridge University Press. 453p.
4. **Gaylon E. Greer, Phillip T. Kolbe.** (2003). Real Estate Education Dearborn. 483p.
5. **Ilisson, R.** (2004). Finantsanalüüs ja planeerimine. OÜ Nõu. Tallinn. 451 lk.
6. **Järve, J., Veisson, T.** (2003). Finantsjuhtimine. Tartu Ülikooli Kirjastus. 236 lk.
7. **Karu, S., Zirnask, V.** (2001). Rahakäibe juhtimine II osa. Rafiko Kirjastus. Tartu. 252 lk.
8. **Kuhlbach, H., Prisk, P., Lauren, A.** (2001). Kinnisvaraõpik. Agitaator OÜ. 223 lk.
9. **Kõomägi, M.** (2006). Äriahandus. Tartu Ülikooli Kirjastus. 277 lk.
10. **Ling, D.C., Archer, W.R.** (2008). Real estate principles a value approach. The McGraw-Hill, Irwin. 661 p.
11. **Megginson, W.L., Smart, S.B., Graham, J.R.** (2010). Financial Management, 3rd edition, 966 p.
12. **Zirnask, V.** (2008). Väärtpaperite teejuht. Tallinna Raamatutrükikoda. 207 lk.
13. **Teearu, A., Krumm, E.** (2005). Ettevõtte finantsjuhtimine. Kirjastus Pegasus. 223 lk.
14. **Vääri, E., Kleis, R., Silvet, J.** (2006). Võõrsõnade leksikon. Kirjastus Valgus. 1167 lk.

### Elektroonilised allikad:

15. **A. Damodaran.** Damodaran online. [on-line].  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html) (22.04.2016).
16. Hoonete kirjeldused. [www]. (2011). <http://www.vihulamanor.com/et/content/hoonete-kirjeldused> (17.01.2016).
17. **Jegorov, D.** 2010. Börsil noteerimata ettevõtete omakapitali hinna leidmise meetodilised alused ja nende rakendamine valitud Eesti majandusharudes.  
(Dissertatsioon magister artium kraadi taotlemiseks majandusteaduses). [on-line]. Tartu Ülikool.  
[http://dspace.ut.ee/bitstream/handle/10062/15136/jegorov\\_dmitri.pdf?sequence=1](http://dspace.ut.ee/bitstream/handle/10062/15136/jegorov_dmitri.pdf?sequence=1) Tartu. 99 lk.
18. Eesti Konkurentsiamet. [www]. (2014.)

- Juhend 2014.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Tallinn 2015. 15 lk. (22.04.2016)
19. Eesti statistikaameti aastaraamat 2015. (29.07.2015). Ettevõtete majandusnäitajad.  
Joonis 3. Ettevõtete müügitulu ja vara puhasrentaablus, 2003–2013. 441 lk.
  20. Long term interest rates 2010-2015. Total, % per annum, 2010-2015  
<https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm> (22.04.2016).
  21. Press. [www]. (18.06.2015)  
<http://www.vihulamanor.com/et/content/vihula-m%C3%B5isas-avati-pidulikult-alexander-von-schuberti-kuju>. (11.09.2015).
  22. Raamatupidamise Toimkonna Juhend 5. Materiaalne ja mittemateriaalne põhivara (muudetud 2016).  
[www]. <http://www.fin.ee/aruandluskorraldus> 21 lk. (08.04.2016)
  23. Raamatupidamise Toimkonna Juhend 6. Kinnisvarainvesteeringud (muudetud 2016).  
[www]. <http://www.fin.ee/aruandluskorraldus> 9 lk. (17.01.2016).
  24. Raamatupidamise Toimkonna Juhend 15. Lisades avalikustatav informatsioon (muudetud 2015).  
[www]. <http://www.fin.ee/aruandluskorraldus> 64 lk. (17.01.2016).
  25. Restaureerimine. [www]. 2012. <http://www.vihulamanor.com/et/content/restaureerimine>  
(17.01.2016)
  26. **Rätt, R.** Eestlane on kinnisvaramulli lõhkemise unustanud. Ajaleht Äripäev. [on-line]. Tallinn.  
(21.12.2015).
  27. Vihula mõisa park. [www]. <http://www.vihulamanor.com/et/content/vihula-m%C3%B5isa-park>.  
(17.01.2016).
  28. Vihula mõis sai rohelise võtme. (15.11.2011). [www].  
<http://www.vihulamanor.com/et/content/vihula-m%C3%B5-sai-rohelise-v%C3%B5tme-pressiteade>.  
(17.01.2016).
  29. **Õiger, K.** Peagi tuleb lammutada hulk hooneid. Ajaleht Postimees. [on-line]. (03.10.2015).
  30. Äriseadustik [www]. <https://www.riigiteataja.ee/akt/122062016032?leiaKehtiv>
  31. Üle 800 aasta ajalugu. 2012. [www].  
<http://www.vihulamanor.com/et/content/%C3%BCle-800-aasta-ajalugu> (03.10.2015).

