

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Majandusarvestuse instituut

Juhtimisarvestuse õppetool

Jevgenia Konkova

Merko Ehitus AS analüüs (2005–2013)

Анализ предприятия Merko Ehitus AS (2005–2013)

Magistritöö

Juhendaja: professor Jaan Alver

Tallinn 2015

Olen koostanud töö iseseisvalt.

Töö koostamisel kasutatud kõikidele teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele on viidatud.

Jevgenia Konkova

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 131716TAKM

Üliõpilase e-posti aadress: jevgenia.konkova@gmail.com

Juhendaja professor Jaan Alver:

Töö vastab magistritööle esitatud nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

СОДЕРЖАНИЕ

СОДЕРЖАНИЕ.....	3
АБСТРАКТ.....	5
ВСТУПЛЕНИЕ	6
1. ЗНАКОМСТВО С ОТРАСЛЬЮ И ПРЕДПРИЯТИЕМ.....	9
1.1 Развитие рынка строительных услуг в Эстонии в период 2005–2013.....	9
1.2 О компании	11
1.2.1 Обзор истории Merko Ehitus AS.....	13
1.2.2 Управление рисками	16
1.2.3 Структура фирмы и состав управляющих органов	18
2. АНАЛИЗ AS MERKO EHITUS ДО РАЗДЕЛЕНИЯ.....	21
2.1 Изменения в составе управляющих органов предприятия в период 2005–2008....	21
2.2 Анализ финансово-хозяйственных показателей концерна в период 2005–2008....	24
2.2.1 Анализ отчёта о прибыли в период 2005–2008	24
2.2.2 Анализ баланса в период 2005–2008	28
2.2.3 Анализ отчёта о движении денежных средств в период 2005–2008.....	33
2.3 Обзор влияния прессы на цену на акции Merko Ehitus AS в период 2005–2008 ...	45
3. АНАЛИЗ AS MERKO EHITUS ПОСЛЕ РАЗДЕЛЕНИЯ.....	50
3.1 Изменения в составе управляющих органов в период 2009–2013	50
3.2 Анализ финансово-хозяйственных показателей в период 2009–2013	53
3.3 Анализ вероятности банкротства Merko Ehitus AS.....	63
РЕЗЮМЕ	71
SUMMARY	74
ССЫЛКИ НА ИСТОЧНИКИ	77
ПРИЛОЖЕНИЯ	80
Приложение 1. Информация о членах совета Merko Ehitus AS.....	80
Приложение 1. Продолжение	81

Приложение 2. Информация о членах правления Merko Ehitus AS	82
Приложение 2. Продолжение	83
Приложение 3. Сводный отчет о прибыли за 2004–2008 годы (в тысячах евро).....	84
Приложение 4. Анализ структуры отчета о прибыли за 2005–2008 годы	84
Приложение 5. Анализ динамики отчета о прибыли за 2005–2008 годы	85
Приложение 6. Сводный баланс за период 2004–2008 годы (в тысячах евро).....	86
Приложение 6. Продолжение	87
Приложение 7. Анализ структуры баланса за 2005–2008 годы	88
Приложение 7. Продолжение	89
Приложение 8. Среднегодовой баланс за период 2005–2008 (в тысячах евро)	90
Приложение 8. Продолжение	91
Приложение 9. Анализ структуры среднегодового баланса за 2005–2008 годы.....	92
Приложение 9. Продолжение	93
Приложение 10. Анализ динамики баланса за 2005–2008 годы	94
Приложение 10. Продолжение	95
Приложение 11. Сводный отчет о прибыли за 2009–2013 годы (в тысячах евро).....	96
Приложение 12. Анализ структуры отчета о прибыли за 2009–2013 годы	96
Приложение 13. Анализ динамики отчета о прибыли за 2009–2013 годы	97
Приложение 14. Сводный баланс за период 2009–2013 (в тысячах евро).....	98
Приложение 14. Продолжение	99
Приложение 15. Анализ структуры баланса за 2009–2013 годы	100
Приложение 15. Продолжение	101
Приложение 16. Среднегодовой баланс за период 2009–2013 (в тысячах евро)	102
Приложение 16. Продолжение	103
Приложение 17. Анализ структуры среднегодового баланса за 2009–2013 годы....	104
Приложение 16. Продолжение	105
Приложение 16. Продолжение	105
Приложение 17. Анализ динамики баланса за 2009–2013 годы	106
Приложение 17. Продолжение	107

АБСТРАКТ

В качестве объекта анализа автор выбрал предприятие Merko Ehitus AS. Цель работы – выяснить причины популярности акций Merko Ehitus AS, а также сделать выводы о том, стоит ли в них инвестировать. Таким образом, основными вопросами работы являются: стоит ли инвестировать в акции Merko Ehitus AS? Почему Merko является одним из любимцев инвесторов? Обоснован ли такой статус? В результате анализа автор выяснил, что после разделения концерна, его показатели временно ухудшились, но спустя два года стали даже лучше, чем были до разделения.

Основные выводы:

- регулярно проводили выплату дивидендов;
- улучшилось качество прибыли;
- уменьшилась доля кредитных обязательств;
- подтвердилась платёжеспособность.

В результате анализа автор пришёл к выводу, что популярность концерна среди инвесторов оправдана, и что в него стоит вкладывать деньги.

Ключевые слова: выплата дивидендов, качество прибыли, использование кредитов, платёжеспособность.

ВСТУПЛЕНИЕ

За последнее десятилетие состояние строительной отрасли менялось довольно значительно. Рынок успел побывать как на пике роста, так и в глубоком кризисе. Данное обстоятельство делает вышеупомянутую область деятельности крайне интересной для анализа. Магистерская работа посвящена анализу крупнейшего строительного концерна в Эстонии – Merko Ehitus AS. Автор выбрал данную фирму по нескольким причинам. Во-первых, фирма Merko Ehitus AS является одной из наиболее часто обсуждаемых в прессе. Во-вторых, она считается любимцем инвесторов. В-третьих, фирма претерпела серьёзную реструктуризацию, что не могло не сказаться на состоянии предприятия. Всё это привлекло внимание автора к Merko Ehitus AS.

Темой магистерской работы является анализ предприятия Merko Ehitus AS в период 2005–2013. В ходе её написания, автор исследовал деятельность фирмы с разных аспектов, в том числе был осуществлён анализ, как финансовой отчётности, так и информации в прессе. Приводится информация о людях, занимавших ключевые посты в течение анализируемого периода. При этом выясняется, являлись ли члены управляющих органов компетентными в сфере деятельности данного предприятия. Кроме того, исследуется изменение цен на акции в разные года, и выясняется, какие события происходили в это же время в фирме или на рынке.

Таким образом, основными вопросами работы являются: стоит ли инвестировать в акции Merko Ehitus AS? Почему Мерко является одним из любимцев инвесторов? Обоснован ли такой статус?

Доводом в пользу актуальности выбранной темы заключается в следующем: Merko Ehitus AS – очень известная фирма, чьи акции уже много лет нотируются на бирже и пользуются большой популярностью у инвесторов. Поэтому магистерская работа автора может быть полезна всем, кто вкладывает или планирует вложить деньги в анализируемое предприятие. Цель работы – выяснить причины популярности акций Merko Ehitus AS, а также сделать выводы о том, стоит ли в них инвестировать. Основная часть работы разделена на три части: знакомство с

предприятием, анализ фирмы до разделения (2005–2008) и анализ фирмы после разделения (2009–2013).

Первая глава является ознакомительной. В ней приводится обзор развития строительного рынка Эстонии в период 2005–2013. При этом рассматриваются самые значительные подъёмы и спады. Выявляются важные особенности данной отрасли. А также, возможности и риски, которые предполагает строительная деятельность. Рассматривается и перспектива строительного рынка Эстонии. В этой же главе приводится обзор истории Merko Ehitus AS. При этом обращается внимание на самые важные события. Далее приводится информация о ценностях предприятия и его планах на ближайшее будущее. Также, анализируются сильные и слабые стороны предприятия, в том числе его преимущества перед конкурентами. Приводится обзор структуры фирмы и состава управляющих ею органов, в ходе чего даётся справка о членах совета и правления. Информация о лидерах компании включает в числе прочего уровень образования и послужной список.

Во второй главе проводится анализ фирмы до её разделения (2005–2008). Приводится краткая справка о позиции Merko Ehitus AS на рынке в этот период. Рассматриваются изменения в составе управляющих органов предприятия. Даётся информация о новых управленцах. Анализируются финансово-хозяйственные показатели концерна в период 2005–2008. При этом проводится горизонтальный, трендовый и вертикальный анализ баланса, отчёта о прибыли и отчёта о денежных потоках за эти года. Также проводится расчёт и анализ основных финансовых коэффициентов. Выявляются и анализируются самые значительные изменения.

В третьей главе проводится анализ новой фирмы, образовавшейся в результате разделения. Анализируется информация и отчётность за период 2009–2013. Приводится краткая справка о позиции Merko Ehitus AS на рынке в этот период. Рассматриваются изменения в составе управляющих органов предприятия. Подводятся итоги о том, как часто менялось управление в течение всего анализируемого периода. Исследуются причины и последствия изменений в составе руководства. Приводится краткая справка о новых членах правления и совета, а также оценивается их компетентность в рамках полученной должности (и строительной сферы в целом). Анализируются финансово-хозяйственные показатели предприятия за период 2009–2013. Проводится горизонтальный,

трендовый и вертикальный анализ баланса, отчёта о прибыли и отчёта о денежных потоках за эти года. Также проводится расчёт и анализ основных коэффициентов. Выявляются самые значительные изменения и их причины. Результаты анализа сравниваются с результатами прошлого периода (2005–2008). Анализируется влияние разделения фирмы на её финансово-хозяйственные показатели. Выясняется, были ли существенные изменения в показателях фирмы после её реструктуризации. Подводятся итоги финансового анализа. Также, оценивается влияние изменений финансовых показателей на цены акций. Анализируется отношение к акционерам, соблюдение их прав, а, также, дивидендная политика. Делаются выводы о надёжности и привлекательности Merko Ehitus AS с точки зрения инвесторов. При этом даются ответы на поставленные в начале работы вопросы: стоит ли инвестировать в акции Merko Ehitus AS? Почему Merko является одним из любимцев инвесторов? Обоснован ли такой статус?

1. ЗНАКОМСТВО С ОТРАСЛЮ И ПРЕДПРИЯТИЕМ

1.1 Развитие рынка строительных услуг в Эстонии в период 2005–2013

Строительство годами входило в четвёрку самых важных отраслей, как с точки зрения количества предприятий и рабочих мест, так и по величине добавленной стоимости и доходов от продаж. В основном, состояние эстонского строительного рынка зависит от общей экономической ситуации в стране, при этом, реагирует на изменения с запозданием. Экономический спад в последнюю очередь ощущается в строительной сфере. И, наоборот, оживление после кризиса на строительном рынке отмечается гораздо позже, чем в других областях.

Если в середине двухтысячных годов привычным считалось увеличение объёма строительства примерно на одну пятую в год, то в 2007-ом году рост остановился. Во второй половине 2007-го года экономический климат стал «прохладнее». Практически во всех сферах деятельности уменьшилась инвестиционная активность. (Sinisaar 2013)

Самой глубокой точки кризиса строительный рынок достиг в первой половине 2010-го года. В то же время предпринимательский сектор в целом уже начал выходить из кризиса. Поскольку строительный рынок реагирует на изменения с запозданием, оживление на нём началось только во второй половине 2010-го года. Объём строительства на внутреннем рынке в период 2007–2010 гг. уменьшился вдвое. (Sinisaar 2013)

В области строительства жилых зданий самый серьёзный спад был в 2008-ом году, когда объём строительных работ оказался ниже, чем в 2005-ом году. В 2009-ом году этот показатель уменьшился ещё на 30% относительно предыдущего года. В сфере строительства сооружений спад был меньше благодаря заказам государственного сектора. В 2009-ом году работ по строительству сооружений было выполнено на сумму 613 миллионов евро, что на 18% меньше, чем в 2008-ом году. (Eesti statistika aastaraamat 2011, 323)

Положение строительного рынка улучшилось в 2011-ом году в связи со стабилизацией экономической среды, а также благодаря внешней денежной помощи. Увеличилось количество государственных заказов, оплачиваемых за счёт дотаций Европейского Союза. (Ibid.)

Заказов от частного сектора, по-прежнему, оставалось мало. Увеличение цен на рынке строительных материалов превысило все ожидания, из-за чего у предприятий возникли проблемы с завершением ранее начатых объектов. Дали о себе знать нехватка квалифицированной рабочей силы и напряжённая конкуренция среди подрядчиков. В 2011-ом и 2012-ом годах объёмы строительных работ росли, в основном, за счёт ремонтов и реконструкций зданий, а также, строительства сооружений. Несмотря на рост, показатели 2011-го и 2012-го годов не превысили показателей 2006-го и 2008-го годов, а также, были меньшими, чем в 2007-ом году. Экономический спад внёс свои коррективы в количество предприятий и рабочую занятость. Наиболее болезненными для строительного рынка были 2009-ый и 2010-ый года, когда свою деятельность прекращала каждая десятая фирма, а новое рабочее место приходилось искать каждому третьему строителю (Ibid.)

Количество предприятий вновь стало увеличиваться в 2011-ом году. С появлением на рынке новых строительных фирм, их средняя величина становилась всё меньше. Так, например, в 2007-ом году среднее количество работников в строительной фирме составляло 7 человек, а в 2012-ом – 5. Во время кризиса развитие новых жилищных проектов было в застое, из-за чего количество генеральных застройщиков уменьшилось, и многие фирмы переориентировались на специализированные строительные работы. (Sinisaar 2013)

2013-ый год стал для строительства периодом адаптации к рыночной реальности. Значительно уменьшилось количество крупномасштабных заказов от государства и предприятиям пришлось активно искать новые источники доходов и способы увеличения эффективности. Несмотря на общее замедление роста экономики, объёмы продолжали расти. В 2013 году рост строительного рынка составил 7,6% (2012: 24,5%). Благодаря низким ставкам интессов, а также ограниченному предложению квартир в последние годы, на рынке недвижимости увеличилось количество сделок, а также выросла средняя цена за квадратный метр. (AS Merko Ehitus ... 2013, 8)

Из приведённой информации следует, что развитие строительного рынка Эстонии в период с 2005-го по 2013-ый год было быстрым и полным неожиданностей. За это время строительный рынок побывал как на пике, так и в глубоком кризисе. Отличительной чертой эстонского строительного рынка является то, что его состояние зависит в основном от экономической ситуации внутри страны, при этом, реагирует на изменения с запозданием. Это значит, что общий экономический спад в последнюю очередь ощущается в строительной сфере. И, наоборот, строительный рынок выходит из кризиса гораздо позже, чем в другие отрасли.

1.2 О компании

Merko Ehitus AS специализируется на генеральных строительных подрядах, а также на комплексных решениях, включающих в себя профессиональное строительство и развитие недвижимости. Опыт, приобретенный на протяжении многих лет в различных странах, широкий спектр строительных услуг, гибкость, надежность, соблюдение сроков и, прежде всего, качество помогли предприятиям концерна достичь прочных позиций в прибалтийских странах.

Сегменты деятельности. В качестве генерального подрядчика Merko Ehitus AS предлагает целостные решения, т.е. руководство проектом, начиная с картографирования желаний клиента, составления решения и ценового предложения, до реализации всего проекта.

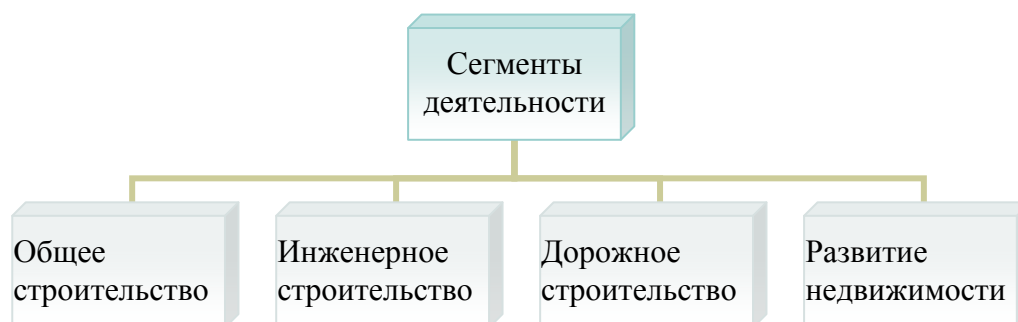


Рисунок 1. Сегменты деятельности Merko Ehitus AS

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы Merko Ehitus AS)

Общее строительство охватывает строительство зданий различного назначения: коммерческие и жилые здания, торговые центры, спа-отели, производственные и промышленные здания, а также прочие общественные здания.

Инженерное строительство включает в себя всевозможные инфраструктурные сооружения: порты, транспортные и дорожные сооружения, кроме того, площадки для мусора на свалках, водоочистные станции и сложные энергетические сооружения.

В области дорожного строительства Merko Ehitus AS оказывает комплексные услуги: строительство дорог с прилегающей инфраструктурой, кроме того, услуги в области дорожного содержания и ремонта.

Развитие недвижимости охватывает развитие и продажу проектов квартир, долговременные инвестиции в недвижимость, проекты коммерческой недвижимости и проекты по партнерству публичного и частного секторов. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Работники Merko Ehitus AS. Концерн Merko Ehitus AS предоставляет работу 860 сотрудникам в Эстонии, Латвии и Литве, среди которых есть как офисные работники и руководители проектов, так и члены строительных бригад, работающих непосредственно на объектах. Опытные профессионалы в своей области являются для предприятия главной ценностью. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Стратегия. В фокусе бизнес-стратегии дочерних предприятий Merko Ehitus AS находится обеспечение выгодности и эффективности расходной базы посредством оказания услуг генерального подряда в области строительства зданий и инфраструктуры, а также развития бытовой недвижимости на местных рынках в Эстонии, Латвии и Литве.

С учетом слабой перспективы роста на рынке строительства и недвижимости в странах Прибалтики в ближайшие годы, низкого общего уровня процентных ставок и высокой базы собственного капитала предприятия, стратегия и финансовые цели направлены на улучшение доходности инвестированного капитала и изменение структуры баланса с целью его большей эффективности. Долгосрочные финансовые цели Merko Ehitus AS охватывают период до 2018 года, и их пересматривают ежегодно, исходя из рыночной ситуации, финансового положения и стратегии предприятия:

- Средняя доходность собственного капитала за период – минимум 10%
- Ставка дивидендов – 50–70% от годовой прибыли

- Доля собственного капитала в общем объеме активов – не менее 40%

Автор отметил, что концерн использует не совсем корректную формулировку названия показателей. Особенно не уместна оценка удельного веса собственного капитала в активе, так как собственный капитал является частью пассива. В соответствии с формулами, по которым рассчитывались показатели, автор привёл их более точные и однозначные названия (названия показателей приведены в таком же порядке)

(Ready ratios ...):

- Удельный вес чистой прибыли в собственном капитале
- Удельный вес суммы выплаченных дивидендов в чистой прибыли
- Удельный вес собственного капитала в пассиве

Видение и ценности. Концепция Merko Ehitus AS заключается в предложении надежных решений и качественном осуществлении идей клиента. К числу фундаментальных ценностей концерн относит также соблюдение в бизнесе этических норм, что считает залогом успеха. Соблюдение высоких этических принципов способствует развитию, завоёвыванию доверия в смежных подразделениях, поддержанию честной конкуренции и равного обращения. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Из приведённой выше информации следует, что предприятие очень серьёзно и осмотрительно подходит к своей деятельности во всех её аспектах. Основа для успешного будущего закладывается в настоящем.

1.2.1 Обзор истории Merko Ehitus AS

5 ноября 1990 состоялось учредительное собрание AS EKE Merko, в ходе которого EKE Merko выкупило имущество EKE MRK и взяло на себя обязательства EKE MRK.

В 1991 году предприятие было зарегистрировано в регистре предприятий Харьковского уезда. Началось строительство собственной базы в Сауэ.