## LISAD

|   |    |
|---|----|
| Lisa 1. Konservatiivsema stsenaariumi eelarve 50 aasta kohta (WACC 9,22%) ..... | 46 |
| Lisa 2. Optimistlikuma stsenaariumi eelarve 50 aasta kohta (WACC 9,22%) .....   | 47 |
| Lisa 3. Konservatiivsema stsenaariumi eelarve 50 aasta kohta (WACC 7,75%) ..... | 48 |
| Lisa 4. Optimistlikuma stsenaariumi eelarve 50 aasta kohta (WACC 7,75%) .....   | 49 |
| Lisa 5. Vihula Mõis OÜ bilanss 2013-2015 .....                                  | 50 |
| Lisa 6. Vihula Mõis OÜ laenude tagasimakse graafik emaettevõttele .....         | 51 |
| Lisa 7. Vihula Mõis OÜ rahavoogude aruanne 2013-2015 .....                      | 53 |
| Lisa 8. Valemid .....   | 54 |
| Lisa 9. Vihula Mõis OÜ kasumiaruanne 2013-2015 .....                            | 56 |
| Lisa 10. Vihula Mõis OÜ kasumiaruanne 2016-2020 (kasvuproгноosiga 2%) .....     | 57 |
| Lisa 11. Vihula Mõis OÜ bilanss 2016-2020 (kasvuproгноosiga 2%) .....           | 58 |

## Lisa 1. Konservatiivsema stsenaariumi eelarve 50 aasta kohta (WACC 9,22%)

| I konservatiivsema stsenaariumi eelarve |             | 1-10 a.   | 11-20 a.  | 21-30 a.  | 31-40 a.  | 41-50 a.  |
|---|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Müügitulud                              |             | 3 425 577 | 3 975 522 | 4 613 756 | 5 354 452 | 6 214 060 |
| Tegevuskulud (haldus, hooldus)          |             | 539 962   | 595 884   | 658 227   | 727 092   | 803 162   |
| EBIT                                    |             | 2 885 616 | 3 379 638 | 3 955 529 | 4 627 360 | 5 410 898 |
| Laenuintressid 1.7%                     |             | 1 799 361 | 1 586 944 | 1 252 865 | 764 829   | 238 270   |
| EBT                                     |             | 1 086 255 | 1 792 694 | 2 702 664 | 3 862 531 | 5 172 629 |
| Ettevõtte tulumaks                      |             | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Puhaskasum                              |             | 1 086 255 | 1 792 694 | 2 702 664 | 3 862 531 | 5 172 629 |
| FCFF                                    | -12 310 237 | 1 086 255 | 1 792 694 | 2 702 664 | 3 862 531 | 5 172 629 |
| Kumulatiivsed FCFF                      | 2 306 535   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| WACC                                    |             | 0,9220    | 0,9220    | 0,9220    | 0,9220    | 0,9220    |
| PV                                      |             | 662 241   | 456 634   | 286 394   | 169 991   | 94 845    |
| Kumulatiivsed PV                        | 1 670 106   |           |           |           |           |           |
| NPV                                     | -10 640 131 |           |           |           |           |           |
| Tasuvusaeg diskonteerimata FCF          | 46          |           |           |           |           |           |