В 1992 году в Сауэ, по адресу ул. Туле 21 была принята в эксплуатацию собственная производственно-ремонтная база, а также бытовое и офисное здание.

В 1994 году предприятие получило лицензию на проведение реставрационных работ и приступило к перестройке здания бывшего склада соли Ротерманни в Таллинне, на ул. Ахтри, в архитектурно-художественный центр.

В 1995 году AS EKE Merko стала одной из крупнейших строительных фирм Эстонии. Продолжило развиваться жилищное строительство. Был реконструирован соляной склад на ул. Ахтри.

В 1996 году новым коммерческим наименованием фирмы стало AS Merko Ehitus; из предприятия были выведены все не связанные со строительством виды деятельности. Государственное патентное бюро зарегистрировало в государственном реестре товарных знаков и знаков обслуживания товарный знак „merko” вместе с соответствующим логотипом.

В 1997 году была проведена публичная эмиссия акций – котировка в основном списке на Таллиннской бирже ценных бумаг. В настоящее время акции предприятия котируются таллиннской биржей Nasdaq Tallinn.

В 1998 году была приобретена основная доля участия в дочерних предприятиях UAB Merko Statyba (100%) в Литве, а также в SIA Merks (100%) в Латвии. Merko стало крупнейшим строительным предприятием Эстонии и Прибалтики.

В 1999 году Merko Ehitus AS направило усилия на развитие генеральных строительных подрядов и руководство проектами. От концерна отделилась AS E.L.L Kinnisvara, занимающаяся развитием недвижимости. Начал деятельность отдел строительства инженерных сооружений, занимающийся портами, объектами переработки отходов, дорогами, мостами, водопроводными и канализационными трассами. Предприятию присвоили международный сертификат качества ISO 9001.

В 2000 году оборот Merko Ehitus AS превысил один миллиард эстонских крон (64 миллионов евро).

В 2001 году был создан отдел жилищного строительства, занимающийся развитием и продажей жилых зданий. Был полностью выкуплен Tallinna Teede AS, в результате чего к портфелю услуг Merko добавились дорожный ремонт и руководство дорожными проектами. Предприятие получило сертификат соответствия требованиям международного стандарта в сфере экологического менеджмента ISO 14001.

В 2004 году был создан отдел электрических работ, который до настоящего времени входит в группу лидеров рынка. Системе менеджмента предприятия

присвоили международный сертификат в области гигиены и безопасности труда OHSAS 18001.

В 2007 году был заключен долгосрочный договор о сотрудничестве с Таллиннским техническим университетом.

В 2009 году была учреждена AS Merko Infra с целью объединения знаний и умений в области инфраструктуры в рамках отдельного предприятия, а также развития в Эстонии данного направления деятельности.

С 2011 года в состав AS Merko Infra вошел также отдел электрических работ, занимающийся проектированием, настройкой и строительством подстанций и линий среднего и высокого напряжения.

В 2012 году AS Merko Ehitus стал холдингом, основная деятельность которого заключается в разработке и реализации стратегий входящих в концерн коммерческих объединений, прежде всего, посредством долгосрочного планирования ресурсов.

В 2013 году SIA Merks начало предлагать услуги строительства электрических сооружений в Латвии. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Прогнозы Merko Ehitus AS на ближайшее будущее. Существенного роста строительного рынка в странах Прибалтики в ближайшие два года не предвидится. Высокая доля государственных заказов в строительных заказах сохранится, но их объем временно уменьшится в связи с окончанием нынешнего периода финансирования со стороны Европейского союза (ЕС). Направляемые в экономику денежные средства в новом периоде финансирования со стороны ЕС (2014–2020) в целом останутся на прежнем уровне, но их структура изменится. Активность частных заказчиков в развитии и запуске крупных объектов будет восстанавливаться медленно. В строительном секторе количество предложений будет превышать спрос и сохранится избыточность основных средств. Усиливающаяся на рынке строительства конкуренция окажет давление на маржу прибыли строительных фирм. Продолжится умеренный рост активности по сделкам и повышение цен на рынке квартир в странах Прибалтики, прежде всего, в столицах. (Ibid.)

Приведённые факты свидетельствуют о наличии у концерна богатой истории и разностороннего опыта. Это, вероятно, вызывает доверие клиентов и интерес инвесторов, а также является хорошим преимуществом перед конкурентами.

1.2.2 Управление рисками

В концерне управление рисками координируется правлением, которое развивает, внедряет и поддерживает в рабочем состоянии процессы, покрывающие деятельность концерна, для управления важнейшими рисками, влияющими на всю деятельность и результаты Merko Ehitus AS. Каждое предприятие и бизнес-подразделение концерна, исходя из поставленных для него целей, должно обеспечить текущее управление рисками. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Merko Ehitus AS делит риски на четыре основные категории. На рисунке 2 приведена более подробная информация об этом.

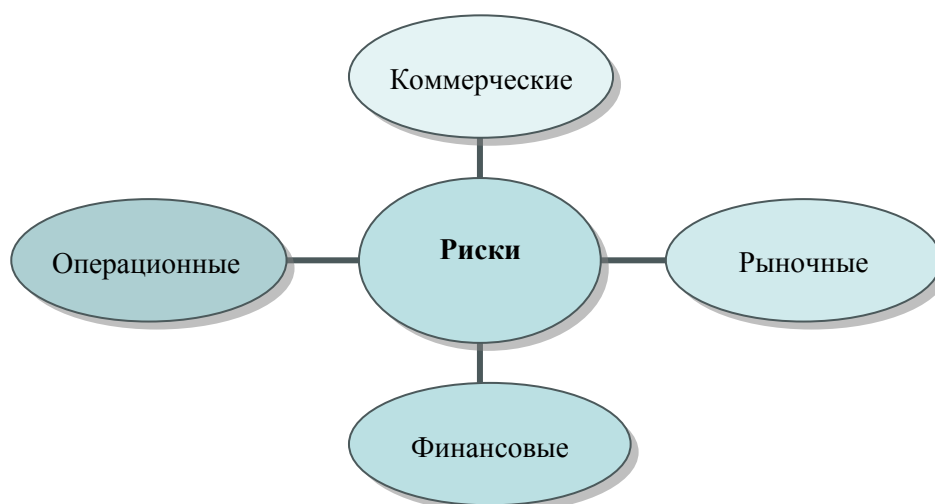


Рисунок 2. Основные риски, с которыми сталкивается Merko Ehitus AS

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы Merko Ehitus AS)

Коммерческие риски. Самые крупные коммерческие риски связаны с вхождением на новые рынки и в сферы деятельности, с обслуживанием имеющихся ресурсов и управлением инвестициями, а также с исполнением заключенных договоров на строительство. Одной из особенностей строительной сферы является обстоятельство, что выполнение заключённых договоров происходит в течение длительного периода. Это делает строительный сектор инертным по отношению к изменениям экономической среды. В силу этого, изменения, как положительные, так и

отрицательные, отражаются на строительстве с запозданием примерно в 12–18 месяцев. Такое временное смещение позволяет строительным фирмам спланировать деятельность на случай возможный взлётов и падений.

Работая на иностранных рынках, необходимо уметь ориентироваться в особенностях других стран. Важнейшими из них являются: цикличность экономики, а также юридические, культурные и политические особенности. Поэтому при принятии решения о вхождении на новый рынок, Merko Ehitus AS, прежде всего, тщательно изучает вышеперечисленные факторы. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Рыночные риски. Большое колебание цен на материалы в строительном секторе может осложнить составление бюджетов новых проектов и их строительство согласно запланированным расходам. А также увеличивает риски при выполнении строительных договоров, заключённых по фиксированным ценам, влияя на прибыльность проекта. Поэтому Merko Ehitus AS тщательно изучает развитие экономики в целом и излишних ценовых рисков ещё на стадии предложения. (Ibid.)

Финансовые риски. Заключаются, помимо прочего, в рисках, связанных с достаточностью капитализации и финансирования, а также в валютных, процентных и кредитных рисках. За планирование движения денег отвечает финансовый отдел концерна, который постоянно отслеживает финансовое состояние дочерних предприятий. В концерне регулярно проводится процедура составления бюджетов, исходя из результатов которой, годовой прогноз обновляется четыре раза в год.

В своей повседневной деятельности предприятия должны считаться со всеми финансовыми рисками. Важнейшими из них являются: рыночный риск (включая интрессовый и валютный), кредитный, риск, связанный с ликвидностью и собственным капиталом. Концерн считает, что исходя из его структуры баланса и рыночной позиции, ни один из выше перечисленных рисков не имеет существенного влияния на годовой отчёт. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Операционные риски. Риски, вызванные недостаточными или неработающими процессами, людьми, оборудованием, системами, либо обусловленные внешними факторами. Цель управления рисками – уменьшить влияние нежелательных событий. Для этого концерн постоянно занимается совершенствованием систем контроля над процессами, обучением команды проектирования, улучшением коммерческих процессов, а также оценкой результатов. Также для снижения рисков важны

соблюдения стандартов качества и безопасности, как в плане рабочих условий, так и в области окружающей среды. Для этого в наиболее крупных предприятиях концерна внедрены системы управления качеством и безопасностью, соответствующие международным стандартам. (Ibid.)

Как стало известно, концерн в процессе повседневной деятельности сталкивается с целым рядом различных рисков. При этом, концерн считает управление рисками одной из своих сильных сторон. Как уже упоминалось, для каждой категории рисков концерном разработана целая система предотвращения влияния и устранения последствий. Поэтому на финансово-хозяйственные показатели ни один из рисков не оказал существенного влияния.

1.2.3 Структура фирмы и состав управляющих органов

Структура концерна. AS Merko Ehitus действует в качестве холдинговой компании, управляющей концерном в составе строительных предприятий в Эстонии, Латвии и Литве, оказывающих комплексные услуги. Крупнейшими из входящих в холдинг строительных предприятий являются AS Merko Ehitus Eesti (100%), SIA Merks (100%), UAB Merko Statyba (100%), а также входящие в концерн AS Merko Ehitus Eesti такие предприятия, как Tallinna Teede AS (100%) и AS Merko Infra (100%). Структура концерна AS Merko Ehitus приведена на рисунке 3.



Рисунок 3. Структура концерна AS Merko Ehitus

Источник: (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Структура управления концерном. Для концерна важно иметь простую организационную структуру, а в управлении исходить, прежде всего, из целей и потребностей концерна. Для обеспечения наилучшей эффективности управления концерном AS Merko Ehitus делает в определенных случаях различие между структурой управления и юридической структурой. Правление материнского предприятия AS Merko Ehitus, являющееся высшим органом, уполномоченным принимать коммерческие решения, следит за коммерческой деятельностью концерна в разбивке по областям деятельности.

Юридическая структура концерна. По состоянию на 31 декабря 2013 г. в концерн входит 47 предприятий. Юридическая структура концерна исходит, прежде всего, из платежной эффективности и не во всех случаях полностью соответствует эффективной структуре управления концерном. (Ibid.)

Общее собрание акционеров. Высший орган управления предприятия – это общее собрание акционеров, компетенции которого регулируются законодательством и уставом предприятия. Помимо прочего, общее собрание акционеров назначает на должность и отзывает членов совета, назначает аудитора и утверждает результаты хозяйственного года, принимает решения о выплате дивидендов. Очередное общее собрание акционеров проводится, по крайней мере, один раз в год; на собрании утверждается годовой отчет не позднее, чем через шесть месяцев после окончания хозяйственного года. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Совет. Совет планирует деятельность предприятия и организует руководство ею, а также осуществляет надзор за деятельностью правления. Результаты проверки совет сообщает общему собранию. Работу совета организует председатель совета. Основная задача совета – утверждение важнейших стратегических и тактических решений концерна, а также проверка деятельности правления. В своей деятельности совет руководствуется уставом предприятия, установками общего собрания и законодательством. Согласно уставу AS Merko Ehitus совет состоит из 3-5 членов, избранных на три года. (Ibid.)

Правление. Правление – это орган управления, представляющий AS Merko Ehitus и руководящий его повседневной деятельностью в соответствии с законами и требованиями устава предприятия. Правление обязано действовать максимально целесообразно с экономической точки зрения, исходя из интересов предприятия и всех

акционеров; правление обеспечивает стабильное развитие предприятия согласно поставленным целям и принятой стратегии. Правление и совет осуществляют всестороннее сотрудничество в интересах предприятия. (Ibid.)

По крайней мере, один раз в месяц проходят очередные совместные собрания правления и совета, на которых правление сообщает совету о важнейших событиях в коммерческой деятельности предприятия, обсуждается выполнение краткосрочных и долгосрочных целей предприятия, а также риски, которые могут на это повлиять. Каждый раз для собраний совета правление составляет отчет, который предлагается совету для ознакомления заранее до проведения собрания. Правление составляет отчеты для совета не только к собраниям, но и когда это требуется совету или председателю совета. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

Изложенные факты свидетельствуют о том, что, несмотря на величину концерна и количество входящих в него фирм, AS Merko Ehitus обладает довольно простой и понятной структурой. Также имеется чёткое распределение обязанностей, что делает систему управления более эффективной.

2. АНАЛИЗ AS MERKO EHITUS ДО РАЗДЕЛЕНИЯ

Во второй главе проводится анализ фирмы до её реструктуризации, включая год разделения (2008). Приводится краткая справка о позиции AS Merko Ehitus на рынке в этот период. Рассматриваются изменения в составе управляющих органов предприятия. Особое внимание уделяется переменам, имевшим место непосредственно до реструктуризации AS Merko Ehitus и во время её. В том числе даётся информация о том, кто возглавил новую фирму AS Merko Ehitus, и кто остался управлять разделившейся фирмой. Далее, анализируются финансово-хозяйственные показатели концерна в период 2005–2008. В том числе проводится горизонтальный, трендовый и вертикальный анализ баланса, отчёта о прибыли и отчёта о денежных потоках за эти года. А также, проводится расчёт и анализ основных коэффициентов. Выявляются и рассматриваются самые значительные изменения. При этом особое внимание обращается на отчёт за 2008-ой год (год разделения).

2.1 Изменения в составе управляющих органов предприятия в период 2005–2008

В первые три года анализируемого периода состав правления был довольно стабильным, значительных изменений не происходило. Существенно поменялась структура правления именно в год разделения предприятия (2008 г.). Ответственность за общее управление и развитие проектов теперь сосредоточили в руках одного человека. Вместо Тыну Тоомика и Тыну Кортса за вышеупомянутые области стал отвечать Тийт Робен, он же занял место председателя правления. Таким образом, вместо 5-ти членов правления их осталось четверо. Информация о составе правления AS Merko Ehitus в период 2005–2008 приведена в таблице 1.

Таблица 1. Состав правления AS Merko Ehitus в период 2005–2008

Область ответственности	2005	2006	2007	2008
Общее управление	Тыну Тоомик	Тыну Тоомик	Тыну Тоомик	Тийт Робен
Развитие проектов	Яан Мяэ	Тыну Кортс	Тыну Кортс	
Финансы	Алар Лагус	Алар Лагус	Алар Лагус	Алар Лагус
Техническая сфера	Вельо Вийтман	Вельо Вийтман	Вельо Вийтман	Вельо Вийтман
Строительство	Андрес Агукас	Андрес Агукас	Андрес Агукас	Андрес Агукас

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

Для AS Merko Ehitus Тийт Робен являлся человеком не новым, так как уже давно сотрудничал с концерном. В таблице 2 приведена справка о нём.

Таблица 2. Краткая справка о Тийте Робене

Имя	Тийт Робен
Должность	Председатель правления AS Merko Ehitus Eesti, Генеральный директор и инженерное строительство
Образование	Таллинский Технический Университет (промышленное и гражданское строительство)
Опыт работы	С 2012 года является председателем правления AS Merko Ehitus Eesti, отвечая за руководство и развитие деятельности предприятия. В 2008-2012 гг. Председатель правления AS Merko Ehitus. В 2002-2008 гг. работал в AS E.L.L. Kinnisvara – предприятии, входящем в состав AS Merko Grupp, с 2005 года является членом правления и директором по разработкам. В 1998-2002 гг. работал руководителем по проектам в AS Merko Ehitus.

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

Тыну Тоомик покинул пост председателя правления и стал председателем совета. Таким образом, именно он встал во главе вновь зарегистрированного предприятия AS Merko Ehitus.

Тыну Кортсу пришлось покинуть AS Merko Ehitus. Компания была вынуждена остановить договорные отношения с ним, так как Тыну Кортс был объявлен подозреваемым в даче взятки. Для концерна он являлся давним и ценным сотрудником. Внутри компании не было сомнений в его невиновности. Тем не менее, AS Merko Ehitus, являясь биржевым предприятием, не могло рисковать своим имиджем, поэтому было принято решение о приостановлении договора с членом правления до прояснения ситуации. (Merko Ehitus peatas ... 2008)

Аналогично ситуации с правлением, серьёзные перемены в совете, также, начались только в 2008-ом году – в период разделения (см таблицу 3).

Таблица 3. Состав совета AS Merko Ehitus в период 2005–2008

2005	2006	2007	2008
Тоомас Аннус	Тоомас Аннус	Тоомас Аннус	Тыну Тоомик
Отт Киккас	Яан Мяз	Яан Мяз	Яан Мяз
Геэт Роопалу	Геэт Роопалу	Геэт Роопалу	Геэт Роопалу
			Индрек Нейвельт
			Олари Таал

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

Как уже было упомянуто, пост председателя совета вместо Тоомаса Аннуса занял Тыну Тоомик – бывший председатель правления. Такое решение было предложено советом и одобрено собранием акционеров. Тоомас Аннус сообщил прессе, что не планирует входить в состав руководящих органов новой фирмы, так как, по его мнению, это было бы неэтично. Также он сказал, что останется один в разделившейся фирме, а все остальные работники, как и хозяйственная деятельность, перейдут в новую фирму. (Тоомас Аннус ... 2008)

Помимо этого, впервые совет стал пятичленным. Двое новых участников были приглашены извне концерна. Появление в компании бывших банкиров Индрека Нейвельта и Олари Таала было объяснено необходимостью усилить состав совета после тяжелого для концерна периода разделения. (Фокин 2008)

Как уже было упомянуто, серьёзные перемены в составе управляющих органов начались только в 2008-ом году в связи с разделением.

2.2 Анализ финансово-хозяйственных показателей концерна в период 2005–2008

2.2.1 Анализ отчёта о прибыли AS Merko Ehitus в период 2005–2008

Прежде всего, автор провёл анализ динамики отчёта о прибылях и убытках. В таблице 4 приведены некоторые полученные результаты (изменения дохода, а также валовой, коммерческой и чистой прибылей).

Таблица 4. Темп прироста дохода от продаж и прибыли за период 2005–2008 (по сравнению с предыдущим годом, в процентах)

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Доход	4	37	25	-16
Валовая прибыль	19	39	13	-22
Коммерческая прибыль	36	45	-18	-37
Чистая прибыль	49	33	-5	-45

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложения 5)

Как видно из таблицы 4, с 2005-го по 2007-ой год выручка постоянно увеличивалась довольно быстрым темпом. Лишь в 2008-ом произошёл резкий спад. Аналогичная ситуация наблюдалась и с себестоимостью. Но если в первые два года увеличение выручки превышало увеличение себестоимости, то в следующие года – наоборот (см приложение 5). На домашней странице AS Merko Ehitus автор выяснил причины сложившейся ситуации. Выручка увеличивалась за счёт увеличения количества проданных объектов, а также за счёт увеличения их цены. Однако с 2007-го года началось стремительное подорожание строительных материалов и рабочей силы, что стало причиной увеличения себестоимости. Соответствующие расходы увеличивались гораздо быстрее, чем удавалось поднять цены на готовую продукцию, вследствие чего показатель рентабельности продаж уменьшался (см таблицу 8).

Коммерческие и управленческие расходы увеличивались на протяжении всего анализируемого периода, но их соотношение к выручке удерживалось примерно на

одном уровне. В таблице 5 автор привёл результаты анализа прочих доходов и расходов.

Таблица 5. Темп прироста прочих доходов и расходов за период 2005–2008 (по сравнению с предыдущим годом, в процентах)

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Прочие доходы	157	-20	-96	48
Прочие расходы	57	-68	-40	139

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложения 5)

Самый большой прирост прочих доходов был в 2005-ом году и был связан с получением целевого финансирования. С этим же событием было связано увеличение прироста прочих расходов. Оставшаяся часть доходов и расходов от целевого финансирования была отражена в 2006-ом году. В 2007-ом году значительных доходов и расходов от прочей деятельности не было. В 2008-ом году внеочередные доходы и расходы были связаны с разделением (более подробная информация о разделении приведена на странице 46). В таблице 6 приведены результаты анализа финансовых доходов и расходов.

Таблица 6. Темп прироста финансовых доходов и расходов за период 2005–2008 (по сравнению с предыдущим годом, в процентах)

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Финансовые доходы	9	33	33	212
Финансовые расходы	-83	332	-13	50

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложения 5)

Финансовые доходы увеличивались на протяжении всего анализируемого периода. Самый высокий темп прироста был отмечен в 2008-ом году. Финансовые доходы в основном состояли из интессов по выданным займам, а финансовые расходы – из интессов по полученным займам.

Интересно поведение прибыли от продажи доли участия в связанных и общих предприятиях. Эта сумма поочередно, то увеличивалась, то уменьшалась (см таблицу 7). На это указывают результаты, как анализа динамики, так и структурного анализа.

Таблица 7. Сравнение темпа прироста коммерческой прибыли и доходов от связанных предприятий за период 2005–2008 (в процентах)

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Коммерческая прибыль	36	45	-18	-37
Доход от связанных предприятий	97	-11	338	-106

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложения 5)

Автор не исключает возможность манипуляции прибылью за счёт покупки и продажи участия в фирмах. Например, возможно регулировать прибыль до налогообложения, показывая большие прибыли от продаж, в периоды, когда коммерческая прибыль не достаточно высока, и наоборот. То есть совершать сделки по купле и продаже с целью выполнить план по прибыльности. Стоит упомянуть, что концерн весьма активно занимается покупкой и продажей фирм.

В таблице 8 проиллюстрированы результаты сравнительного анализа нескольких видов рентабельности (рассчитанных на основе валовой, коммерческой и чистой прибылей) за период 2005–2008.

Таблица 8. Рентабельность, рассчитанная на основе разных видов прибыли за период 2005–2008 (в процентах)

Основание для расчёта рентабельности	2005	2006	2007	2008
Валовая прибыль	15	16	14	13
Коммерческая прибыль	13	14	9	7
Чистая прибыль	14	13	10	7

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложения 4)

Как видно из таблицы 8 все три вида рентабельности менялись довольно пропорционально. Исключения были только в двух случаях: в 2006-ом году, когда рентабельности на основе коммерческой и чистой прибыли изменились в разном направлении и в 2007-ом году, когда рентабельность на основе коммерческой прибыли уменьшилась гораздо значительнонее двух других видов рентабельности.

В ходе более подробного анализа показателей за 2008-ой год (год разделения), автор выяснил, что себестоимость продаж в 2008-ом году уменьшилась на 15% по сравнению с прошлым годом, а прочие расходы, наоборот, увеличились на 139%. (см приложение 5). Это было вызвано различными внеочередными выплатами, связанными с разделением предприятия. В том числе, расходы на оформление всех процедур, различные юридические услуги, а также выплаты сокращённым работникам, не связанным со строительными объектами. (Домашняя страница AS Merko Ehitus)

Рентабельность (рассчитанная на основе чистой прибыли) до внеочередных доходов была 6,4%, а тот же показатель с учётом внеочередных доходов составил 9,3%. Это значит, что помимо основной деятельности, довольно большое влияние на итоговую сумму оказали внеочередные сделки (продажа предприятий концерна). Внеочередные доходы были получены следующим образом: в мае концерн продал свою долю участия в фирме OÜ Tornimäe Apartments, а в декабре – в Normanni Linnagrupi AS. Также, в мае AS Merko Ehitus продал дочерней фирме предприятия AS Riverito, E.L.L. Kinnisvara AS, свою дочернюю фирму OÜ Karulaugu Kinnisvara. Эта сделка была в концерне отражена как продажа недвижимости, так как единственным существенным имуществом OÜ Karulaugu Kinnisvara являлась земля, отраженная в качестве запасов. Цена проданной земли составила 2421 тысяч евро и была отражена в отчёте о прибыли как выручка. Прибыль составила 2406 тысяч евро. (Ibid.)

Негативное влияние на прибыль оказала уценка запасов, результатом которой стало списание в расходы крупной суммы – 9721 тысяч евро. Интересен тот факт, что в предыдущие три года никаких переоценок не проводилось. С одной стороны, проведение переоценки в 2008-ом году, предположительно, могло быть вызвано требованием аудиторов в связи с готовящимся разделением фирмы. А большая уценка – общим экономическим спадом, снижением спроса, и, как следствие, падением цен на недвижимость. Но с другой стороны, концерн считает своей сильной стороной – умение управлять рисками. В том числе, в годовых отчётах неоднократно упоминалось,

что особенностью сферы деятельности, является запоздалое влияние общей экономической ситуации на строительный сектор, и этот факт, по утверждению AS Merko Ehitus, умело используется для составления и корректировки планов адаптации к возникшим сложностям. Если верить этому, то можно было предусмотреть и избежать возникновения таких больших расходов от уценки. Поэтому, автор не исключает вариант, что имела место манипуляция цифрами. Концерн мог показать списание большого количества запасов именно в том периоде, в котором и без того большие расходы были всеми ожидаемы (в связи с разделением).

2.2.2 Анализ баланса AS Merko Ehitus в период 2005–2008

Для этого анализа были использованы, как баланс, представленный концерном, так и составленный автором среднегодовой баланс. Самые заметные отличия в показателях двух отчётов освещаются по ходу анализа. Прежде всего, автор проанализировал структуру актива и её изменение в течение периода 2005–2008.

Таблица 9. Соотношение оборотного и основного имущества в активе баланса (в процентах)

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Доля оборотного имущества	80	90	88	88
Доля основного имущества	20	10	12	12

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложения 7)

Как видно в таблице 9, активы компании состояли по большей части из оборотного имущества (более 80%). Поэтому далее автор проанализировал его структуру. Самой весомой статьёй оборотного имущества являлись запасы (более 40%), доля которых, к тому же, увеличивалась. Анализ среднегодового баланса показал постоянное и довольно равномерное увеличение удельного веса запасов в активах, а в обычном балансе, изменения более резкие и прослеживается чередование увеличений и уменьшений.

Для наглядности в таблице 10 приведены данные об изменении доли запасов в балансе, как из представленных концерном данных, так и из среднегодового баланса, составленного автором. Как видно, концерн показывает в балансе резкое увеличение

запасов в 2007-ом году (год перед разделением концерна). В основном запасы состояли из незаконченной продукции. Сумма, показанная в этой статье за 2007-ой год, увеличилась более чем вдвое по сравнению с предыдущим годом. Учитывая, что в 2008-ом году была сделана переоценка запасов, последствием которой стало значительное уменьшение этой же статьи, возможно, в 2007-ом году запасы специально были отражены в большей сумме. Для получения большей информации, автор рассчитал и проанализировал показатели оборачиваемости запасов.

Таблица 10. Доля запасов в балансе (в процентах)

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Данные на 31.12	43	42	52	47
Среднегодовые данные	40	43	47	49

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложений 7 и 9)

Для показателей оборачиваемости общепринятых нормативов не существует, их лучше всего анализировать в динамике для конкретного предприятия. Снижение коэффициента оборачиваемости запасов может отражать накопление избыточных запасов, неэффективное складское управление, накопление непригодных к использованию материалов. Но и высокая оборачиваемость не всегда выступает позитивным показателем, поскольку может говорить об истощении складских запасов, что может привести к перебоям в производственном процессе. Кроме того, оборачиваемость запасов зависит от политики организации. Для организаций с высокой рентабельностью продаж (рентабельностью, рассчитанной на основе валовой прибыли) свойственна более низкая оборачиваемость, чем для фирм с низкой нормой рентабельности. (Inventory turnover ...)

Таблица 11. Оборачиваемость запасов

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Оборачиваемость запасов (коэффициент)	3,88	4,08	2,39	1,48
Оборачиваемость запасов (в днях)	94	90	153	247

Источник: (Расчёты автора на основании данных из приложений 3 и 6)

Из приведённых в таблице 11 данных следует, что оборачиваемость запасов уменьшалась, при этом, как освещалось ранее, рентабельность (на основе валовой прибыли) тоже уменьшалась.

Таблица 12. Сравнение показателя оборачиваемости запасов и рентабельности

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Оборачиваемость запасов (раз)	3,88	4,08	2,39	1,48
Рентабельность на основе валовой прибыли (%)	15,27	15,56	14,14	13,08

Источник: (Расчёты автора на основании данных из приложений 3, 4 и 6)

Исходя из приведённых в таблице 12 данных, автор не исключает, что имели место манипуляции при оценке запасов. (Walsh 2009, 333–334)

Далее автор проанализировал долю дебиторской задолженности. Как выяснилось, она составляла примерно треть актива, в таблице 13 автор привёл результаты более подробного анализа.

Таблица 13. Анализ дебиторской задолженности

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Доля дебиторской задолженности в балансе 31.12 (%)	24	27	31	20
Доля дебиторской задолженности в среднегодовом балансе (%)	30	26	29	25
Оборачиваемость дебиторской задолженности (раз)	6	6	5	5
Оборачиваемость дебиторской задолженности (дней)	59	58	68	78

Источник: (Расчёты автора на основании данных из приложений 3, 6, 7, 9)

Как видно в таблице 13 среднегодовые данные показали явную тенденцию уменьшения доли дебиторской задолженности в балансе. Показатели оборачиваемости помогли выявить, что период ожидания поступлений от покупателей удлинился.

Для оборачиваемости дебиторской задолженности не существует четких нормативов, поскольку они сильно зависят от отраслевых особенностей и технологии работы предприятия. Но в любом случае, чем выше коэффициент, т.е. чем быстрее покупатели погашают свою задолженность, тем лучше для организации. При этом

эффективная деятельность не обязательно сопровождается высокой оборачиваемостью. Например, при продажах в кредит остаток дебиторской задолженности будет высокий, а коэффициент ее оборачиваемости соответственно низкий. (Melville 2014, 362)

Денежные средства большую часть анализируемого периода превышали 10% от всех активов. Следует уточнить, что под деньгами и их эквивалентами в отчёте AS Merko Ehitus подразумеваются высоколиквидные средства с маленьким риском изменения ценности. Например, наличные и имеющиеся на банковском счёте деньги, легко продаваемые ценные бумаги (такие как фонды денежного рынка) и краткосрочные депозиты (сроком до 3-х месяцев). (Домашняя страница AS Merko Ehitus)

Доля участия в связанных и общих предприятиях на протяжении всего периода составляла не менее 5%, при этом, как уже упоминалось в анализе отчёта о прибыли и убытках, отмечалось поочерёдное увеличение и уменьшение данной статьи. В среднегодовом балансе данный показатель находился примерно на одном уровне. (см приложение 7)

Доля основного имущества в балансе сохранялась примерно на одном уровне (см таблицу 9). Резкое уменьшение было только в 2006-ом году, за счёт того, что был продан развлекательный центр, построенный дочерним предприятием, учитывавшийся концерном как основное материальное имущество. В остальные года значительных изменений не было. (AS Merko Ehitus ... 2005–2013)

Пассив баланса состоял примерно в равном соотношении из собственного и привлечённого капиталов. Тем не менее, прослеживалась тенденция перевеса в пользу собственного капитала. Это видно в таблице 14.

Таблица 14. Соотношение собственного и заёмного капиталов к пассиву

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Доля заёмного капитала в балансе (%)	50%	50%	48%	45%
Доля собственного капитала в балансе (%)	50%	50%	52%	55%

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложения 7)

Что касается, обязательств, то они в большей степени состояли из кредиторской задолженности. В таблице 15 приведены результаты анализа этой статьи. Оборачиваемость кредиторской задолженности – это показатель скорости погашения

организацией своей задолженности перед поставщиками и подрядчиками. Данный коэффициент показывает, сколько раз (обычно, за год) фирма погасила среднюю величину своей кредиторской задолженности. Оборачиваемость кредиторской задолженности используется в оценке эффективности расчетов организации. Для предприятия выгоднее низкий коэффициент, позволяющий иметь остаток неоплаченной кредиторской задолженности в качестве бесплатного источника финансирования своей текущей деятельности. (Gibson 1992, 275; Accounts payable ...)

Таблица 15. Анализ кредиторской задолженности

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Доля кредиторской задолженности в балансе 31.12 (%)	32	34	26	25
Доля кредиторской задолженности в среднегодовом балансе (%)	34	33	29	25
Оборачиваемость кредиторской задолженности (раз)	3	4	4	6
Оборачиваемость кредиторской задолженности (дней)	117	98	91	60

Источник: (Расчёты автора на основании данных из приложений 3, 6, 7, 9)

В ходе анализа, автор отметил тенденцию увеличения задолженностей по кредитам, особенно долгосрочных (см таблицу 16). Увеличение доли займов, лучше всего видно в среднегодовом балансе. В балансе, представленном концерном, этот факт не так явен и не привлекает особого внимания.

Таблица 16. Доля займов в балансе (среднегодовые данные)

Анализируемый показатель (%)	2005	2006	2007	2008
Доля краткосрочных займов	4	7	8	7
Доля долгосрочных займов	6	7	8	12
Общая доля займов в балансе	10	14	16	19

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложения 9)

Как было выяснено ранее (см таблицы 13 и 15), концерн выплачивает свои задолженности поставщикам гораздо быстрее, чем получает деньги от покупателей.

Это обусловлено спецификой деятельности предприятия. Заказы выполняются в течение длительного периода, и оплата услуг происходит по частям. Материалы и услуги работников необходимо оплачивать строго вовремя. (Домашняя страница AS Merko Ehitus) Помимо этого, концерн постоянно выплачивает дивиденды внушительной величины (см таблицу 23). Поэтому возникает дисбаланс поступлений и выплат. Соответственно, приходится привлекать заёмные деньги.

В собственном капитале значительных изменений не было. Он в основном состоял из нераспределённой прибыли (см приложение 7). Более подробная информация об использовании собственных и заёмных денег приводится в анализе отчёта о движении денежных средств.

2.2.3 Анализ отчёта о движении денежных средств AS Merko Ehitus в период 2005–2008

Для дальнейшего анализа автор использовал приведённые в таблице 17 данные об изменении денежного остатка в разрезе видов деятельности в период 2005–2008.

Таблица 17. Изменение денежного остатка в разрезе видов деятельности в период 2005–2008 (в тысячах евро)

Источник изменения	2005	2006	2007	2008
Основная деятельность	16 916	9 950	-31 248	43 568
Инвестиционная деятельность	-24 166	14 980	-4 688	-14 816
Финансовая деятельность	15 537	1 384	5 965	-7 158
Внеочередные выплаты				-1 598
Общее изменение денежного остатка	8 287	26 314	-29 971	19 996

Источник: (Составлено автором на основании данных из источников: AS Merko Ehitus Majandusaasta aruanded 2005–2008)

Как видно в таблице 17 общий денежный остаток менялся довольно резко. При этом наиболее значительные колебания были вызваны изменением денежного остатка в результате основной деятельности. Поэтому для дальнейшего анализа автор рассчитал показатели качества коммерческой прибыли за период 2005–2008 с целью выявления различий между показанной концерном прибылью (убытком) и количеством

полученных (выплаченных) денег. Этот показатель был рассчитан по формуле 1. Результаты расчётов приведены в таблице 18.

$$Z = X \div Y \quad (1)$$

где

- Z – показатель качества коммерческой прибыли,
- X – изменение денежного остатка от основной деятельности,
- Y – коммерческая прибыль.

Считается, что предприятию довольно легко показать в отчёте большую прибыль, даже если его денежные ресурсы истощены. Значительное отличие показателя качества прибыли от единицы указывает на присутствие в отчёте о движении денег неденежных доходов или расходов. Наличие финансовых проблем очевидно если величина показателя значительно меньше единицы. (Kallam jt. 2003, 95; Penman, S.H. 2001, 611)

Таблица 18. Показатель качества коммерческой прибыли в период 2005–2008

Анализируемый показатель	2005	2006	2007	2008
Показатель качества прибыли	0,61	0,25	N/A	2,08

Источник: (Расчёты автора на основании данных из таблицы 17 и приложения 3)

В таблица 18 видно, что все четыре года анализируемый показатель заметно отличался от единицы. Если в первые два года результат был гораздо меньше единицы, то в год разделения (2008) он наоборот, очень резко увеличился. Такое поведение вышеупомянутого показателя заставило автора усомниться в качестве прибыли предприятия, поэтому был осуществлён более детальный анализ прибыли и изменения денежного остатка от основной деятельности, результаты которого приведены в таблицах 19–22. В ходе этого анализа автор рассчитал коммерческую прибыль (убыток) на кассовой основе и сравнил полученный результат с начисленной коммерческой прибылью (убытком), показанной в отчёте о прибылях и убытках, а также выявил причины различий в этих цифрах.

Из таблицы 19 следует, что прибыль, рассчитанная на кассовой основе меньше начисленной прибыли на 10 130 тысяч евро. Это считается плохим знаком, так как

прибыль не обеспечена реальными деньгами. Автор не исключает, что такое различие могло быть вызвано наличием нематериальных поступлений, например, при отражении целевого финансирования и бартерных сделок. Общее увеличение денежного остатка составило 8287 тысяч евро. Это явилось самым маленьким увеличением общего денежного остатка за анализируемый период.

В результате основной деятельности денежный остаток увеличился на 17 675 тысяч евро. Больше всего на это повлияли: изменение запасов (-29 713 тыс. евро), изменение задолженностей (+11 923 тыс. евро) и требований (-1746 тыс. евро).

Таблица 19. Нахождение коммерческой прибыли (убытка) на кассовой основе за 2005 год (в тысячах евро)

Статья	Влияние на денежный остаток
Коммерческая прибыль по начислению	27 805
Износ и уценка основного имущества	7 007
Прибыль (убыток) от продажи основного имущества	-34
Изменение требований и задолженности, рассчитанных методом степени готовности	4 258
Интересовые доходы от основной деятельности	-357
Изменение остатка целевого финансирования и прочих резервов	-1 468
Изменение требований и предоплат, связанных с основной деятельностью	-1 746
Изменение запасов	-29 713
Изменение задолженности и предоплат, связанных с основной деятельностью	11 923
Коммерческая прибыль, рассчитанная на кассовой основе	17 675

Источник: (Расчёты автора на основании данных из источника: AS Merko Ehitus ... 2005)

Таким образом, больше всего денежных средств было «заморожено» в виде запасов. В составе запасов практически вдвое увеличилась сумма недвижимости, купленной для перепродажи, а величина незаконченной продукции увеличилась более чем в 6 раз. Положительную роль сыграло увеличение кредиторской задолженности. Благодаря тому, что не все счета от поставщиков были оплачены, деньги были удержаны в предприятии.

Значительное количество денег было вложено в инвестиции. Самая большая выплата в результате инвестиционной деятельности, была зафиксирована именно в 2005-ом году и составила 24 166 тысяч евро. Самые большие выплаты имели следующее назначение: инвестиции в материальное имущество (14 505 тыс. евро), которые в основном были направлены на приобретение незаконченного строения (мультифункционального комплекса в Риге) в сумме 13 380 тыс. евро. Также были сделаны инвестиции в дочерние и связанные предприятия (8707 тыс. евро) и выданы кредиты (12 151 тыс. евро). Инвестиции были сделаны как за свой счёт, так и, используя заёмные деньги (в размере 18 762 тысяч евро). (AS Merko Ehitus ... 2005)

Деятельность по финансированию увеличила денежный остаток на 15 537 тысяч евро, что в несколько раз превосходит поступления от данного вида деятельности за следующие годы. Самое большое поступление денег было получено в качестве кредита (18 762 тыс. евро). Так же были получены деньги для целевого финансирования (1421 тыс. евро). Самый большой выплатой было погашение обязательств по дивидендам (3843 тыс. евро). (Ibid.)