Allikas: autori koostatud

## Lisa 2. Optimistlikuma stsenaariumi eelarve 50 aasta kohta (WACC 9,22%)

| II optimistlikuma stsenaariumi eelarve |             | 1-10 a.   | 11-20 a.  | 21-30 a.  | 31-40 a.  | 41-50 a.  |
|--|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Müügitulud                             |             | 3 504 633 | 4 272 129 | 5 207 701 | 6 348 158 | 7 738 370 |
| Tegevuskulud (haldus, hooldus)         |             | 470 800   | 520 056   | 574 465   | 634 567   | 700 956   |
| EBIT                                   |             | 3 033 834 | 3 752 073 | 4 633 236 | 5 713 592 | 7 037 413 |
| Laenuintressid 1.7%                    |             | 1 799 361 | 1 586 944 | 1 252 865 | 764 829   | 238 270   |
| EBT                                    |             | 1 234 473 | 2 165 129 | 3 380 371 | 4 948 762 | 6 799 143 |
| Ettevõtte tulumaks                     |             | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Puhaskasum                             |             | 1 234 473 | 2 165 129 | 3 380 371 | 4 948 762 | 6 799 143 |
| FCFF                                   | -12 310 237 | 1 234 473 | 2 165 129 | 3 380 371 | 4 948 762 | 6 799 143 |
| Kumulatiivsed FCFF                     | 6 217 641   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| WACC                                   |             | 0,9220    | 0,9220    | 0,9220    | 0,9220    | 0,9220    |
| PV                                     |             | 747 933   | 549 714   | 357 470   | 217 462   | 124 385   |
| Kumulatiivsed PV                       | 1 996 965   |           |           |           |           |           |
| NPV                                    | -10 313 272 |           |           |           |           |           |
| Tasuvusaeg diskonteerimata FCF         |             | 42        |           |           |           |           |

Allikas: autori koostatud

**Lisa 3. Konservatiivsema stsenaariumi eelarve 50 aasta kohta (WACC 7,75%)**

| I konservatiivsema stsenaariumi eelarve |             | 1-10 a.   | 11-20 a.  | 21-30 a.  | 31-40 a.  | 41-50 a.  |
|---|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Müügitulud                              |             | 3 425 577 | 3 975 522 | 4 613 756 | 5 354 452 | 6 214 060 |
| Tegevuskulud (haldus, hooldus)          |             | 539 962   | 595 884   | 658 227   | 727 092   | 803 162   |
| EBIT                                    |             | 2 885 616 | 3 379 638 | 3 955 529 | 4 627 360 | 5 410 898 |
| Laenuintressid 1.7%                     |             | 1 799 361 | 1 586 944 | 1 252 865 | 764 829   | 238 270   |
| EBT                                     |             | 1 086 255 | 1 792 694 | 2 702 664 | 3 862 531 | 5 172 629 |
| Ettevõtte tulumaks                      |             | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Puhaskasum                              |             | 1 086 255 | 1 792 694 | 2 702 664 | 3 862 531 | 5 172 629 |
| FCFF                                    | -12 310 237 | 1 086 255 | 1 792 694 | 2 702 664 | 3 862 531 | 5 172 629 |
| Kumulatiivsed FCFF                      | 2 306 535   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| WACC 7,75%                              |             | 0,7750    | 0,7750    | 0,7750    | 0,7750    | 0,7750    |
| PV                                      |             | 711 606   | 561 075   | 402 659   | 273 548   | 174 602   |
| Kumulatiivsed PV                        | 2 123 490   |           |           |           |           |           |
| NPV                                     | -10 186 747 |           |           |           |           |           |
| Tasuvusaeg diskonteerimata FCF          | 46          |           |           |           |           |           |

Allikas: autori koostatud



#### Lisa 4. Optimistlikuma stsenaariumi eelarve 50 aasta kohta (WACC 7,75%)

| II optimistlikuma stsenaariumi eelarve |             | 1-10 a.   | 11-20 a.  | 21-30 a.  | 31-40 a.  | 41-50 a.  |
|--|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Müügitulud                             |             | 3 504 633 | 4 272 129 | 5 207 701 | 6 348 158 | 7 738 370 |
| Tegevuskulud (haldus, hooldus)         |             | 470 800   | 520 056   | 574 465   | 634 567   | 700 956   |
| EBIT                                   |             | 3 033 834 | 3 752 073 | 4 633 236 | 5 713 592 | 7 037 413 |
| Laenuintressid 1.7%                    |             | 1 799 361 | 1 586 944 | 1 252 865 | 764 829   | 238 270   |
| EBT                                    |             | 1 234 473 | 2 165 129 | 3 380 371 | 4 948 762 | 6 799 143 |
| Ettevõtte tulumaks                     |             | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Puhaskasum                             |             | 1 234 473 | 2 165 129 | 3 380 371 | 4 948 762 | 6 799 143 |
| FCFF                                   | -12 310 237 | 1 234 473 | 2 165 129 | 3 380 371 | 4 948 762 | 6 799 143 |
| Kumulatiivsed FCFF                     | 6 217 641   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| WACC 7,75%                             |             | 0,7750    | 0,7750    | 0,7750    | 0,7750    | 0,7750    |
| PV                                     |             | 804 462   | 675 781   | 502 748   | 350 020   | 229 062   |
| Kumulatiivsed PV                       | 2 562 074   |           |           |           |           |           |
| NPV                                    | -9 748 163  |           |           |           |           |           |
| Tasuvusaeg diskonteerimata FCF         |             | 42        |           |           |           |           |

Allikas: autori koostatud

## Lisa 5. Vihula Mõis OÜ bilanss 2013-2015

### Bilanss

(eurodes)

|   | 31.12.2015        | 31.12.2014        | 31.12.2013        |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Aktiva (varad)</b>                           |                   |                   |                   |
| <b>Käibevara</b>                                |                   |                   |                   |
| Raha  | 10 821            | 24 704            | 26 643            |
| Nõuded ja ettemaksud                            | 401 195           | 298 655           | 363 864           |
| <b>Käibevara kokku</b>                          | <b>412 016</b>    | <b>323 359</b>    | <b>390 507</b>    |
| <b>Põhivara</b>                                 |                   |                   |                   |
| Pikaajalised finantsinvesteeringud              |                   |                   |                   |
| Kinnisvarainvesteeringud                        | 12 310 237        | 11 841 963        | 11 452 533        |
| Materiaalne põhivara                            | 23 803            | 36 243            | 38 733            |
| <b>Põhivara kokku</b>                           | <b>12 334 040</b> | <b>11 878 206</b> | <b>11 491 266</b> |
| <b>Aktiva (varad) kokku</b>                     | <b>12 746 056</b> | <b>12 201 565</b> | <b>11 881 773</b> |
| <b>Passiva (kohustused ja omakapital)</b>       |                   |                   |                   |
| <b>Lühiajalised kohustused</b>                  |                   |                   |                   |
| Laenukohustused                                 | 50 000            | 400 000           | 200 000           |
| Võlad ja ettemaksud                             | 98 348            | 68 235            | 65 671            |
| <b>Lühiajalised kohustused kokku</b>            | <b>148 348</b>    | <b>468 235</b>    | <b>265 671</b>    |
| <b>Pikaajalised kohustused</b>                  |                   |                   |                   |
| Pikaajalised laenukohustused                    | 12 336 458        | 11 500 010        | 11 435 019        |
| <b>Pikaajalised kohustused kokku</b>            | <b>12 336 458</b> | <b>11 500 010</b> | <b>11 435 019</b> |
| <b>Kohustused kokku</b>                         | <b>12 484 806</b> | <b>11 968 245</b> | <b>11 700 690</b> |
| <b>Omakapital</b>                               |                   |                   |                   |
| Osakapital nimiväärtuses                        | 3 196             | 3 196             | 3 196             |
| Ülekurss  | 255 007           | 255 007           | 255 007           |
| Eelmiste perioodide jaotamata kasum             | -24 883           | -77 120           | -138 855          |
| Aruandeaasta kasum (-kahjum)                    | 27 930            | 52 237            | 61 735            |
| <b>Omakapital kokku</b>                         | <b>261 250</b>    | <b>233 320</b>    | <b>181 083</b>    |
| <b>Passiva (kohustused ja omakapital) kokku</b> | <b>12 746 056</b> | <b>12 201 565</b> | <b>11 881 773</b> |