Как следует из таблицы 20, прибыль, рассчитанная на кассовой основе меньше начисленной прибыли на 26 652 тысяч евро. В 2006-ом году было отмечено самое внушительное увеличение общего денежного остатка за анализируемый промежуток времени. В результате основной деятельности денежный остаток увеличился на 13 796 тысяч евро. Больше всего на это повлияли: изменение запасов (-23 238 тыс. евро), изменение задолженностей (+11 900 тыс. евро) и требований (-12 092 тыс. евро). Изменение запасов и требований негативно отразились на денежном остатке, лишив фирму довольно большой суммы в обороте. Наибольшее влияние оказало увеличение статьи запасов в балансе, что в свою очередь было связано с увеличением суммы незаконченной продукции (почти в 3 раза). Увеличение задолженности, наоборот, оказало положительное влияние. Поскольку не все счета кредиторам были оплачены, деньги дольше оставались в распоряжении концерна.

Таблица 20. Нахождение коммерческой прибыли (убытка) на кассовой основе за 2006 год (в тысячах евро)

Статья	Влияние на денежный остаток
Коммерческая прибыль по начислению	40 448
Износ и уценка основного имущества	1 965
Прибыль (убыток) от продажи основного имущества	-7 823
Изменение требований и задолженности, рассчитанных методом степени готовности	2 436
Интрессовые доходы от основной деятельности	-149
Изменение остатка целевого финансирования и прочих резервов	349
Изменение требований и предоплат, связанных с основной деятельностью	-12 092
Изменение запасов	-23 238
Изменение задолженности и предоплат, связанных с основной деятельностью	11 900
Коммерческая прибыль, рассчитанная на кассовой основе	13 796

Источник: (Расчёты автора на основании данных из источника: AS Merko Ehitus ... 2006)

Большое влияние на денежный остаток оказала инвестиционная деятельность, увеличившая его на 14 980 тысяч евро. В основном, эта сумма состояла из денег, полученных от продажи материального имущества (18 583 тыс. евро) и поступлений от заёмщиков (18 340 тыс. евро). Интересен тот факт, что сумма выплаты за покупку основного имущества за 2005-ый год (14 505 тыс. евро) была приблизительно равна сумме сделок по продаже и покупке основного имущества в 2006-ом году (соответственно 18 583 и 4874). Как уже упоминалось в анализе баланса, в 2006-ом году был продан мультифункциональный комплекс в Риге, купленный всего годом ранее. Из приложения об основном имуществе автор выяснил, что приобретение упомянутого комплекса было учтено в 2005-ом году как покупка незаконченного строения, затем в 2006-ом году переквалифицировано в готовое строение и продано. (AS Merko Ehitus ... 2005, 2006) Не совсем понятно для чего это учитывалось как основное имущество. Разъяснений в приложениях тоже не было.

Увеличение денежного остатка от деятельности по финансированию было гораздо меньше, чем годом ранее. Самым большим поступлением здесь были полученные в кредит деньги (17 175 тыс. евро), а самыми большими выплатами – погашение обязательств по кредитам (9204 тыс. евро) и выплата дивидендов (5873 тыс. евро). (Ibid.)

Разница между прибылью по начислению и прибылью на кассовой основе говорит о том, что имели место нематериальные сделки. В ходе анализа автор выяснил, что относительное увеличение запасов по сравнению с предыдущим годом (64%) значительно превысило увеличение выручки и валовой прибыли (соответственно 37% и 39%). Аналогичная ситуация была выявлена при анализе изменения дебиторской задолженности. Эта статья баланса также показала в 2006-ом году увеличение (34%), а количество дней ожидания поступлений практически не изменилось (2005: 59, 2006: 58).

Если выручка была увеличена с помощью начислений, то стоимость имущества в балансе будет также преувеличена. Чаще всего подвержены такому влиянию (искажению) следующие статьи баланса: запасы, дебиторская задолженность, предоплаты. Для выявления взаимосвязи изменения вышеупомянутых показателей с изменением выручки и валовой прибыли сравнивают процентное изменение показателей за один и тот же период. (Walsh 2009, 333)

Исходя из приведённой информации и анализа показателей концерна за 2006-ой год, автор не исключает, что имели место манипуляции с оценкой имущества предприятия. В пользу этого говорит и тот факт, что за значительным увеличением выручки (37%) не последовало увеличения поступлений от основной деятельности, а даже наоборот – денежный остаток уменьшился.

Из приведённых в таблице 21 данных следует, что прибыль, рассчитанная на кассовой основе, меньше прибыли по начислениям на 61 241 тысяч евро. В результате начислений компания закончила год с прибылью. Расчёт итогов на кассовой основе показал убыток практически равный показанной предприятием прибыли. По мнению автора, это очень плохой знак, указывающий на низкое качество прибыли. В 2007-ом году общее изменение денежного остатка было отрицательным и составило 29 972 тысяч евро. Результат основной деятельности был самым негативным за анализируемый период, уменьшив денежный остаток на 27 940 тысяч евро. Больше

всего повлияли на результат: изменение запасов (-42 529 тыс. евро), изменение задолженностей (-8164 тыс. евро) и требований (-6927 тыс. евро). Из приведённой информации следует, что очень большое количество денег оказалось «замороженным» в качестве запасов. Это произошло из-за увеличения незаконченной продукции (более чем в два раза). Стоит отметить, что значительное «скопление» незаконченной продукции наблюдается уже третий год подряд. Увеличение требований к покупателям и уменьшение задолженности перед поставщиками были не очень значительными, но всё же усугубили негативное влияние.

Таблица 21. Нахождение коммерческой прибыли (убытка) на кассовой основе за 2007 год (в тысячах евро)

Статья	Влияние на денежный остаток
Коммерческая прибыль по начислению	33 301
Износ и уценка основного имущества	1 832
Прибыль (убыток) от продажи основного имущества	-18
Изменение требований и задолженности, рассчитанных методом степени готовности	-8 368
Интрессовые доходы от основной деятельности	-182
Изменение остатка целевого финансирования и прочих резервов	3 161
Прибыль от покупки дочерних предприятий	-46
Изменение требований и предоплат, связанных с основной деятельностью	-6 927
Изменение запасов	-42529
Изменение задолженности и предоплат, связанных с основной деятельностью	-8164
Коммерческая прибыль, рассчитанная на кассовой основе	-27 940

Источник: Расчёты автора на основании данных из источника: AS Merko Ehitus ... 2006)

Отрицательным был и результат деятельности по инвестированию, уменьшивший денежный остаток на 4688 тысяч евро. Выплаты здесь были связаны с выдачей кредита (9311 тыс. евро), покупкой основного материального имущества (3116 тыс. евро) – было приобретено оборудование и прочий инвентарь, также была сделана

инвестиция, связанная с покупкой дочерней фирмы (1890 тыс. евро). Самое значительное поступление от инвестиционной деятельности составило 8602 тысяч евро, и было получено от заёмщиков. (AS Merko Ehitus ... 2007)

Деятельность по финансированию принесла концерну 5965 тысяч евро. Поступления здесь были только за счёт кредитов (37 215 тыс. евро). Выплаты состояли из погашения задолженности по кредитам (22 097 тыс. евро) и выплаты дивидендов (8242 тыс. евро). (Ibid.)

В ходе анализа автор выяснил, что выручка и валовая прибыль увеличились по сравнению с прошлым годом (соответственно на 25% и 13%). При этом прибыль от основной деятельности, наоборот уменьшилась на 18% (см приложение 5). При анализе отчёта о деятельности, автор узнал, что у концерна была внеочередная прибыль от продажи недвижимости в размере 3113 тысяч евро, при дальнейшем исследовании выяснилось, что в расходах, не связанных с основной деятельностью, эта сумма не отражалась, из этого автор делает вывод, что вышеупомянутую сумму отразили в составе доходов от основной деятельности и соответственно она повлияла на прибыль от основной деятельности. При анализе приложений выяснилось, что уменьшения недвижимого имущества в балансе не было (см приложение 6).

В ходе анализа было выявлено, что увеличению выручки (25%) не сопутствовало увеличение денежных поступлений. При этом сумма требований к покупателям увеличилась на 47%, а период ожидания поступлений увеличился на 28%. Также выяснилось, что сумма запасов увеличилась на 46%, что может являться не логичным при увеличении выручки на 25%. Исходя из перечисленных фактов, автор не исключает, что могло иметь место преувеличение оборотного имущества (требований к покупателям и запасов). При таких манипуляциях как раз наблюдаются увеличение выручки и отсутствие реальных поступлений. (Walsh 2009, 332)

Концерн отражает доходы и расходы от строительства по методу степени готовности, при этом степень готовности определяется оценкой руководства. Это значит, что у руководства есть возможность корректировать отражение доходов и расходов на своё усмотрение, в зависимости от поставленной цели. Также в полномочия управления входит оценка различных активов, например запасов и требований. Таким образом, с помощью переоценки имущества в нужную сторону,

возможно корректировать соответствующие статьи баланса. (Alexander D. et al. 2014, 757)

Следует заметить, что приложения отчёта не очень информативны, особенно в плане нематериальных изменений. По большей части показаны только числовые изменения, без каких либо пояснений, даже если имели место значительные изменения. Цифры в приложениях не всегда совпадают с показанными в основных отчётах. Поэтому очень сложно найти истоки проблемы и выявить, что именно было сделано не так.

Таблица 22. Нахождение коммерческой прибыли (убытка) на кассовой основе за 2008 год (в тысячах евро)

Статья	Влияние на денежный остаток
Коммерческая прибыль по начислению	20 969
Износ и уценка основного имущества	2 137
Прибыль (убыток) от продажи основного имущества	-61
Изменение требований и задолженности, рассчитанных методом степени готовности	9 382
Интересовые доходы от основной деятельности	-90
Изменение остатка целевого финансирования и прочих резервов	-3 094
Изменение требований и предоплат, связанных с основной деятельностью	24 764
Изменение запасов	12 148
Изменение задолженности и предоплат, связанных с основной деятельностью	-17 886
Коммерческая прибыль, рассчитанная на кассовой основе	48 269

Источник: (Расчёты автора на основании данных из источника: AS Merko Ehitus ... 2008)

Из таблицы 22 следует, что прибыль, рассчитанная на кассовой основе, превышает прибыль по начислениям более чем вдвое (на 27 300 тысяч евро). Это хороший признак и говорит о том, что прибыль высокого качества (обеспечена реальными деньгами).

Изменение общего денежного остатка за 2008-ой год составило 19 996 тысяч евро. Результат основной деятельности достиг самой большой величины за период 2005–2008, увеличив денежный остаток на 48 269 тысяч евро. Больше всего повлияли на это: изменение запасов (+12 148 тыс. евро), изменение задолженностей (-17 886 тыс. евро) и требований (+24 764 тыс. евро). Как уже освещалось ранее, после переоценки, стоимость запасов уменьшилась на 9721 тысяч евро, в основном из-за снижения стоимости квартир (как готовых, так и незаконченных). Влияние уменьшения запасов было принято во внимание при нахождении прибыли на кассовой основе. Положительно сказалось значительное уменьшение дебиторской задолженности, означавшее, что покупатели оплатили большую часть счетов, и соответственно значительная сумма денежных средств поступила в распоряжение концерна (за исключением 1238 тысяч евро, списанных в «маловероятные поступления»). Уменьшение же задолженностей перед поставщиками, наоборот, оказало отрицательное влияние на денежный остаток. Поскольку концерн оплатил часть счетов от поставщиков, количество денег в пользовании концерна уменьшилось.

Инвестиционная деятельность уменьшила денежный остаток на 14 816 тысяч евро. Самая большая сумма выплаты (16 973 тыс. евро) была указана в строке «прочие финансовые инвестиции», ссылка на какое-либо приложение отсутствует. В годовом отчёте, вообще нет приложений, посвященных финансовым инвестициям. По схожести сумм, автор предполагает, что большая часть этих денег (16 793 тыс. евро) была помещена на краткосрочный депозит. Также, было приобретено материальное имущество на сумму 2770 тысяч евро (было приобретено оборудование и прочий инвентарь), также был выдан заем в размере 1426 тысяч евро. (AS Merko Ehitus ... 2007)

Поступления от инвестиционной деятельности были получены за счёт продажи связанных и общих предприятий (3850 тыс. евро). Как уже упоминалось ранее, концерн продал свою долю участия в фирмах OÜ Tornimäe Apartments, и Normanni Linnagrupi AS, а также свою дочернюю фирму OÜ Karulaugu Kinnisvara, цена которой составила 2421 тысяч евро и была полностью получена к отчётному дню. Также, были получены интрессы по выданным займам (1918 тыс. евро).

Результат финансовой деятельности, также был отрицательным и составил 7158 тысяч евро. Самая большая выплата здесь была произведена в счёт погашения займов

(20 832). Также, были выплаты по капитальной аренде (1080 тыс. евро) и дивидендам (417 тыс. евро). Поступления были только по выданным кредитам. Отдельно от всех видов деятельности, в отчёте за 2008-ой год указана сумма, передаваемая предприятию AS Järvevana при разделении (1598 тыс. евро).

Интересно, что все 4 года осуществлялись вложения в связанные и общие предприятия, даже в год разделения. В то же время, многие фирмы, наоборот, продавались со ссылкой на необходимость оптимизации структуры. В ходе анализа отчётов за период 2005–2008, автор также отметил, что довольно часто производились различные нематериальные сделки и расчёты, за которыми, возможно, скрывались манипуляции. (AS Merko Ehitus ... 2005–2008) Примеры таких возможностей приведены на рисунке 4.

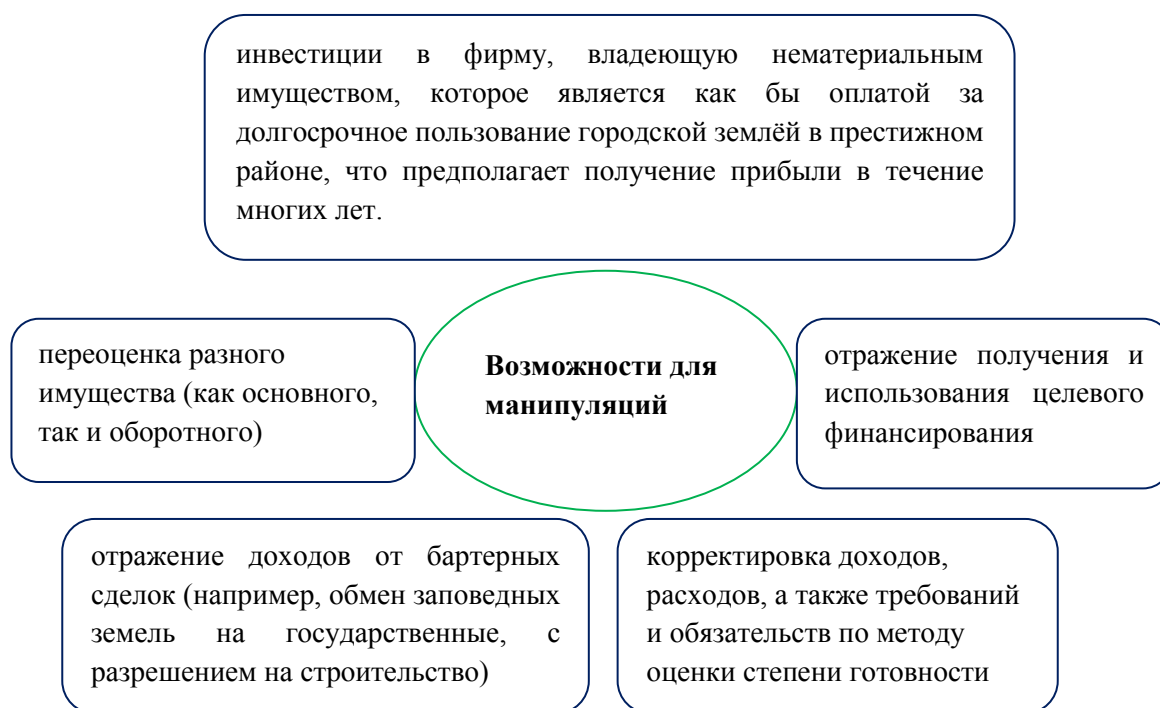


Рисунок 4. Возможности для манипуляций AS Merko Ehitus

Источник: (Составлено автором)

Также автор отметил, что часто покупаются фирмы, имеющие только одно имущество, (как правило, недвижимость в виде земли) для одной определённой сделки.

Как следует из таблицы 23, в период 2005–2007 дивиденды ощутимо увеличивались с каждым годом, даже, несмотря на уменьшение денежного остатка в результате основной деятельности и нехватку собственных денежных средств.

Таблица 23. Выплаты по дивидендам период 2005–2008 (в тысячах евро)

Год	2005	2006	2007	2008
Выплаченные дивиденды (тыс. евро)	3843	5873	8242	417

Источник: (Составлено автором на основании данных из источников: AS Merko Ehitus Majandusaasta aruanded 2005–2008)

На таблице 23 особенно привлекает внимание автора 2007-ой год, когда финансовое состояние было наихудшим. Положительный результат тогда показало только финансирование и только благодаря взятому кредиту. Кстати, сумма полученного кредита в 2007-ом году превышает более чем в два раза аналогичные показатели, как двух предыдущих годов, так и следующего года. При этом именно в 2007-ом году были выплачены самые большие дивиденды. Если бы предприятие не взяло кредит, то не было бы возможности не только выплатить дивиденды, но даже рассчитаться по уже имеющимся кредитным обязательствам, а они у концерна довольно большие. Уменьшилась сумма выплат по дивидендам только в год разделения (2008-ой год).

Обзор информации о разделении Merko Ehitus AS. В апреле 2008-го года был одобрен план реструктуризации Merko Ehitus AS. В августе были сделаны соответствующие записи в коммерческом регистре. Разделение произвели таким образом, что предприятие AS Merko Ehitus (включая имущество, обязательства, договоры и коммерческое имя), за исключением суммы в 14 860 тысяч евро, отделили и передали новой зарегистрированной фирме. Все инвесторы, имевшие акции AS Merko Ehitus до разделения, получили соответствующее количество акций вновь зарегистрированного предприятия, которое вышло на биржу 1-го августа 2008-года. Разделившаяся фирма получила новое название – AS Järvevana и её акции также остались на бирже. Единственным членом правления AS Järvevana стал Тоомас Аннус. (AS Merko Ehitus Majandusaasta aruanne 2008, 66)

При разделении фирме AS Järvevana было оставлено чистое имущество (*netovara*) на сумму 14 860 тысяч евро. Сумма денежных средств на расчётном счету составила 1598 тысяч евро. Также вышеупомянутой фирме осталась недвижимость, на которую оформили договор, позволяющий фирме AS Merko Ehitus в любой момент купить, а фирме AS Järvevana в любой момент продать эту недвижимость. Согласно вышеупомянутому договору цена сделки должна быть не менее 6391 тысяч евро. В балансе AS Merko Ehitus недвижимость отражена в начальной стоимости приобретения 2347 тысяч евро, а задолженность, связанная с покупкой её у AS Järvevana в сумме 6391 тысяч евро. Также у AS Järvevana появилось требование в виде выданного кредита на сумму 7989 тысяч евро, которое в балансе AS Merko Ehitus отражено как обязательство по кредиту. Помимо этого, AS Merko Ehitus оставил AS Järvevana обязательства, связанные с уголовным делопроизводством, в том числе резерв для расходов, связанных с услугами юристов в размере 1118 тысяч евро. Помимо этого, вне баланса учтено потенциальное обязательство по штрафу в максимально возможной сумме 15 978 тысяч евро. (AS Merko Ehitus Majandusaasta aruanne 2008, 67)

2.3 Обзор влияния прессы на цену на акции Merko Ehitus AS в период 2005–2008

В период 2005–2008 цена акции AS Merko Ehitus менялась довольно значительно. Как видно на рисунке 5, начиная с середины 2006-го года, и до середины 2008-го наблюдалось стремительное уменьшение.