Allikas: Vihula Mõis OÜ majandusaasta aruanded; autori koostatud

## Lisa 6. Vihula Mõis OÜ laenude tagasimakse graafik emaettevõttele

|      |            |         |         |         |
|------|------------|---------|---------|---------|
| 2016 | 10 971 140 | 65 240  | 186 509 | 251 749 |
| 2017 | 10 905 900 | 78 651  | 185 400 | 264 051 |
| 2018 | 10 827 249 | 83 771  | 184 063 | 267 834 |
| 2019 | 10 743 478 | 89 031  | 182 639 | 271 670 |
| 2020 | 10 654 447 | 94 433  | 181 126 | 275 559 |
| 2021 | 10 560 014 | 99 981  | 179 520 | 279 501 |
| 2022 | 10 460 033 | 105 678 | 177 821 | 283 499 |
| 2023 | 10 354 355 | 111 527 | 176 024 | 287 551 |
| 2024 | 10 242 828 | 117 531 | 174 128 | 291 659 |
| 2025 | 10 125 297 | 123 694 | 172 130 | 295 824 |
| 2026 | 10 001 602 | 130 020 | 170 027 | 300 047 |
| 2027 | 9 871 582  | 136 511 | 167 817 | 304 328 |
| 2028 | 9 735 071  | 143 172 | 165 496 | 308 668 |
| 2029 | 9 591 899  | 150 006 | 163 062 | 313 068 |
| 2030 | 9 441 894  | 157 016 | 160 512 | 317 528 |
| 2031 | 9 284 877  | 164 207 | 157 843 | 322 050 |
| 2032 | 9 120 670  | 171 583 | 155 051 | 326 635 |
| 2033 | 8 949 087  | 179 147 | 152 134 | 331 282 |
| 2034 | 8 769 939  | 186 904 | 149 089 | 335 993 |
| 2035 | 8 583 035  | 194 858 | 145 912 | 340 769 |
| 2036 | 8 388 178  | 203 012 | 142 599 | 345 611 |
| 2037 | 8 185 166  | 211 371 | 139 148 | 350 519 |
| 2038 | 7 973 794  | 219 940 | 135 555 | 355 495 |
| 2039 | 7 753 854  | 228 723 | 131 816 | 360 539 |
| 2040 | 7 525 131  | 237 725 | 127 927 | 365 652 |
| 2041 | 7 287 406  | 246 950 | 123 886 | 370 835 |
| 2042 | 7 040 456  | 256 402 | 119 688 | 376 090 |
| 2043 | 6 784 054  | 266 087 | 115 329 | 381 416 |
| 2044 | 6 517 967  | 276 010 | 110 805 | 386 816 |
| 2045 | 6 241 956  | 286 176 | 106 113 | 392 289 |

## Lisa 6 järg

|        |           |            |           |            |
|--------|-----------|------------|-----------|------------|
| 2046   | 5 955 780 | 296 589    | 101 248   | 397 838    |
| 2047   | 5 659 191 | 307 255    | 96 206    | 403 462    |
| 2048   | 5 351 936 | 318 180    | 90 983    | 409 163    |
| 2049   | 5 033 756 | 329 368    | 85 574    | 414 942    |
| 2050   | 4 704 387 | 340 825    | 79 975    | 420 800    |
| 2051   | 4 363 562 | 352 558    | 74 181    | 426 738    |
| 2052   | 4 011 004 | 353 777    | 68 187    | 421 964    |
| 2053   | 3 657 227 | 353 777    | 62 173    | 415 950    |
| 2054   | 3 303 450 | 353 777    | 56 159    | 409 936    |
| 2055   | 2 949 673 | 353 777    | 50 144    | 403 921    |
| 2056   | 2 595 896 | 311 903    | 44 130    | 356 033    |
| 2057   | 2 283 993 | 253 777    | 38 828    | 292 605    |
| 2058   | 2 030 216 | 253 777    | 34 514    | 288 291    |
| 2059   | 1 776 439 | 253 777    | 30 199    | 283 976    |
| 2060   | 1 522 662 | 253 777    | 25 885    | 279 662    |
| 2061   | 1 268 885 | 253 777    | 21 571    | 275 348    |
| 2062   | 1 015 108 | 253 777    | 17 257    | 271 034    |
| 2063   | 761 331   | 253 777    | 12 943    | 266 720    |
| 2064   | 507 554   | 253 777    | 8 628     | 262 405    |
| 2065   | 253 777   | 253 777    | 4 314     | 258 091    |
| Kokku: |           | 10 971 140 | 5 642 269 | 16 613 409 |

Allikas: autori koostatud

## Lisa 7. Vihula Mõis OÜ rahavoogude aruanne 2013-2015

Rahavoogude aruanne  
(eurodes)

|  | 31.12.2015 | 31.12.2014 | 31.12.2013 |
|--|------------|------------|------------|
| Rahavood äritegevusest                                   |            |            |            |
| Ärikasum   | 212 420    | 240 931    | 246 438    |
| <u>Korrigeerimised:</u>                                  |            |            |            |
| Põhivara kulum ja väärtuse langus                        | 0          | 21 319     | 23 772     |
| Muud korrigeerimised                                     | 0          | 0          | 4 989      |
| Kokku korrigeerimised                                    | 0          | 21 319     | 28 761     |
| Äritegevusega seotud nõuete ja ettemaksete muutus        | -102 540   | 65 210     | 48 791     |
| Äritegevusega seotud kohustuste ja ettemaksete muutus    | 434        | -35 916    | -91 881    |
| Laekunud intressid                                       | 1          | 6          | 3          |
| Makstud intressid  | -185 000   | -150 221   | -184 706   |
| Kokku rahavood äritegevusest                             | -74 685    | 141 329    | 47 406     |
| Rahavood investeerimistegevusest                         |            |            |            |
| Tasutud materiaalse ja immateriaalse põhivara soetamisel | -20 005    | -73 654    | -15 995    |
| Tasutud kinnisvarainvesteeringute soetamisel             | -405 641   | -334 605   | -1 226 393 |
| Kokku rahavood investeerimistegevusest                   | -425 646   | -408 259   | -1 242 388 |
| Rahavood finantseerimistegevusest                        |            |            |            |
| Saadud laenud  | 527 248    | 449 212    | 1 426 852  |
| Saadud laenude tagasimaksed                              | -40 800    | -184 221   | -799 165   |
| Laekumised sihtfinantseerimisest                         | 0          | 0          | 587 910    |
| Muud väljamaksed finantseerimistegevusest                | 0          | 0          | 227        |
| Kokku rahavood finantseerimistegevusest                  | 486 448    | 264 991    | 1 215 824  |
| Rahavood kokku   | -13 883    | -1 939     | 20 842     |
| Raha ja raha ekvivalendid perioodi alguses               | 24 704     | 26 643     | 5 801      |
| Raha ja raha ekvivalentide muutus                        | -13 883    | -1 939     | 20 842     |
| Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus                 | 10 821     | 24 704     | 26 643     |

Allikas: Vihula Mõis OÜ majandusaasta aruanded; autori koostatud

## Lisa 8. Valemid

$$\text{Müügikäibe puhasrentaablus} = \frac{\text{puhaskasum} * 100}{\text{müügikäive}} \quad (1)$$

$$\text{Vara rentablus ROA \%} = \frac{\text{puhaskasum} * 100}{\text{keskmine vara}} \quad (2)$$

$$\text{Omakapitali rentablus ROE \%} = \frac{\text{puhaskasum} * 100}{\text{keskmine omakapital}} \quad (3)$$

$$\text{WACC} = (W_d \times k_d)(1 - T) + (W_p \times k_p) + (W_e \times k_e) \quad (4)$$

kus  $W_d$  – võõrkapitali osakaal,

$k_d$  – võõrkapitali hind,

$T$  – firmale rakendatav tulumaksumäär,

$W_p$  – eelisaktsiate osakaal kogukapitalis,

$k_p$  – eelisaktsia hind,

$W_e$  – omakapitali osakaal,

$k_e$  – omakapitali hind.

CAPM mudeli põhjal:

Omakapitali hind =

$$= \text{riskivaba tulumäär} + \text{riigiriski preemia} + (\beta \text{xtururiski preemia}) \quad (5)$$

kus  $k_e$  – omakapitali hind,

$R_f$  – on riskivaba tulumäär,

$R_c$  – on riigiriski preemia,

$R_m$  – on tururiski preemia,

$\beta$  – on beetakordaja.

Puhas nüüdisväärtus NPV leitakse alljärgneva valemiga:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{CF_n}{(1+i)^n} - I_0 \quad (6)$$

*kus*  $CF_t$  — maksujärgsed tulevased rahavood perioodil  $t$ ,

$CF_n$  — prognoosi lõpetav rahavoog,

$I$  — diskontomäär,

$n$  — projekti oodatav kestvus.

$$Puhaskäibekapital = käibevarad - lühiajalised kohustised \quad (7)$$

$$Maksevalmidus \% = \frac{\text{Likviidsed käibevarad}}{\text{Lühiajalised kohustised}} \quad (8)$$

## Lisa 9. Vihula Mõis OÜ kasumiaruanne 2013-2015

### Kasumiaruanne skeem1

(eurodes)

|                                     | 31.12.2015 | 31.12.2014 | 31.12.2013 |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|
| Müügitulu                           | 269 064    | 310 744    | 313 896    |
| Muud äritulud                       | 0          | 3 230      | 165        |
| Kaubad, toore, materjal ja teenused | 0          | -1 240     | 0          |
| Mitmesugused tegevuskulud           | -49 519    | -49 077    | -42 350    |
| Põhivara kulum ja väärtuse langus   | -5 941     | -21 319    | -23 772    |
| Muud ärikulud                       | -1 184     | -1 407     | -1501      |
| Ärikasum                            | 212 420    | 240 931    | 246 438    |
| Finantstulud ja -kulud              |            |            |            |
| Intressikulud                       | -184 491   | -188 701   | -184 706   |
| Muud finantstulud ja -kulud         | 1          | 7          | 3          |
| Finantstulud ja -kulud kokku        | -184 490   | -188 694   | -184 703   |
| Kasum enne tulumaksustamist         | 27 930     | 52 237     | 61 735     |
| Aruandeaasta puhaskasum             | 27 930     | 52 237     | 61 735     |