Автор прочитал большое количество статей в прессе и выяснил, какие новости, по мнению аналитиков, больше всего влияли на цену акции в течение анализируемого периода. Существует мнение, что большинство инвесторов, обращают внимание только на прибыль чистую, так как именно наличие прибыли у компании даёт ей право распределить эту прибыль между инвесторами в качестве дивидендов (Simon 1997, 13). Поскольку биржевые компании публикуют результаты своей деятельности ежеквартально, то у инвесторов есть возможность получить представление о том, какие итоги ожидаются за весь год.

Поскольку в период 2006–2008 прибыль постоянно уменьшалась, то каждая публикация квартальных итогов негативно отражалась на цене акции. (Фокин, 2008) Также цена акции в связи со скандальными новостями. Например, после появления сообщения о том, что председатель совета и основной акционер компании Merko Ehitus AS Тоомас Аннус вызван на беседу в полицию безопасности, цена акции в течение дня уменьшилась на 6%. (Акции Merko упали ..., 2007)

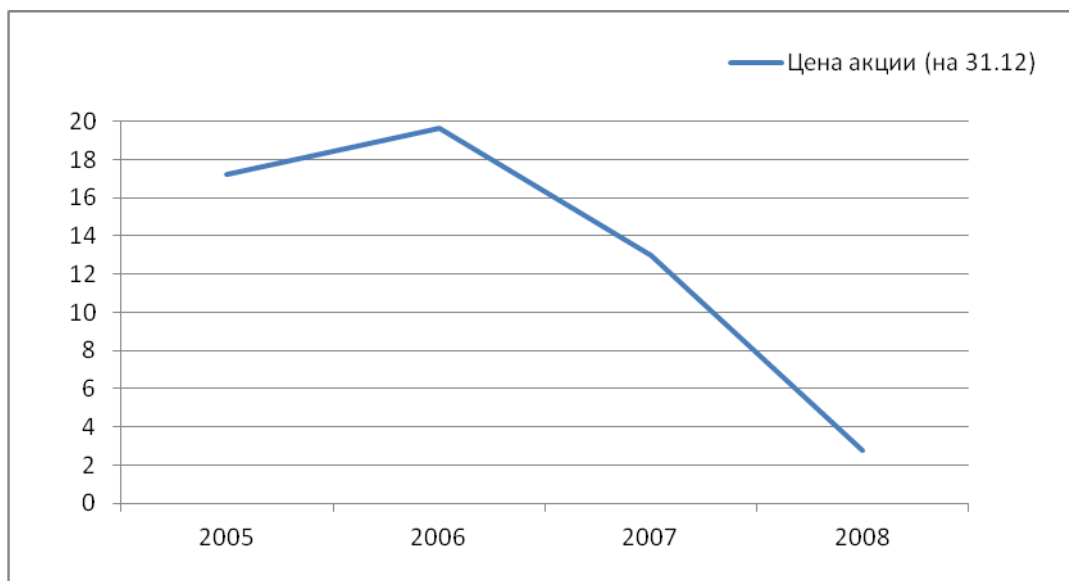


Рисунок 5. Динамика цены акции Merko Ehitus AS в период 2005–2008

Источник: составлено автором

Негативное влияние оказало и сообщение о том, что предприятию Merko Ehitus AS угрожает штраф, размер которого может достигнуть 15,98 миллионов евро (250 миллионов крон). (Деловые ведомости... Мерко угрожает штраф размером до 250 миллионов крон, 2008) Самое серьёзное уменьшение цены акции было в марте 2008-го года, когда впервые появилось сообщение о разделении Merko Ehitus AS. Тогда цена акции достигла самого низкого уровня за период 2005–2008 (2,58 евро). (Акции Merko снизились ..., 2008)

Интересно, что, несмотря на постоянное уменьшение цены акции, в прессе имело место и такое мнение, что инвесторов не волнуют скандалы, связанные с Merko Ehitus AS. По словам директора дивизиона рынка акций SEB Enskilda Стена Сумберга, в случае с большим строительным концерном акционеры ценят высокое

качество продукции предприятия, а не репутацию. (Акционеров Merko Ehitus не беспокоит ... 2007) Однако, поведение цены акции, к сожалению, свидетельствовало об обратном.

В связи с разделением также было много новостей, повлиявших на поведение цены акции. Например, начиная с августа 2008-го года (сразу после разделения) стали одна за другой выходить статьи в прессе о том, что Merko Ehitus AS больше не допускается к участию в конкурсах на государственные заказы из-за того, что с юридической точки зрения является новой фирмой и, соответственно, не имеет трёхлетнего опыта работы в сфере строительства. (Sarv, 2008)

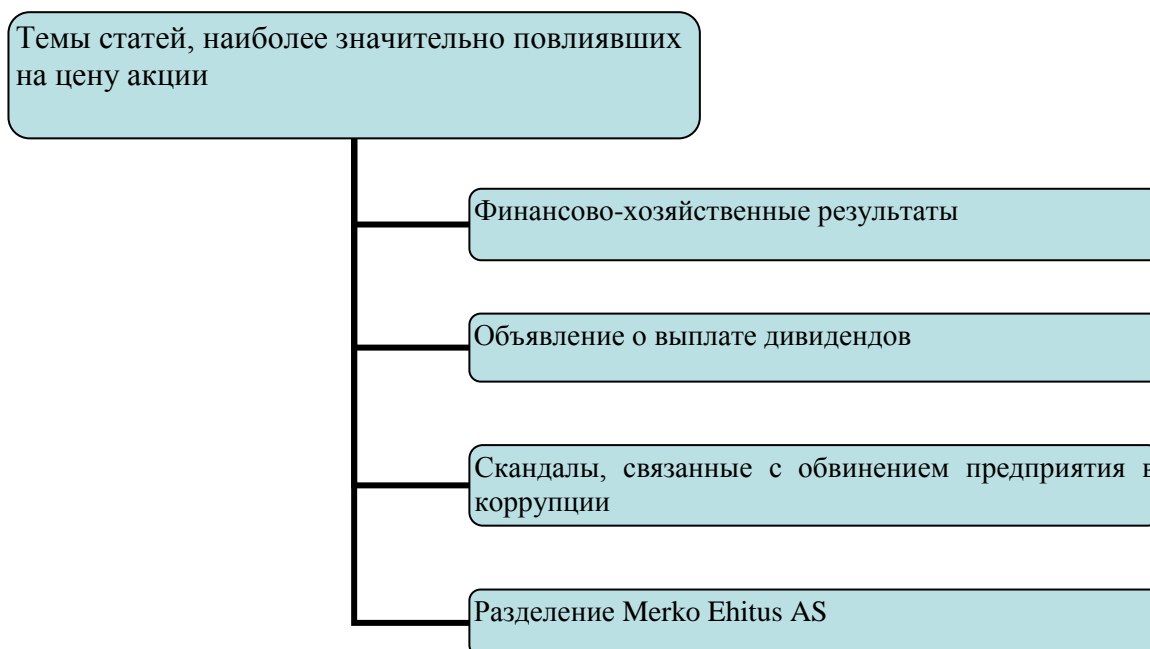


Рисунок 6. Темы статей, наиболее значительно повлиявших на цену акции Merko Ehitus AS в период 2005–2008

Источник: составлено автором

Подобных статей было много, и все они негативно отражались на цене акции. Закончилась эта проблема только в конце года, когда Таллиннский окружной суд признал право компании Merko Ehitus участвовать в конкурсах госпоставки, опираясь на показатели оборота и опыт строительства объектов в период, предшествующий

реорганизации предприятия. После этого цена на акции начала постепенно увеличиваться. (Деловые ведомости...Мерко дали добро на госзаказы, 2008)

В ходе проведённого анализа автор выяснил, статьи на какую тему больше всего влияли на изменение цены акции. Результаты приведены на рисунке 6.

Резюмируя все изложенные факты, можно отметить, что пресса имела довольно большое влияние на динамику цены акции Merko Ehitus AS.

Обобщение. Период 2005–2008 был для концерна нелёгким. Во-первых, в это время начался экономический спад. Во-вторых, вокруг предприятия то и дело разгорались скандалы в прессе, что в итоге заставило концерн принять решение о разделении. Следовательно, этот же период являлся периодом подготовки к разделению. Доходы предприятия продолжали увеличиваться до 2007-го года (включительно), но это было в основном за счёт заключенных ранее долгосрочных договоров (концерн отражает доходы и расходы методом определения степени готовности). При этом расходы увеличивались гораздо быстрее доходов, так как в 2006-ом году началось стремительное подорожание строительных материалов и рабочей силы. Вследствие этого ухудшались показатели рентабельности. Особенно явную тенденцию уменьшения показала рентабельность на основе чистой прибыли, которая с 14% в 2005-ом году уменьшилась до 7% в 2008-ом, то есть за анализируемый период уменьшилась вдвое.

Что касается структуры баланса, то активы за анализируемый период стали ещё более ликвидными, чем ранее. Если в начале периода соотношение оборотного и основного имущества в балансе было соответственно 80% и 20%, то к концу периода те же показатели были уже 88% и 12%. Значительно увеличилась доля запасов в балансе (с 40% до 49%), а показатель оборачиваемости запасов достиг в 2008-ом году 247-и дней (2005: 94).

В пассиве балансе наблюдался постепенный перевес в пользу собственного капитала. Если в начале периода соотношение собственного и заёмного капитала было соответственно 50% и 50%, то в конце – 55% и 45%. Собственный капитал состоял в основном из нераспределённой прибыли. Заёмный капитал разделялся на кредиторскую задолженность и кредитные обязательства. При этом доля кредиторской задолженности уменьшалась, а доля кредитов, наоборот увеличивалась. За счёт кредитов компенсировалась нехватка собственных денег. Так как оборачиваемость

кредиторской задолженности (в днях) уменьшалась, а оборачиваемость дебиторской задолженности увеличивалась, дисбаланс поступлений и выплат становился всё значительнее. За счёт новых кредитов погашали ранее полученные, а также совершали инвестиции и выплачивали дивиденды. Выплаты по дивидендам ощутимо увеличивались с каждым годом (кроме 2008-го), даже, несмотря на уменьшение денежного остатка в результате основной деятельности и нехватку собственных денежных средств. Качество прибыли (коммерческой) большую часть времени (2005–2007) было низким, так как начисленная прибыль значительно превышала изменение денежного остатка от основной деятельности. Только в 2008-ом году этот показатель достиг положительного результата.

3. АНАЛИЗ AS MERKO EHITUS ПОСЛЕ РАЗДЕЛЕНИЯ

В третьей главе проводится анализ новой фирмы, образовавшейся в результате разделения. Анализируется информация и отчётность за период 2009–2013. Приводится краткая справка о позиции Merko Ehitus AS на рынке в этот период. Рассматриваются изменения в составе управляющих органов предприятия. Подводятся итоги о том, как часто менялось управление в течение всего анализируемого периода. Исследуются причины и последствия изменений в составе руководства. Приводится краткая справка о новых членах правления и совета, а также оценивается их компетентность в рамках полученной должности (и строительной сферы в целом). Анализируются финансово-хозяйственные показатели предприятия за период 2009–2013. В том числе проводится горизонтальный, трендовый и вертикальный анализ баланса, отчёта о прибыли и отчёта о движении денежных средств за эти года. А также, проводится расчёт и анализ основных коэффициентов. Выявляются и рассматриваются самые значительные изменения. Результаты анализа сравниваются с результатами прошлого периода (2005–2008). Анализируется влияние разделения фирмы на её финансово-хозяйственные показатели. Выясняется, были ли существенные изменения в показателях фирмы после её реструктуризации.

3.1 Изменения в составе управляющих органов Merko Ehitus AS в период 2009–2013

В 2009-ом году состав правления сохранился таким же, как и в 2008-ом. Небольшие перемены были в 2010-ом году, но кардинальное изменение состава правления произошло только в 2012-ом году. В таблице 24 приведена информация о составе правления Merko Ehitus AS в период 2009–2013.

Таблица 24. Состав правления Merko Ehitus AS период 2009–2013

Область ответственности	2009	2010	2011	2012	2013
Общее управление	Гийт Робен	Гийт Робен	Гийт Робен	Андрес Тринк	Андрес Тринк
Развитие проектов		Яан Мьяэ	Яан Мьяэ		
Финансы	Алар Лагус	Алар Лагус	Алар Лагус		
Техническая сфера	Вельо Вийтман	Вельо Вийтман	Вельо Вийтман		
Строительство	Андрес Агукас	Андрес Агукас	Андрес Агукас		
Контроль качества		Виктор Мыйсья	Виктор Мыйсья	Виктор Мыйсья	Виктор Мыйсья

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

Начиная 2010-го года, в правление стало на одного члена больше. Был назначен Виктор Мыйсья. В таблице 25 приведена краткая справка о нём.

Таблица 25. Краткая справка о Викторе Мыйсья

Имя	Виктор Мыйсья
Должность	Член правления
Образование	Таллиннский политехнический институт (теплогазоснабжение и вентиляция)
Опыт работы	С момента создания предприятия AS Merko Ehitus работал прорабом и руководителем различных объектов, с ноября 2001г. занимал должность руководителя отдела бетонных работ. Обязанности члена правления выполняет с 21 декабря 2010 г. В его задачи входит управление качеством и осуществление надзора.
Количество акций	1 103 734

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

В 2012-ом году была проведена серьёзная реструктуризация правления концерна. На общем собрании был утверждён новый устав, согласно которому правление теперь могло состоять не более чем из трёх человек. К концу 2012-года все

(кроме Виктора Мыйсья) были переведены в правление дочернего предприятия Merko Ehitus Eesti AS, а в Merko Ehitus AS осталось только два члена правления – Виктор Мыйсья и Андрес Тринк. Виктор Мыйсья продолжил отвечать за контроль качества, а все остальные сферы ответственности были объединены и переданы Андресу Тринку. (Домашняя страница Merko Ehitus AS)

В отличие от правления, в совете серьёзных перемен не было. В таблице 26 приведена информация о составе совета в период 2009–2013.

Таблица 26. Состав совета Merko Ehitus AS в период 2009–2013

2009	2010	2011	2012	2013
Тыну Тоомик	Тыну Тоомик	Тыну Тоомик	Тыну Тоомик	
Теэт Роопалу	Теэт Роопалу	Теэт Роопалу	Теэт Роопалу	Теэт Роопалу
Индрек Нейвельт	Индрек Нейвельт	Индрек Нейвельт	Индрек Нейвельт	Индрек Нейвельт
Олари Таал	Олари Таал	Олари Таал	Олари Таал	Олари Таал
Яан Мязэ		Тоомас Аннус	Тоомас Аннус	Тоомас Аннус

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

В 2009-ом году состав совета был абсолютно таким же, как годом ранее. В 2010-ом году свой пост покинул Яан Мязэ, вступивший в должность члена правления. В 2013-ом году из состава совета вышел Тыну Тоомик, который, перешёл в управляющие органы дочерних предприятий. Больше всего привлёк внимание автора тот факт, что в 2011-ом году в совет вернулся Тоомас Аннус. Общее собрание акционеров решило вновь назначить его председателем совета. В прессе писали о том, что мнения критиков об этом событии разделились. Одни считали, что недопустимо возвращение в состав совета человека, чьё имя связано с многочисленными скандалами, так как это повредит имиджу концерна. Другие считали нелогичным отсутствие Тоомаса Аннуса в совете, так как он по-прежнему владел большинством акций концерна и соответственно должен был принимать активное участие в ежедневном управлении. (Тоомас Аннус to return ... 2011)

Интересно, что с уходом Тоомаса Аннуса состояние концерна заметно ухудшалось, а под его управлением компания всегда была в прибыли. Возможно, это было стечением обстоятельств. А, возможно, концерн был прибыльным благодаря его активному участию в управлении.

3.2 Анализ финансово-хозяйственных показателей Merko Ehitus AS в период 2009–2013

В результате анализа автор выяснил, что одновременно с уменьшением прибыли от основной деятельности увеличивалась прибыль от продажи основного имущества. Также постоянно увеличивались интрессовые доходы (см приложение 13). То есть, возможно, предприятие пыталось улучшить прибыльность за счёт не основной деятельности. Автор отметил, что до разделения концерн показывал из года в год увеличение прибыли от продажи связанных и общих предприятий. Самая большая сумма была отражена в 2007-ом году. После разделения в этой же строке постоянно показывали убыток (исключением был только 2012-ый год, когда показали прибыль, но она была совсем незначительной, см приложение 11). В балансе статья участия в связанных и общих предприятиях стремительно увеличивалась с каждым годом и достигла максимального значения в 2007-ом году. После разделения эта же статья становилась с каждым годом всё меньше (см приложение 15).

Начиная с разделения, и до 2011-го года валовая прибыль постоянно уменьшалась (см приложение 11). Также всё это время уменьшалось соотношение валовой прибыли к выручке (см приложение 12). Интересно, что наименьшего значения показатель достиг в 2011-ом году, в то время как выручка уже значительно увеличилась. Это произошло, поскольку соотношение себестоимости к выручке постоянно увеличивалось. Выручка постепенно уменьшалась в связи с уменьшением спроса, а увеличение себестоимости было вызвано внеочередными расходами из-за значительной уценки запасов и основного имущества. Концерн объясняет необходимость переоценки значительным ухудшением экономической ситуации, которое обусловило обесценивание имущества. (Домашняя страница Merko Ehitus AS) Интересно, что в годы, предшествующие разделению сумма запасов в балансе

постоянно увеличивалась, а после разделения, наоборот появилась тенденция уменьшения. В таблице 27 приведена информация об изменении величины запасов в балансе из года в год.

Таблица 27. Удельный вес запасов в балансе Merko Ehitus AS в период 2009–2013 (в процентах)

Доля запасов в балансе	2009	2010	2011	2012	2013
Баланс (31.12)	44%	48%	40%	37%	37%
Среднегодовой баланс	45%	46%	43%	38%	37%

Источник: (Составлено автором на основании данных из приложения 15, 17)

Учитывая информацию из таблицы 27, нельзя исключать, что перед разделением запасы были оценены слишком оптимистично, а после разделения была установлена их реальная величина. Похожая ситуация наблюдалась с требованиями к покупателям – до разделения эта статья баланса постоянно и значительно увеличивалась, а после разделения начала уменьшаться. (см приложения 14 и 16) Как уже упоминалось в предыдущей главе, преувеличение стоимости имущества может являться сопутствующим элементом увеличения выручки с помощью начислений.

Согласно информации приведённой в годовых отчётах, после разделения заметно уменьшились управленческие расходы, что стало возможным благодаря принятию концерном специальных мер по экономии и урезанию затрат. При этом концерн значительно уменьшил именно те расходы, которые перед разделением активно увеличивал (расходы на рабочую силу и юридические услуги). После разделения (и до 2011-го года) автором была выявлена тенденция уменьшения управленческих расходов. Это обстоятельство может означать, что концерн ранее (особенно в 2007-ом году) показывал преувеличенные расходы, чтобы после разделения показатели прибыльности были лучше.

Для дальнейшего анализа автор использовал приведённые в таблице 28 данные об изменении денежного остатка в разрезе видов деятельности в период 2009–2013.

Изменение общего остатка денег создаёт положительное впечатление, так как наблюдается тенденция увеличения количества свободных денег в фирме. Однако, поведение денежного остатка от основной деятельности очень противоречиво. Поскольку результат именно этого вида деятельности является самым важным, то

далее были проанализированы показатели качества прибыли от основной деятельности за период 2009–2013, приведённые в таблице 29.