Allikas: Vihula Mõis OÜ majandusaasta aruanded; autori koostatud



## Lisa 10. Vihula Mõis OÜ kasumiaruanne 2016-2020 (kasvuproгноosiga 2%)

### Kasumiaruanne skeem1

(eurodes)

|                                    | 31.12.2020     | 31.12.2019     | 31.12.2018     | 31.12.2017     | 31.12.2016     |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Müügitulu                          | 346 450        | 339 657        | 332 997        | 326 467        | 320 066        |
| Mitmesugused tegevuskulud          | 46 827         | 46 364         | 45 905         | 45 450         | 45 000         |
| <b>Kokku ärikasum</b>              | <b>299 623</b> | <b>293 293</b> | <b>287 092</b> | <b>281 017</b> | <b>275 066</b> |
| <b>Finantstulud ja -kulud</b>      |                |                |                |                |                |
| Intressikulud                      | -181 126       | -182 639       | -184 063       | -185 400       | -186 509       |
| Finantstulud ja -kulud kokku       | -181 126       | -182 639       | -184 063       | -185 400       | -186 509       |
| <b>Kasum enne tulumaksustamist</b> | <b>118 497</b> | <b>110 654</b> | <b>103 029</b> | <b>95 617</b>  | <b>88 557</b>  |
| <b>Aruandeaasta puhaskasum</b>     | <b>118 497</b> | <b>110 654</b> | <b>103 029</b> | <b>95 617</b>  | <b>88 557</b>  |

Allikas: autori koostatud

## Lisa 11. Vihula Mõis OÜ bilanss 2016-2020 (kasvuprognosisga 2%)

| <b>Bilanss</b><br>(eurodes)                   | <b>31.12.2020</b> | <b>31.12.2019</b> | <b>31.12.2018</b> | <b>31.12.2017</b> | <b>31.12.2016</b> |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Varad   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Käibevara                                     |                   |                   |                   |                   |                   |
| Raha  | 408 740           | 386 569           | 365 256           | 346 302           | 329 634           |
| Nõuded ja ettemaksed                          | 37 391            | 37 052            | 36 719            | 36 392            | 36 072            |
| <b>Kokku käibevarad</b>                       | <b>446 131</b>    | <b>423 621</b>    | <b>401 975</b>    | <b>382 694</b>    | <b>365 706</b>    |
| Põhivarad                                     |                   |                   |                   |                   |                   |
| Pikaajalised finantsinvesteeringud            |                   |                   |                   |                   |                   |
| Kinnisvarainvesteeringud                      | 12 310 237        | 12 310 237        | 12 310 237        | 12 310 237        | 12 310 237        |
| <b>Kokku põhivarad</b>                        | <b>12 310 237</b> | <b>12 310 237</b> | <b>12 310 237</b> | <b>12 310 237</b> | <b>12 310 237</b> |
| <b>Kokku varad</b>                            | <b>12 756 368</b> | <b>12 733 858</b> | <b>12 712 212</b> | <b>12 692 931</b> | <b>12 675 943</b> |
| Kohustised ja omakapital                      |                   |                   |                   |                   |                   |
| Lühiajalised kohustised                       |                   |                   |                   |                   |                   |
| Laenukohustised                               | 84 741            | 79 193            | 73 791            | 68 531            | 63 411            |
| Võlad ja ettemaksed                           | 3 432             | 4 986             | 4 963             | 4 940             | 4 918             |
| <b>Kokku lühiajalised kohustised</b>          | <b>88 173</b>     | <b>84 179</b>     | <b>78 754</b>     | <b>73 471</b>     | <b>68 329</b>     |
| Pikaajalised kohustised                       |                   |                   |                   |                   |                   |
| Pikaajalised laenukohustised                  | 11 890 591        | 11 990 572        | 12 085 005        | 12 174 036        | 12 257 807        |
| <b>Kokku pikaajalised kohustised</b>          | <b>11 890 591</b> | <b>11 990 572</b> | <b>12 085 005</b> | <b>12 174 036</b> | <b>12 257 807</b> |
| <b>Kokku kohustised</b>                       | <b>11 978 764</b> | <b>12 074 751</b> | <b>12 163 759</b> | <b>12 247 507</b> | <b>12 326 136</b> |
| Omakapital                                    |                   |                   |                   |                   |                   |
| Osakapital nimiväärtuses                      | 3 196             | 3 196             | 3 196             | 3 196             | 3 196             |
| Ülekurs                                       | 255 007           | 255 007           | 255 007           | 255 007           | 255 007           |
| Eelmiste perioodide jaotamata kasum (-kahjum) | 400 904           | 290 250           | 187 221           | 91 604            | 3 047             |
| Aruandeaasta kasum (-kahjum)                  | 118 497           | 110 654           | 103 029           | 95 617            | 88 557            |
| <b>Kokku omakapital</b>                       | <b>777 604</b>    | <b>659 107</b>    | <b>548 453</b>    | <b>445 424</b>    | <b>349 807</b>    |
| <b>Kokku kohustised ja omakapital</b>         | <b>12 756 368</b> | <b>12 733 858</b> | <b>12 712 212</b> | <b>12 692 931</b> | <b>12 675 943</b> |