Таблица 28. Изменение денежного остатка в разрезе видов деятельности в период 2009–2013 (в тысячах евро)

Источник изменения	2009	2010	2011	2012	2013
Основная деятельность	23 548	-7 237	-6 209	21 001	19 657
Инвестиционная деятельность	-12 703	16 470	2 635	933	-1 302
Финансовая деятельность	-20 835	-22 526	12 059	-5 024	-6 967
Общее изменение денежного остатка	-9 990	-13 293	8 485	16 910	11 388

Источник: (Составлено автором на основании данных из источников: Merko Ehitus AS Majandusaasta aruanded 2005–2008)

Как уже упоминалось в предыдущей главе, качественной считается прибыль, сопровождаемая поступлением денег. При этом идеальным считается соотношение равное единице. Данные были рассчитаны по приведённой во второй главе формуле 1.

Таблица 29. Показатель качества прибыли от основной деятельности

2009	2010	2011	2012	2013
2,79	N/A	0,50	2,40	1,60

Источник: (Расчёты автора на основании данных из таблицы 28 и приложения 11)

В таблице 29 видно, что все пять лет анализируемый показатель заметно отличался от единицы, причём как в большую так и в меньшую сторону. Соотношение прибыли от основной деятельности к поступлению денег менялось очень резко и разнонаправленно. Такое поведение вышеупомянутого копоказателя заставило автора сомневаться в качестве прибыли предприятия, поэтому был осуществлён более детальный анализ изменения денежного остатка от основной деятельности.

В таблице 30 приведены результаты анализа, в ходе которого изучил изменение денежного остатка, рассчитал прибыль на кассовой основе и сравнил её с начисленной прибылью, показанной в отчёте о прибыли и убытках, а также выявил причины различий в этих цифрах.

Таблица 30. Нахождение коммерческой прибыли (убытка) на кассовой основе за 2009 год (в тысячах евро)

Статья	Влияние на денежный остаток
Начисленная коммерческая прибыль	8 440
Износ и уценка основного имущества	2 395
Прибыль (убыток) от продажи основного имущества	-33
Изменение требований и задолженности, рассчитанных методом степени готовности	3 614
Интрессовые доходы от основной деятельности	-286
Изменение остатка целевого финансирования и прочих резервов	-149
Изменение требований и предоплат, связанных с основной деятельностью	14 256
Изменение запасов	17 966
Изменение задолженности и предоплат, связанных с основной деятельностью	-19 574
Коммерческая прибыль, рассчитанная на кассовой основе	26 629

Источник: (Расчёты автора на основании данных из источника: AS Merko Ehitus ... 2009)

Как следует из таблицы 30, прибыль, рассчитанная на кассовой основе больше прибыли по начислениям на 18 189 тысяч евро. Это хороший признак и говорит о том, что прибыль высокого качества (обеспечена реальными деньгами).

В 2009-ом году общий денежный остаток уменьшился на 9990 тыс. евро. Положительное влияние оказала только основная деятельность, увеличившая денежный остаток на 26 629 тысяч евро. Больше всего повлияли на результат: изменение запасов (+17 966 тыс. евро), изменение задолженностей (-19 574 тыс. евро) и требований (+14 256 тыс. евро). Из приведённой информации следует, что требования к покупателям уменьшились, и это положительно повлияло на денежный остаток, так как покупатели оплатили свои счета и деньги поступили в концерн. Также положительно отразилось на денежном остатке уменьшение запасов. Уменьшение задолженностей перед поставщиками оказало, наоборот негативное влияние, так как означало, что концерн совершил выплаты по полученным счетам и соответственно, количество денег уменьшилось.

В результате деятельности по инвестированию денежный остаток уменьшился на 12 703 тысяч евро. Выплаты здесь были связаны с приобретением финансовых

инвестиций (8830 тыс. евро), выдачей кредита (4211 тыс. евро) и покупкой дочерней фирмы (3967 тыс. евро). Самое значительное поступление от инвестиционной деятельности было получено от заёмщиков (2927 тыс. евро) и в виде интрессов (2043 тыс. евро).

Деятельность по финансированию отрицательно повлияла на денежный остаток концерна, уменьшив его на 20 835 тысяч евро. Поступления здесь были только за счёт кредитов (3633 тыс. евро). Выплаты состояли из погашения задолженности по кредитам (19 218 тыс. евро) и выплаты дивидендов (4132 тыс. евро).

Таблица 31. Нахождение коммерческой прибыли (убытка) на кассовой основе за 2010 год (в тысячах евро)

Статья	Влияние на денежный остаток
Коммерческая прибыль по начислению	2 380
Износ и уценка основного имущества	2 427
Прибыль (убыток) от продажи основного имущества	-76
Изменение требований и задолженности, рассчитанных методом степени готовности	-23 355
Интрессовые доходы от основной деятельности	-627
Изменение остатка целевого финансирования и прочих резервов	644
Изменение требований и предоплат, связанных с основной деятельностью	1 878
Изменение запасов	5 593
Изменение задолженности и предоплат, связанных с основной деятельностью	6 261
Коммерческий убыток, рассчитанный на кассовой основе	-4 875

Источник: (Расчёты автора на основании данных из источника: AS Merko Ehitus ... 2010)

Из таблицы 31 следует, что прибыль, рассчитанная на кассовой основе меньше прибыли по начислениям на 7255 тысяч евро. В результате начислений компания получила небольшую прибыль от основной деятельности. Расчёт итогов на кассовой

основе показал, что на самом деле основная деятельность была убыточной. По мнению автора, это плохой знак.

В 2010-ом году общее изменение денежного остатка было отрицательным и составило 13 293 тысяч евро. Основная деятельность принесла уменьшение денежного остатка на 4875 тысяч евро. Больше всего повлияли на результат: изменение запасов (+5593 тыс. евро), изменение задолженностей (+6261 тыс. евро) и требований (+1878 тыс. евро), а также оплата подоходного налога (-1501 тыс. евро). Из приведённой информации следует, что требования к покупателям уменьшились, и это положительно повлияло на денежный остаток, так как привело к поступлению денег. Также положительно отразилось на денежном остатке уменьшение запасов, которое привело к высвобождению денег. Уменьшение задолженностей перед поставщиками также оказало позитивное влияние, так как означало, что концерн оставил часть счетов не оплаченными, соответственно деньги остались в пользовании концерна.

Деятельность по инвестированию увеличила денежный остаток на 16 470 тысяч евро. Выплаты здесь были связаны с выдачей кредитов (8096 тыс. евро) и инвестициями в недвижимость (2619 тыс. евро). Самое значительное поступление от инвестиционной деятельности было получено от возврата краткосрочного депозита (22 972 тыс. евро) и от заёмщиков (4129 тыс. евро).

Деятельность по финансированию уменьшила денежный остаток концерна на 22 526 тысяч евро. Поступления здесь были только за счёт кредитов (2115 тыс. евро). Выплаты состояли из погашения задолженности по кредитам (10 750 тыс. евро) и выплаты дивидендов (12 444 тыс. евро).

Из таблицы 32 следует, что убыток, рассчитанный на кассовой основе меньше убытка по начислениям на 5919 тысяч евро. В результате начислений компания показала практически вдвое преувеличенный убыток от основной деятельности. По мнению автора, это плохой признак.

В 2011-ом году общее изменение денежного остатка было положительным и составило 8485 тысяч евро. Основная деятельность принесла уменьшение денежного остатка на 6429 тысяч евро. Больше всего повлияли на результат: изменение запасов (+8146 тыс. евро), изменение задолженностей (+15 755 тыс. евро) и требований (-24 993 тыс. евро).

Таблица 32. Нахождение коммерческой прибыли (убытка) на кассовой основе за 2011 год (в тысячах евро)

Статья	Влияние на денежный остаток
Коммерческая прибыль по начислению	-12 348
Износ и уценка основного имущества	2 242
Прибыль (убыток) от продажи основного имущества	-722
Изменение требований и задолженности, рассчитанных методом степени готовности	3 979
Интрессовые доходы от основной деятельности	-1 419
Изменение остатка целевого финансирования и прочих резервов	2 931
Изменение требований и предоплат, связанных с основной деятельностью	-24 993
Изменение запасов	8 146
Изменение задолженности и предоплат, связанных с основной деятельностью	15 755
Коммерческий убыток, рассчитанный на кассовой основе	-6 429

Источник: (Расчёты автора на основании данных из источника: AS Merko Ehitus ... 2011)

Из приведённой в таблице 32 информации следует, что дебиторская задолженность увеличилась, и это повлияло отрицательно на денежный остаток, так как денег по выставленным счетам не поступило. Положительно отразилось на денежном остатке уменьшение запасов, которое привело к высвобождению денег. Увеличение задолженностей перед поставщиками также отразилось на денежном остатке положительно, так как означало, что концерну удалось оставить довольно большую сумму долга не оплаченной и таким образом оставить деньги в пользовании концерна.

Деятельность по инвестированию увеличила денежный остаток на 2635 тысяч евро. Выплаты здесь были связаны с покупкой основного материального имущества (1008 тыс. евро) и инвестициями в недвижимость (3648 тыс. евро). Самые значительные поступления от инвестиционной деятельности были получены от возврата краткосрочного депозита (2511 тыс. евро), продажи инвестиций в

недвижимость (3334 тыс. евро) и продажи основного материального имущества (1426 тыс. евро).

Деятельность по финансированию увеличила денежный остаток на 12 059 тысяч евро. Поступления здесь были только за счёт кредитов (20 995 тыс. евро). Выплаты состояли из погашения задолженности по кредитам (5484 тыс. евро) и выплаты дивидендов (1770 тыс. евро).

Таблица 33. Нахождение коммерческой прибыли (убытка) на кассовой основе за 2012 год (в тысячах евро)

Статья	Влияние на денежный остаток
Коммерческая прибыль по начислению	8 758
Износ и уценка основного имущества	2 608
Прибыль (убыток) от продажи основного имущества	-123
Изменение требований и задолженности, рассчитанных методом степени готовности	-729
Интрессовые доходы от основной деятельности	-2 173
Изменение остатка целевого финансирования и прочих резервов	1 974
Изменение требований и предоплат, связанных с основной деятельностью	7 334
Изменение запасов	5 420
Изменение задолженности и предоплат, связанных с основной деятельностью	-3 039
Коммерческая прибыль, рассчитанная на кассовой основе	20 030

Источник: (Расчёты автора на основании данных из источника: AS Merko Ehitus ... 2012)

Из информации, приведённой в таблице 33, следует, что прибыль, рассчитанная на кассовой основе больше прибыли по начислениям на 11 279 тысяч евро. Это, по мнению автора, хороший признак, указывающий на высокое качество прибыли.

В 2012-ом году увеличение общего денежного остатка составило 16 910 тысяч евро. В результате основной деятельности денежный остаток увеличился на 20 030 тысяч евро. Больше всего повлияли на результат: изменение запасов (+5420 тыс. евро), изменение задолженностей (-3039 тыс. евро) и требований (+7334 тыс. евро). Из

приведённой информации следует, что требования к покупателям уменьшились, и это положительно отразилось на денежном остатке, так как были получены деньги от покупателей. Положительно отразилось на денежном остатке уменьшение запасов, которое привело к высвобождению денег. Уменьшение задолженностей перед поставщиками указывает на то, что концерн выплатил часть долгов, что негативно повлияло на денежный остаток.

Деятельность по инвестированию увеличила денежный остаток на 933 тысячи евро. Самые большие выплаты были связаны с покупкой основного материального имущества (890 тыс. евро) и инвестициями в недвижимость (1463 тыс. евро). Самое значительное поступление от инвестиционной деятельности было получено в результате продажи связанных фирм (2750 тыс. евро).

Деятельность по финансированию негативно повлияла на денежный остаток концерна, поскольку уменьшила его на 5024 тысяч евро. Поступления здесь были за счёт кредитов (12 974 тыс. евро) и факторинга (1544 тыс. евро). Выплаты были направлены на погашение задолженности по кредитам (18 640 тыс. евро).

Из таблицы 34 следует, что прибыль, рассчитанная на кассовой основе больше прибыли по начислениям на 6611 тысяч евро. Это считается хорошим признаком и указывает на то, что заработанная прибыль сопровождается поступлением денег.

В 2013-ом году увеличение общего денежного остатка составило 11 388 тысяч евро. В результате основной деятельности денежный остаток увеличился на 18 872 тысяч евро. Больше всего повлияли на результат: изменение запасов (-4943 тыс. евро), изменение задолженностей (+10 171 тыс. евро) и требований (-6155 тыс. евро). Из приведённой информации следует, что требования к покупателям увеличились, следовательно, часть покупателей ещё не оплатили свои счета, и это оказало негативное влияние на денежный остаток концерна. Увеличение запасов тоже оказало негативное влияние, так как деньги «заморожены» в виде запасов и, следовательно, стали не доступными для повседневного использования. Увеличение задолженностей перед поставщиками указывает на то, что концерн оставил часть долгов не оплаченными, что позволило, временно сэкономить деньги и соответственно повлияло на денежный остаток положительно.

Таблица 34. Нахождение коммерческой прибыли (убытка) на кассовой основе за 2013 год (в тысячах евро)

Статья	Влияние на денежный остаток
Коммерческая прибыль по начислению	12 261
Износ и уценка основного имущества	2 880
Прибыль (убыток) от продажи основного имущества	-214
Изменение требований и задолженности, рассчитанных методом степени готовности	4 717
Интрессовые доходы от основной деятельности	-1 479
Изменение остатка целевого финансирования и прочих резервов	1 634
Изменение требований и предоплат, связанных с основной деятельностью	-6 155
Изменение запасов	-4 943
Изменение задолженности и предоплат, связанных с основной деятельностью	10 171
Коммерческая прибыль, рассчитанная на кассовой основе	18 872

Источник: (Расчёты автора на основании данных из источника: AS Merko Ehitus ... 2013)

В результате деятельности по инвестированию в 2013-ом году денежный остаток уменьшился на 1302 тысячи евро (см таблицу 34). Самые большие выплаты были связаны с покупкой основного материального имущества (784 тыс. евро) и инвестициями в недвижимость (1080 тыс. евро). Самое значительное поступление от инвестиционной деятельности было получено в результате продажи основного материального имущества (1080 тыс. евро).

Деятельность по финансированию уменьшила денежный остаток концерна на 6967 тысяч евро. Поступления были только за счёт кредитов (12 862 тыс. евро). Выплаты состояли из погашения задолженности по кредитам (11 810 тыс. евро), факторинга (1544 тыс. евро) и выплаты дивидендов (5310 тыс. евро).

В таблице 35 автор привёл данные выплатах по дивидендам в период 2009–2013. Интересно, что самые большие дивиденды были выплачены в 2010-ом году, когда финансовое положение концерна было наихудшим.

Таблица 35. Выплаты по дивидендам в период 2009–2013

Год	2009	2010	2011	2012	2013
Выплаченные дивиденды (тыс. евро)	4132	12 444	1770	0	5310

Источник: (Составлено автором на основании данных из источников: AS Merko Ehitus Majandusaasta aruanded 2005–2008)

В 2010-ом году изменение общего денежного остатка было самым негативным и качество прибыли от основной деятельности было самым низким. В этом году положительное изменение денежного остатка было только от деятельности по инвестированию и только за счёт того, что вернулись деньги, ранее положенные на краткосрочный депозит.

3.3 Анализ вероятности банкротства Merko Ehitus AS

Эта часть работы посвящена оценке вероятности банкротства предприятия Merko Ehitus AS. Банкротство – это признанная арбитражным судом неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей. Ключевую роль в оценке вероятности банкротства имеет анализ финансово-хозяйственных показателей предприятия. Существуют различные модели для диагностики признаков банкротства. (Кован 2011, 39) Для большей достоверности полученных результатов автор использовал несколько моделей: модель Альтмана (в двух вариациях), модель Спрингейта, модель Змиевского и модель Кюннапаса.

В первую очередь была использована самая популярная модель Альтмана, опубликованная ученым 1968-ом году. Эта модель предназначена для акционерных обществ, чьи акции нотируются на бирже. Расчет пятифакторной модели Альтмана имеет вид формулы 2.

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5 \quad (2)$$

где

- Z – рейтинговый показатель,
- X_1 – отношение собственных оборотных средств к сумме активов,
- X_2 – отношение нераспределенной прибыли к сумме активов,

- X_3 – отношение прибыли до уплаты налогов к сумме активов,
- X_4 – отношение рыночной стоимости собственного капитала к обязательствам,
- X_5 – отношение выручки к сумме активов.

Оценка результатов производится по следующим критериям:

- если $Z > 2,99$, то отсутствует опасность наступления банкротства,
- если $Z < 1,81$, то вероятность наступления банкротства очень велика,
- если $1,81 < Z < 2,99$, то финансовое состояние предприятия неоднозначно (всё возможно)

Точность прогноза этой модели на один год составляет 95%, на два года – 83%.
(Pike, Neale 2003, 448)

В результате этого анализа значение рейтингового показателя (Z) в 2008-ом году, составило 3,10, в 2013-ом году результат был таким же (3,10). Согласно этой модели хорошим признаком считается значение Z , превышающее 2,99. В таком случае ситуация на предприятии стабильна, вероятность неплатежеспособности в течение ближайших двух лет крайне мала.

Далее была использована другая модель Альтмана. При её использовании не важно, нотируются ли акции предприятия на бирже. Также не имеет значения и сфера деятельности фирмы. Расчет этой модели Альтмана имеет вид формулы 3.

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 \quad (3)$$

где

- Z'' – рейтинговый показатель,
- X_4 – соотношение собственного капитала к обязательствам
- $X_1 \dots X_3$ – идентичны соответствующим переменным из формулы 2

Оценка результатов производится по следующим критериям:

- если $Z'' > 2,60$, то отсутствует опасность наступления банкротства,
- если $Z'' < 1,10$, то вероятность наступления банкротства очень велика,
- если $1,10 < Z'' < 2,60$, то финансовое состояние предприятия неоднозначно (так называемая «серая зона») (Foster 1986, 552-553)

В результате этого анализа значение рейтингового показателя (Z'') в 2008-ом году, составило 7,10, а в 2013-ом году – 5,59. Согласно этой модели хорошим

признаком считается значение Z », превышающее 2,60. Это говорит о том, что у Merko Ehitus AS отсутствовала опасность неплатежеспособности.

Далее была использована модель Спрингейта, построенная Гордоном Л. В. Спрингейтом в 1978 году. Оценка вероятности банкротства по модели Спрингейта производится по формуле 5.

$$Z = 1,03X_1 + 3,07X_2 + 0,66X_3 + 0,4X_4 \quad (5)$$

где

- Z – рейтинговый показатель,
- X_1 – отношение оборотного капитала к сумме активов,
- X_2 – отношение коммерческой прибыли к сумме активов,
- X_3 – отношение прибыли до налогообложения к текущим обязательствам,
- X_4 – отношение выручки к сумме активов.

Точность прогнозирования для данной модели составляет 92%. (Зайцева 2011)

Согласно этой модели, предприятие можно считать потенциальным банкротом, если значение Z меньше чем 0,862. У Merko Ehitus AS значение рейтингового показателя (Z) в 2008-ом году составило 1,48, а в 2013-ом году – 1,11. Это хороший знак, свидетельствующий о том, что предприятие не является потенциальным банкротом.

Далее была применена Модель Змиевского (1984 г.). Расчёты произведены по формуле 6.

$$Z = -4,3 - 4,5X_1 + 5,7X_2 - 0,004X_3, P = f(Z) \quad (6)$$

где

- Z – рейтинговый показатель,
- X_1 – отношение чистой прибыли к сумме активов,
- X_2 – отношение общей задолженности к сумме активов,
- X_3 – отношение оборотного имущества к текущим обязательствам,
- $f(Z)$ – функция стандартного нормального распределения,
- P – вероятность банкротства.