Allikas: autori koostatud

## SUMMARY

### **Profitability analysis for renovated real estate investment based on the example of Vihula Manor Ltd**

**Siiri Hanson**

|             |          |             |    |
|-------------|----------|-------------|----|
| Language:   | Estonian | Figures:    | 6  |
| Pages:      | 60       | Tables:     | 12 |
| References: | 31       | Appendixes: | 11 |

Keywords: payback period method, discounted payback method, net present value method, NPV, fair value

Vihula Manor, situated in Lääne-Virumaa, has emerged after long-term renovations as one of the most prominent manor complexes in Estonia. Vihula Manor Ltd. obtained Vihula Manor in 2007, when one of the biggest real estate bubbles in the world burst. It was the firm wish of Vihula Manor Ltd. to develop a country-club style manor centre out of the entire complex. The whole complex contains in itself 27 different buildings or facilities. Because the manor complex was initially in a shabby state and the structures hid in themselves additional unknown flaws, the investor had to spend more on renovation, than anticipated. In addition to that, the owner lacked earlier renovation experience.

The goal of this thesis is profitability analysis for renovated real estate investment and evaluation of sustainability. The author uses two long-term budget scenarios to conduct cost-benefit analysis, where one scenario is more conservative and the other more optimistic.

In the first part of the thesis, the author will give an overview of the history of Vihula manor and the formation of the current company. The author will describe the properties and the risks of the real estate. Every rational investor should know how to evaluate the future gains of the real estate investment. The investor should then decide if it is sufficient, taking in to account all of the risks and planned costs, or should alternative investments with lower risks and higher yields be considered. Vihula Manor Ltd. is an owner of a unique and proud manor complex, while also having a great amount risk come with it. The financial ratios of 2013-2015 will give an overview of the financial status of the company.

In the second part of the thesis, the author will give an overview how real estate investment reflects in accounting and in which value real estate investment should be reflected in accounting

and annual reports. The author admits that the just value of the real estate investment might be overvalued and emotionally affected in the company.

The author finds the prices of external finances and equity in the company and compares them with alternative external finance and equity prices. This is to understand how big changes can occur in discount payback time, because of even the smallest changes in the discount rate. In addition to that, the author presents methods, which are based on the cost-benefit analysis, such as payback time, discount payback time and NPV. No payback times that the author calculated, would sadly be acceptable to a rational investor.

To evaluate the future sustainability of the company, the author compile balance sheets and income statements based on the optimistic budget and compare them with the financial ratios of future periods. The financial analysis helps to measure and compare main financial ratios with previous periods and to understand which changes await in the near future. Because the changes have a positive trend, then it is reasonable to think that the company will be sustainable, if budget revenues are kept in place. The company could also fulfil its loan commitments in front of the parent company in the future, if the budget will be controlled and no more loans will be taken out.

In the third part of the thesis, the author makes conclusions and gives suggestions about the results.

Deklareerin, et käesolev lõputöö, mis on minu iseseisva töö tulemus, on esitatud Tallinna Tehnikaülikooli diplomi taotlemiseks ning selle alusel ei ole varem taotletud akadeemilist kraadi ega diplomit.

Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjanduslikest allikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

Autor: .....  
(Eesnimi Perenimi, 05.detsember 2016)

Üliõpilaskood: .....

Töö vastab kehtivatele nõuetele.

Juhendaja: .....  
(Eesnimi Perenimi, 05.detsember 2016)

Kaitsmisele lubatud: ”.....” ..... 2016

TTÜ TK kaitsmiskomisjoni esimees:

.....  
(nimi, allkiri)