Вероятность банкротства (P) – это бинарная величина принимающая значение 0 или 1 (небанкрот / банкрот). (Жданов 2014)

Рейтинговый коэффициент (Z) используется для определения вероятности банкротства на основе функции стандартного нормального распределения. Значение

этой вероятности можно рассчитать, используя функцию «НОРМСТОБР» в программе MS Excel. (Зайцева 2011)

В результате расчётов по модели Змиевского, значение рейтингового показателя (Z) в 2008-ом году составило 0,02, в 2013-ом году – 0,04. Согласно этой модели, это значит, что предприятие не является банкротом.

Далее автор использовал модель И. Кюннапаса, которая была разработана в Эстонии в 1998-ом году, студентом Тартуского университета. Модель имеет вид формулы 7.

$$T = 2,44X_1 + 0,348X_2 + 0,306 X_3 \quad (7)$$

где

- T – рейтинговый показатель,
- X_1 – отношение чистой прибыли к сумме активов,
- X_2 – отношение выручки к сумме активов,
- X_3 – отношение оборотного имущества к текущим обязательствам.

Оценка результатов производится по следующим критериям:

- если $T < 0,37$, то вероятность наступления банкротства велика,
- если $0,37 < T < 1,22$, то существует небольшая вероятность наступления банкротства (так называемая «зона игнорирования»),
- если $T > 1,22$, то финансовое состояние предприятие является хорошим.

Стоит отметить, что для предприятий производственной отрасли критическим является значение рейтингового показателя (T) 0,66. (Kaia Kask 2001, 82)

В результате расчётов по модели Кюннапаса, значение рейтингового показателя (Z) в 2008-ом году составило 4,95, что, согласно это модели, означало хорошее состояние предприятия. В 2013-ом году значение показателя было 1,11, что означало попадание состояния предприятия в «зону игнорирования».

Таким образом, был проведён анализ по всем упомянутым автором моделям, и большая часть результатов указала на отсутствие признаков банкротства у Merko Ehitus AS. На неопределённое состояние указывали лишь модель Кюннапаса. Учитывая то обстоятельство, что из всех использованных в работе моделей, последняя не является самой авторитетной и надёжной, автор не видит серьёзного повода для настороженности. Исходя из результатов анализа, можно считать Merko Ehitus AS

финансово устойчивым и платежеспособным предприятием. Риск наступления банкротства минимален.

Обобщение. Начавшаяся в 2008-ом году тенденция уменьшения выручки, продолжалась до 2010-го года (включительно). Величина себестоимости в этот период также уменьшалась, но гораздо медленнее. Поэтому соотношение себестоимости к выручке увеличивалось, а рентабельность (на основе валовой прибыли) уменьшалась вплоть до 2011-го года. Такая ситуация была вызвана, во-первых, продолжавшимся кризисом (как упоминалось в первой главе, строительная сфера достигла глубочайшей точки кризиса в 2010-ом году), а во-вторых, разделением концерна в 2008-ом году. После разделения Merko Ehitus AS, спрос на услуги предприятия заметно уменьшился. Концерну пришлось преодолеть целый ряд сложностей, прежде чем удалось вернуть интерес заказчиков. Улучшение ситуации началось в 2011-ом году и продолжалось вплоть до конца анализируемого периода. В 2011-ом году начала увеличиваться выручка, а начиная с 2012-го года, удалось уменьшить соотношение себестоимости к выручке и соответственно увеличить рентабельность (на основе валовой прибыли). К концу 2013-го года показатели рентабельности (на основе валовой, коммерческой и чистой прибыли) ещё не достигли уровня предыдущего периода (2005–2008), но тенденция увеличения явно наблюдалась. Что касается структуры баланса, то в составе активов наблюдалось перераспределение долей оборотного и основного имущества. В прошлом периоде (2005–2008) постоянно увеличивалась доля оборотного имущества и уменьшалась доля основного имущества. В анализируемом периоде – наоборот. Если в начале периода соотношение оборотного и основного имущества в балансе было соответственно 84% и 16%, то к концу периода те же показатели были 80% и 20%. Заметно уменьшилась доля запасов в балансе (с 45% до 37%), а показатель оборачиваемости запасов улучшился, составив в 2013-ом году 129 дней (2008: 247). В пассиве балансе по-прежнему сохранялся перевес в пользу собственного капитала, но по сравнению с прошлым периодом он стал немного меньше. К концу анализируемого периода соотношение собственного и заёмного капитала было соответственно 51% и 49% (в конце прошлого периода – 55% и 45%). Собственный капитал состоял в основном из нераспределённой прибыли. Заёмный капитал разделялся на кредиторскую задолженность и кредитные обязательства. При этом доля кредиторской задолженности увеличивалась (с 25% в 2008-ом году до 30% в 2013-ом году), а доля

кредитов, наоборот уменьшалась (с 19% в 2008-ом году до 16% в 2013-ом году). Так как оборачиваемость кредиторской задолженности (в днях) увеличивалась, и оборачиваемость дебиторской задолженности (в днях) тоже увеличивалась, дисбаланс поступлений и выплат практически был ликвидирован. За анализируемый период из пяти лет три раза основная деятельность приносила увеличение денежного остатка, причём в довольно больших суммах. За последние три года (с 2011-го по 2013-ый) изменение общего денежного остатка постоянно было положительным. Выплаты по дивидендам выплачивались практически каждый год. Интересно, что самые большие дивиденды были выплачены в 2010-ом году, когда финансовое положение концерна было наихудшим. В 2010-ом году положительное изменение денежного остатка было только от деятельности по инвестированию и только за счёт того, что вернулись деньги, ранее положенные на краткосрочный депозит. Качество прибыли (коммерческой) большую часть времени было высоким, то есть изменение денежного остатка от основной деятельности значительно превышало начисленную прибыль. Очень положительно характеризует предприятие отсутствие признаков опасности банкротства.

3.4 Обзор влияния прессы на цену на акции Merko Ehitus AS в период 2009–2013

В период 2009–2013 (после разделения) колебание уровня цены акций было гораздо более плавным, чем до разделения. Динамика цены приведена на рисунке 7.

Тенденция увеличения цены акции, начавшаяся в конце 2008-го года, продолжалась до середины 2010-го года. Во-первых, положительное влияние оказывали новости о выплате дивидендов. В 2009-ом и 2010-ом годах Merko Ehitus AS щедро выплачивала дивиденды. (Ищенко, 2009) Во-вторых, положительной для инвесторов была новость о том, что Merko Ehitus AS уменьшило зарплаты всем членам управляющих органов в связи с кризисом и уменьшением прибыли (в то время как многие биржевые предприятия продолжали платить огромные зарплаты руководителям, даже не смотря на убытки). Для инвесторов такие новости означали, что Merko Ehitus AS разумно относится к деньгам и умеет экономить. (Гигантская зарплата ... 2009)

Также положительно повлияла статья, вышедшая в марте 2010-го года, в которой сообщалось о том, что Тийт Робен поделился планами Merko Ehitus AS по увеличению доли на рынке стран Балтии за счет поглощения латвийских и литовских фирм. (Merko подумывает о приобретении ... 2010)

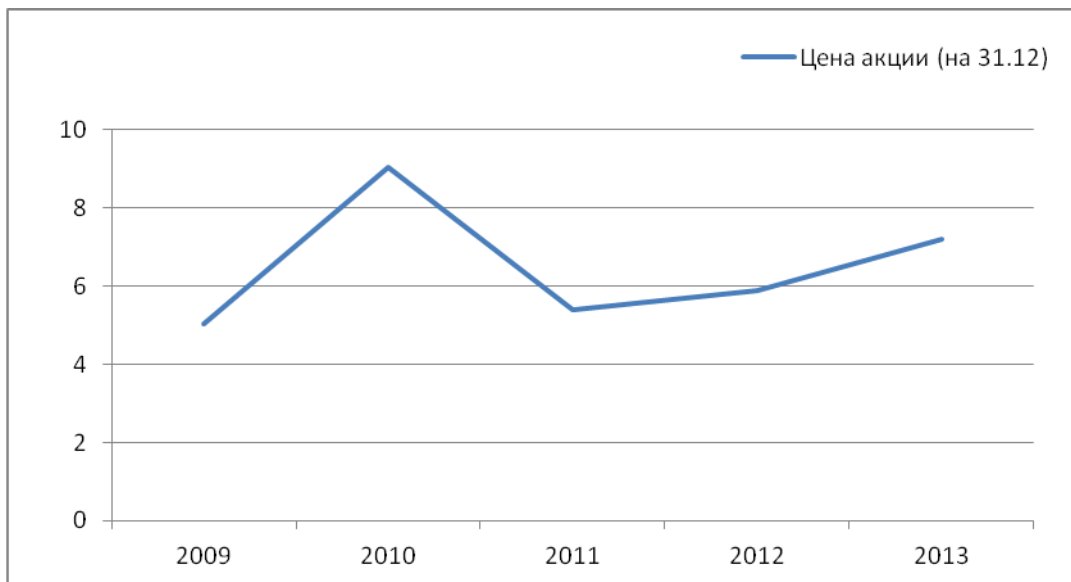


Рисунок 7. Динамика цены акции Merko Ehitus AS в период 2009–2013

Источник: составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus

Однако в 2011-ом году Тийт Робен заявил, о том, что строительные фирмы и в частности Merko Ehitus AS переживают не лучшие времена. Более того, в истории Merko Ehitus AS, этот год является самым тяжёлым. Во-первых, это обусловлено сильно увеличившейся ценой сырья, а во-вторых, усилившейся конкуренцией. Эта информация оказала негативное влияние на цену акции. (Merko Chief Sees ... 2011) Также негативно отразились на цене акции статьи о промежуточных итогах (квартальных отчётов), из которых инвесторам уже было понятно, что за 2011-ый год у предприятия будет большой убыток. (Merko Ehitus Third-Quarter ... 2011) К концу 2011-го года цена акции уменьшилась до 5,40 евро (2010: 9,05).

За 2012-ый год значительных изменений в цене акции не было. К концу году цена акции немного увеличилась. На это повлияли выходившие в течение года публикации квартальных отчётов, указывающие на то, что дела компании пошли в

гору (уже в первом квартале предприятию удалось выйти в прибыль). (Удачная для Мерко зима ... 2012)

В 2013 году увеличение цены акции продолжалось. На это повлияли новости о выплате дивидендов. (Merko Ehituse nõukogu ... 2013)

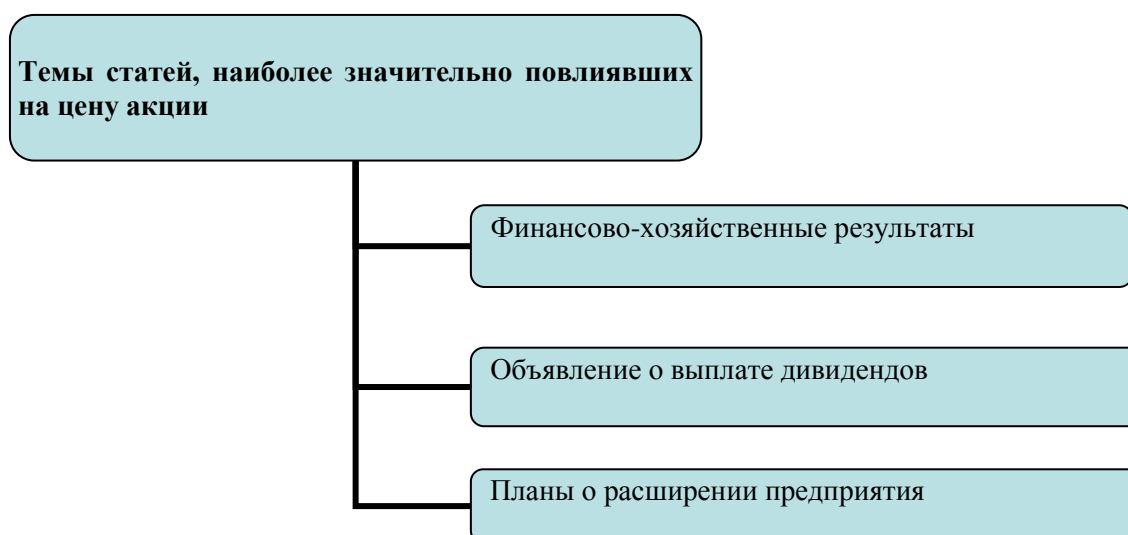


Рисунок 8. Темы статей, наиболее значительно повлиявших на цену акции Merko Ehitus AS в период 2009–2013

Источник: (Составлено автором)

Также, цена акции увеличивалась благодаря статьям, освещающим квартальные отчёты предприятия, из которых было очевидно, что результаты деятельности концерна становились лучше с каждым кварталом, и что Merko Ehitus AS закончит год с хорошей прибылью. (Saad, 2013)

В ходе проведённого анализа автор выяснил, статьи на какую тему больше всего влияли на изменение цены акции. Результаты приведены на рисунке 8.

Резюмируя все изложенные факты, можно отметить, что пресса имела довольно большое влияние на динамику цены акции Merko Ehitus AS.

РЕЗЮМЕ

Магистерская работа посвящена анализу крупнейшего строительного концерна в Эстонии – Merko Ehitus AS. Целью работы было выяснить причины популярности акций Merko Ehitus AS, а также сделать выводы о том, стоит ли в них инвестировать. Таким образом, основными вопросами работы являлись: стоит ли инвестировать в акции Merko Ehitus AS? Почему Merko Ehitus AS является одним из любимцев инвесторов? Обоснован ли такой статус?

В ходе написания этой работы, автор проанализировал деятельность фирмы с разных аспектов. Была изучена динамика строительного рынка в период 2005–2013, а также выявлены важные особенности данной отрасли. Была проанализирована информация о ценностях предприятия и его планах на ближайшее будущее, а также, выявлены его сильные и слабые стороны, в том числе его преимущества перед конкурентами. Помимо этого была изучена структура концерна и проанализирован состав управляющих ею органов. Информация о лидерах компании включает в числе прочего уровень образования и послужной список. Кроме того, была исследована динамика цены акции, и сделаны выводы о том, какие события (внутри фирмы или на рынке) могли спровоцировать те или иные изменения. Для этого был осуществлён анализ, как финансовой отчётности, так и информации в прессе.

В ходе анализа не было выявлено каких-либо серьёзных проблем результатах деятельности предприятия. В то же время не всегда у предприятия дела обстояли хорошо. Автор привёл как позитивные, так и негативные итоги за каждый период. Проанализировав финансово-хозяйственные показатели Merko Ehitus AS за период, предшествующий (2005–2008) реструктуризации, автор выявил следующие моменты. Положительными, по мнению автора, являются: регулярная выплата дивидендов (за анализируемый период восемь из девяти лет производились выплаты по дивидендам), преобладание в активе баланса ликвидных средств, примерно равное соотношение дебиторской задолженности к активу и кредиторской задолженности к пассиву, преобладание в пассиве собственного

капитала, преобладание в обязательствах некредитных задолженностей, высокие показатели рентабельности.

Отрицательными моментами, по мнению автора, была нехватка денежных средств (основная деятельность не приносила достаточно денег). Качество прибыли большую часть времени был низким, то есть денежные поступления были гораздо меньше начисленной прибыли. Это было вызвано, во-первых, постоянным ухудшением оборачиваемости запасов (запасы накапливались, а деньги оставались «замороженными»), во-вторых, ухудшением оборачиваемости дебиторской задолженности, а третьих, улучшением оборачиваемости кредиторской задолженности. Вследствие увеличения дисбаланса поступлений и выплат, концерну каждый год приходилось брать новые кредиты для погашения уже имеющихся, а также для выплаты дивидендов. Следующим негативным моментом как раз было увеличение доли кредитных обязательств в пассиве из года в год. У сложившейся ситуации было несколько причин. Во-первых, это обусловлено спецификой деятельности предприятия. Концерн выплачивает свои задолженности поставщикам гораздо быстрее, чем получает деньги от покупателей. Заказы выполняются в течение длительного периода, и оплата услуг происходит по частям. При этом материалы и услуги работников необходимо оплачивать строго вовремя. Во-вторых, осложнил положение начавшийся в 2008-ом году кризис, который ухудшил платёжеспособность клиентов, а также вызвал подорожание сырья и услуг. И, в-третьих, усугубил ситуацию сам процесс реструктуризации, повлекший за собой большое количество выплат.

В ходе анализа следующего периода (2009–2013) автор также отметил позитивные и негативные моменты. Первые годы после разделения предприятия (2009–2011) продолжалась тенденция ухудшения многих показателей (как уже упоминалось, в строительной сфере самый тяжелый кризис пришёлся на 2010-ый год). Сказалась и временная потеря интереса заказчиков к концерну из-за многочисленных скандалов и разделения. Но затем ситуация начала стабилизироваться и к концу 2013-го года концерну удалось улучшить многие показатели. Так, например, к концу анализируемого периода заметно улучшилась оборачиваемость запасов, вследствие чего высвободилось значительное количество денег. В активе баланса по-прежнему преобладало оборотное имущество, но теперь

уже за счёт увеличения дебиторской задолженности и денег. Концерну удалось добиться более гибкой системы оплаты поставщикам, а также ускорить получение денег от дебиторов. Благодаря этому был практически ликвидирован дисбаланс поступлений и выплат. Это позволило уменьшить долю кредитов в пассиве. Основная деятельность стала приносить больше денег, вследствие чего повысилось качество коммерческой прибыли. По-прежнему регулярно выплачивались дивиденды, причём даже в больших суммах, чем раньше. Только теперь большую их часть удавалось выплачивать за счёт собственных средств.

Негативных моментов в этом периоде было немного. Во-первых, несмотря на увеличения количества денег в распоряжении концерна, их всё-таки было не совсем достаточно. Во-вторых, по сравнению с предыдущим периодом (2005–2008), ухудшились показатели рентабельности стали меньше. Это является вполне закономерным, поскольку, как уже упоминалось в работе, уменьшение рентабельности неизбежно при ускорении оборачиваемости запасов.

Исходя из результатов проведённого анализа, автор сделал вывод, что управление концерном Merko Ehitus AS осуществляется эффективно, а система управления рисками является хорошо продуманной и действенной. Об этом свидетельствует тот факт, что предприятие сумело преодолеть целый ряд серьёзных сложностей и при этом сохранить финансово сильное положение. Что касается популярности акций фирмы среди инвесторов, то она оправдана, поскольку деятельность концерна практически всегда приносит прибыль. Усиливает это и тот факт, что Merko Ehitus AS регулярно (за редким исключением) выплачивает дивиденды, причём в довольно крупных суммах. Вообще, частью политики фирмы является распределение не менее 50% чистой прибыли в качестве дивидендов. Кроме того, в ходе анализа, автор выяснил, что у предприятия отсутствуют признаки, указывающие на вероятность наступления банкротства. Резюмируя вышеизложенные факты, можно сказать, что Merko Ehitus AS заслуженно является одним из любимцев инвесторов, и что в его акции стоит вкладывать деньги. Таким образом, были даны ответы на поставленные в начале написания работы вопросы, поэтому автор считает цель работы достигнутой.

SUMMARY

BUSINESS ANALYSIS OF MERKO EHITUS AS (2005–2013)

Jevgenia Konkova

The state of the construction industry has changed considerably over the last decade. The market has had its peaks and downfalls. This market volatility makes the construction industry very interesting as a subject for analysis. This Master's thesis is dedicated to the analysis of the largest Estonian construction company – Merko Ehitus AS.

The subject of the thesis is the analysis of Merko Ehitus AS in 2005–2013. The chosen topic is important because Merko Ehitus AS is a well-known construction company whose stock is quoted on the stock exchange and is popular with investors. Conclusions made in this work may be useful for all potential investors. The aim of this work is to reveal the reasons behind the investor interest in the stock of Merko and to draw conclusions regarding whether it is worth investing into Merko or not.

The author has carried out a complex analysis of the company's business in the process of writing this work. The author studied the construction market and its peculiarities in the period 2005–2013. The company's strengths and weaknesses are discussed as well as its advantages in comparison with competitors. In addition, both the company's structure and administrative structure have been studied and analysed. The author also analyses the company's financial accounting, as well as information available from the press.

The author analyses the financial and economic parameters of Merko Ehitus AS before the company's restructuring (2005–2008). The analysis revealed both positive and negative impacts. Positive aspects, in the author's view, include: regular dividend payments (in 8 years out of 9); prevalence of current assets in the total assets of balance

sheet, prevalence of shareholders' equity in the passives, prevalence of non-loan liabilities in total liabilities, high indicators of profitability.

The negative aspects were the lack of cash resources (low cash flow from main activity). Low quality of operating profit, indicating that cash inflows were much less than accrued profit. This was caused, first, by the constant deterioration of inventory turnover (inventory accumulated but cash remained frozen). Secondly, the company had to wait for a long time before the customer paid their invoices. Lastly, suppliers demanded swift payments of their invoices. Due to the imbalance between cash inflows and outflows the company had to take new loans every year in order to repay the old ones and pay the dividends. Another negative aspect was the increase in the share of loans in liabilities year over year. This situation resulted from several reasons. First, it resulted from the peculiarities of the construction industry. The company has to pay its suppliers well before it receives funds from the customers. Orders are executed over a long period of time, but the service is paid in portions, while all the construction materials and labour have to be paid for in time. Moreover, the financial crisis of 2008 had a negative influence on the company due to the diminishing paying ability of the customers and an increase in the prices of materials and services. And lastly, the restructuring process itself made the situation even worse which resulted in large cash outflows.

In the analysis of the next period (2009–2013), the author also notes some positive and negative moments. In the first years after splitting the companies (2009–2011), the situation remained bad (as mentioned above, the impact of the financial crisis in the construction industry was the worst in 2010). Another negative effect was the temporary lack of interest from customers owing to the numerous scandals and the split. The situation subsequently began to stabilize and by the end of year 2013, the company was able to improve a lot of parameters. For instance, inventory turnover improved notably as a result of a large amount of cash becoming available for use. Current assets still prevailed on the asset side of the balance sheet, but now it was because of the increase in accounts receivable and cash. The company was able to negotiate a more flexible payment system from its suppliers while being able to expedite payments from the company's customers. Owing to this, the imbalance between cash inflows and outflows was nearly eliminated. This allowed reducing the amount of loans. The company's main activity became more profitable and thus the quality of operating profit became higher. Dividends were still paid

on a regular basis and their amount increased. But now the largest part of dividends was paid from the company's own cash.

There were a few negative moments within this time frame. First, despite the increased amount of cash at the company's disposal, they were still insufficient to ensure the smooth operation of the company. Second, in contrast with the period 2005–2008, the profitability margins had declined. This was completely natural because, as mentioned above, the decline in profitability margins is unavoidable when inventory turnover rates increase.

To summarize the results of the conducted analysis, Merko Ehitus AS is managed effectively and the risk management system proves to be well thought out and reasonable. As a result, the company has managed to overcome a set of serious difficulties while retaining its financially strong position. As far as the popularity of the company's shares is concerned, the company is of high interest to the investors as the company is almost always profitable. Another good sign for the investors is that the company regularly pays dividends in considerable amounts (with rare exceptions). Overall, the company's policy is to pay out not less than 50% of the net profit as dividends. Furthermore, in the analysis, the author has shown that the company has demonstrated no signs possible bankruptcy. In summary of the above, one can say that Merko Ehitus AS deserves its status as an investor favourite and its shares are worth to be invested in. The author considers the tasks of this work to have been accomplished, as all the questions set in the beginning of the work have been answered.

ССЫЛКИ НА ИСТОЧНИКИ

Accounts payable turnover ratio. Accounting For Management

<http://www.accountingformanagement.org/accounts-payable-turnover-ratio/>
(22.04.2015)

Alexander D. et al. International financial reporting and analysis. 6th Revised edition.
Cengage Learning EMEA, 2014

AS Merko Ehitus Majandusaasta aruanded 2005–2013.

<http://group.merko.ee/aruanded/> (23.05.2015)

Eesti statistika aastaraamat 2011. Eesti Statiastikaamet.

<http://www.stat.ee/49281> (25.03.2015)

Foster, G. Financial statement analysis. 2nd ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1986

Gibson, C. H. Financial statement analysis: using financial accounting information 5th ed.
Cincinnati (Ohio): South-Western Publishing, 1992

Inventory Turnover, Ready Ratios. Financial reporting and analysis software

http://www.readyratios.com/reference/asset/inventory_turnover.html (20.04.2015)

Kallam, H. jt. Ärikorralduse põhiteadmised. Tallinn: Külim, 2003

Kask K., Finantsjuhtimine, 2001

<http://www.local.ee/siim/ained/2001kevad/finantsjuhtimine/6-finantsanalyyis.pdf>

Melville, A. International Financial Reporting: A Practical Guide 4th ed. Harlow: Pearson,
2014

Merko Ehituse nõukogu kiitis heaks dividendide maksmise ettepaneku ja finantseesmärgid
aastani 2018, Merko Ehitus uudised, 2013

<http://www.merko.ee/koik-uudised/merko-ehituse-noukogu-kiitis-heaks-dividendide-maksmise-ettepaneku-ja-finantseesmargid-aastani-2018/>

Merko Ehitus peatas juhatuse liikme lepingu Tõnu Kortsuga, Börsiteade, 2008

http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=228965

Pike, R., Neale, B. Corporate finance and investment: decisions and strategies. 4th ed.
Harlow: Prentice Hall, 2003

Penman, S.H. Financial statement analysis and security valuation. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2001

Ready Ratios. Financial reporting and analysis software
<http://www.readyratios.com/reference/analysis/> (12.05.2015)

Saad R., Ehitusfirmad kui öö ja päev. Nordeconi ja Merko võrdlus, 2013
<http://www.digar.ee/ajalehed/dea?a=d&d=aripaev20150213.2.18.1&e=-----et-10--1--txt-txIN%7CtxTI%7CtxAU%7CtxTA-%22poliitikud%22-ILLUSTRATION-----Aivar+Hundim%C3%A4gi--->

Simon, W.L. Beyond the Numbers: How Leading Companies Measure and Drive Success. New York: Van Nostrand Reinhold, 1997

Sinisaar, M. Ehitus boomist kriisini.
<http://www.stat.ee/65375> (23.03.2015)

Stolowy H. et al. Financial accounting and reporting: A Global Perspective. 4th Revised edition. Cengage Learning EMEA, 2013

Toomas Annus to return as head of Merko Ehitus. Baltic business news, 2011
<http://www.balticbusinessnews.com/article/2011/6/9/toomas-annus-to-return-as-head-of-merko-ehitus> (09.05.2015)

Ummelas O., Merko Chief Sees Baltic Builders Fighting ‘Toughest’ Year, 2011
<http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-05-11/merko-chief-sees-baltic-builders-fighting-toughest-year-amid-recession>

Ummelas O., Merko Ehitus Third-Quarter Net Shrinks on Raw Material Costs, 2011
<http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-11-17/merko-ehitus-third-quarter-net-shrinks-on-raw-material-costs-1->

Walsh, C. Key management ratios. Harlow: Prentice Hall, 2009

Акции Merko снизились до самого низкого уровня за последние 3 года, Деловые ведомости, 2008
<http://dv.ee/novosti/2008/03/17/akcii-merko-cnizilis-do-samogo-nizkogo-urovnja-za-poslednie-3-goda>.

Акционероv Merko Ehitus не беспокоит, что фирма оказалась втянутой в скандал, Деловые ведомости, 2007
<http://dv.ee/novosti/2007/10/12/merko-ne-volnujut-skandaly>

Домашняя страница Merko Ehitus AS
<http://group.merko.ee/> (12.05.2015)

Жданов, В. Модель Чессера и модель Змиевского, 2014

<http://finzz.ru/model-chessera-i-model-zmievsckogo.html>

Зайцева, С.С. Эффективность используемых моделей прогнозирования несостоятельности, 2011

http://www.rusnauka.com/31_ONBG_2011/Economics/8_96565.doc.htm
(17.05.2015)

Ищенко О., Гигантская зарплата за убытки, 2009

<http://dv.ee/novosti/2009/05/06/gigantskaja-zarplata-za-ubytki>

Ищенко О. Дивиденды Merko Ehitus – 3,5 кроны на акцию, 2009

<http://dv.ee/novosti/2009/04/30/dividendy-merko-jehitus-3-5-krony-na-akciju>

Кован С.Е. Предупреждение банкротства организаций. Москва: ИНФРА-М, 2011

<http://www.twirpx.com/file/1500601/> (14.05.2015)

Merko дали добро на госзаказы, Деловые ведомости, 2008

<http://dv.ee/novosti/2008/11/28/merko-dali-dobro-na-goszakazy>

Merko подумывает о приобретении конкурентов в Латвии и Литве,
Строительный портал, 2010

<http://www.stroika24.eu/archives/4551>

Merko Ehitus угрожает штраф размером до 250 млн. крон, Деловые ведомости, 2008

<http://dv.ee/novosti/2008/02/05/merko-jehitus-ugrozhaet-shtraf-razmerom-do-250-mln-kron>

Прибыль Merko упала на 79%, Деловые ведомости, 2009

<http://dv.ee/novosti/2009/05/15/pribyl-merko-upala-na-79>

Сарв Х. Заговор против Merko Ehitus, 2008

<http://dv.ee/novosti/2008/09/22/zagovor-protiv-merko-jehitus>

Тоомас Аннус: у нас не было выбора, Деловые ведомости, 2008

<http://dv.ee/novosti/2008/03/17/toomas-annus-u-nas-ne-bylo-vybora>

Фокин Д., Экс-банкиры Таал и Нейвельт идут в Merko, 2008

<http://dv.ee/novosti/2008/10/23/eks-bankiry-taal-i-nejvelt-idut-v-merko>

Фокин Д., Прибыль Merko Ehitus снизилась на 30%, 2007

<http://dv.ee/novosti/2007/11/23/pribyl-merko-jehitus-snizilas-na-30>

Фокин Д., Акции Merko упали на 6%, 2007

<http://dv.ee/novosti/2007/10/11/akcii-merko-upali-na-6>

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Информация о членах совета Merko Ehitus AS

Имя,	Тоомас Аннус,	Индрек Нейвельт,
Должность	Председа-тель совета	Член совета
Образование	Таллиннский Технический Университет (промышленное и гражданское строительство), Таллиннский строительно-механический техникум (промышленное и гражданское строительство)	Таллиннский Технический Университет (экономика и управление строительством), Стокгольмский Университет (банковское дело и финансы, степень магистра)
Опыт работы	2014 -... АО E.L.L. Kinnisvara, председатель совета 2011 -... АО Merko Ehitus, председатель совета 2009 - 2014 АО E.L.L. Kinnisvara, член правления 2008 -... АО Järvevana, председатель правления 1999 - 2009 АО E.L.L. Kinnisvara, председатель совета 1997 - 2008 АО Merko Ehitus, председатель совета 1996 -... АО Riverito, председатель правления 1991 - 1996 ЕКЕ Merko, председатель правления 1989 - 1991 ЕКЕ MRK, директор предприятия	2008 -... АО Merko Ehitus, член совета 2005 - 2014 Банк Санкт-Петербург, председатель совета 1999 - 2005 Hansapank, генеральный директор группы, председатель правления 1991 - 1999 Hansapank, различные должности, входит в советы разных предприятий.
Количество акций	8,322,914 (AS Riverito)	31,635 (Trust IN OÜ)
Участие в других приятиях (более 5%)	АО Riverito, Kardispordi Arendamise OÜ, Kental OÜ, Kental Grupp OÜ, АО Eesti Elecster	Trust IN OÜ

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

Приложение 1. Продолжение

Имя, Должность	Теэт Роопалу, Член совета	Олари Тааль, Член совета
Образование	Таллиннский Технический Университет (экономика и организация строительства)	Таллиннский Технический Университет (инженер- строитель)
Опыт работы	2004 -... АО Merko Ehitus, член совета 2010 -... АО Riverito, член правления 2008 -... АО Järvevana, член совета 2003 -... АО E.L.L. Kinnisvara, член совета 2002 - 2004 АО Merko Ehitus, советник правления Работал на различных строительных предприятиях, в том числе финансовым директором. В должности главного экономиста руководил экономической деятельностью в системе ЕКЕ; работал директором банка, а также занимался проектированием. Входит в советы дочерних и связанных предприятий концерна.	2008 -... АО Merko Ehitus, член совета Руководил Тартуским домостроительным комбинатом (Tartu Maja) и Эстонским сберегательным банком. Был министром строительства, министром экономики и министром внутренних дел Эстонии, также был членом 10 созыва Рийгикогу. Входит в советы разных предприятий.
Количество акций	Не владеет акциями	2500 (Eggera OÜ)
Участие в других предприятиях(бо лее 5%)	Teet Konsult OÜ	Eggera OÜ

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

Приложение 2. Информация о членах правления Merko Ehitus AS

Имя, Должность	Андрес Тринк, Председатель правления	Тыну Тоомик, Член правления
Образование	Таллиннский технический университет, (автоматизированные системы управления, summa cum laude), Estonian Business School (управление международным бизнесом). Закончил программу для руководителей высшего звена в INSEAD (Франция)	Таллиннский Технический Университет (промышленное и гражданское строительство)
Опыт работы	2012 -... АО Merko Ehitus, председатель правления. Председатель совета АО Merko Ehitus Eesti и SIA Merks, а также член совета UAB Merko Statyba. Работал на разных руководящих должностях в частном и общественном секторе. До прихода в Merko Ehitus 15 лет работал в финансовом секторе, в том числе членом правления Hansapank (Swedbank), отвечавшим за Прибалтику.	2014 -...АО E.L.L. Kinnisvara, член совета 2013 -...АО Merko Ehitus, член правления 2011 - 2013 АО Merko Ehitus, член совета 2009 - 2014 АО E.L.L. Kinnisvara, председатель совета 2008 -...АО Järvevana, председатель совета 2008 - 2011 АО Merko Ehitus, председатель совета 1999 - 2009 АО E.L.L. Kinnisvara, член совета 1997 - 1999 АО E.L.L. Kinnisvara, председатель совета 1997 - 2008 АО Merko Ehitus, председатель правления 1996 -...АО Riverito, член правления 1993 - 1996 АО EKE Merko, региональный директор АО EKE Merko Eesti 1993 АО EKE Merko, руководитель проекта. Входит в советы дочерних и связанных предприятий концерна.
Количество акций	Не владеет акциями	1,607,185 (AS Riverito)
Участие в других компаниях (более 5%)	Не владеет акциями	AS Riverito

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

Приложение 2. Продолжение

Имя, Должность	Андрес Тринк, Председатель правления	Тыну Тоомик, Член правления
Образование	Таллиннский технический университет, (автоматизированные системы управления, summa cum laude), Estonian Business School (управление международным бизнесом). Закончил программу для руководителей высшего звена в INSEAD (Франция)	Таллиннский Технический Университет (промышленное и гражданское строительство)
Опыт работы	2012 -... АО Merko Ehitus, председатель правления. Председатель совета АО Merko Ehitus Eesti и SIA Merks, а также член совета UAB Merko Statyba. Работал на разных руководящих должностях в частном и общественном секторе. До прихода в Merko Ehitus 15 лет работал в финансовом секторе, в том числе членом правления Hansapank (Swedbank), отвечавшим за Прибалтику.	2014 -...АО E.L.L. Kinnisvara, член совета 2013 -...АО Merko Ehitus, член правления 2011 - 2013 АО Merko Ehitus, член совета 2009 - 2014 АО E.L.L. Kinnisvara, председатель совета 2008 -...АО Järvevana, председатель совета 2008 - 2011 АО Merko Ehitus, председатель совета 1999 - 2009 АО E.L.L. Kinnisvara, член совета 1997 - 1999 АО E.L.L. Kinnisvara, председатель совета 1997 - 2008 АО Merko Ehitus, председатель правления 1996 -...АО Riverito, член правления 1993 - 1996 АО ЕКЕ Merko, региональный директор АО ЕКЕ Merko Eesti 1993 АО ЕКЕ Merko, руководитель проекта. Входит в советы дочерних и связанных предприятий концерна.
Количество акций	Не владеет акциями	1,607,185 (AS Riverito)
Участие в других компаниях (более 5%)	Не владеет акциями	AS Riverito

Источник: (Составлено автором на основании информации с домашней страницы AS Merko Ehitus)

Приложение 3. Сводный отчет о прибыли за 2004–2008 годы (в тысячах евро)

KASUMIARUANDE KIRJE/RÜHM	2008	2007	2006	2005	2004
Müügitulu	297441	352202	282129	206588	198791
Müüdüd toodangu kulud	-258542	-302415	-238234	-175036	-172305
Brutokasum (-kahjum)	38899	49787	43895	31552	26486
Turustuskulud	-2807	-2075	-1495	-1444	-1159
Üldhalduskulud	-12 963	-13 665	-9 501	-8 157	-5 694
Muud äritulud	609	411	9463	11827	4605
Muud ärikulud	-2769	-1157	-1914	-5973	-3805
Ärikasum (-kahjum)	20969	33301	40448	27805	20433
Finantstulud	2199	704	530	400	367
Finantskulud	-1702	-1135	-1301	-301	-1721
Kasum tütarettevõtete müügist	91	0	149	479	-19
Kasum (kahjum) sidus- ja ühissetevõtetelt	-292	4885	1116	1255	636
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	21265	37755	40942	29638	19696
Tulumaks	-1684	-1970	-3190	-1178	-639
Periodi puhaskasum (kahjum)	19581	35785	37752	28460	19057

Приложение 4. Анализ структуры отчета о прибыли за 2005–2008 годы

KASUMIARUANDE KIRJE/RÜHM	2008	2007	2006	2005
Müügitulu	100%	100%	100%	100%
Müüdüd toodangu kulud	87%	86%	84%	85%
Brutokasum (-kahjum)	13%	14%	16%	15%
Turustuskulud	1%	1%	1%	1%
Üldhalduskulud	4%	4%	3%	4%
Muud äritulud	0%	0%	3%	6%
Muud ärikulud	1%	0%	1%	3%
Ärikasum (-kahjum)	7%	9%	14%	13%
Finantstulud	1%	0%	0%	0%
Finantskulud	1%	0%	0%	0%
Kasum (kahjum) sidus- ja ühissetevõtetelt	0%	1%	0%	1%
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	7%	11%	15%	14%
Tulumaks	1%	1%	1%	1%
Periodi puhaskasum (kahjum)	7%	10%	13%	14%

Приложение 5. Анализ динамики отчета о прибыли за 2005–2008 годы

KASUMIARUNADE KIRJE/RÜHM	2008		2007		2006		2005	
	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus
Müügitulu	-54 761	-16%	70 073	25%	75 541	37%	7 797	4%
Müüdüd toodangu kulud	43 873	-15%	-64 181	27%	-63 198	36%	-2 731	2%
Brutokasum (-kahjum)	-10 888	-22%	5 892	13%	12 343	39%	5 066	19%
Turustuskulud	-732	35%	-580	39%	-51	4%	-285	25%
Üldhalduskulud	702	-5%	-4 164	44%	-1 344	16%	-2 463	43%
Muud äritulud	198	48%	-9 052	-96%	-2 364	-20%	7 222	157%
Muud ärikulud	-1 612	139%	757	-40%	4 059	-68%	-2 168	57%
Ärikasum (-kahjum)	-12 332	-37%	-7 147	-18%	12 643	45%	7 372	36%
Finantstulud	1 495	212%	174	33%	130	33%	33	9%
Finantskulud	-567	50%	166	-13%	-1 000	332%	1 420	-83%
Kasum tütarettevõtete müügist	91		-149	-100%	-330	-69%	498	-2621%
Kasum (kahjum) sidus- ja ühisettevõtetelt	-5 177	-106%	3 769	338%	-139	-11%	619	97%
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	-16 490	-44%	-3 187	-8%	11 304	38%	9 942	50%
Tulumaks	286	-15%	1 220	-38%	-2 012	171%	-539	84%
Perioodi puhaskasum (kahjum)	-16 204	-45%	-1 967	-5%	9 292	33%	9 403	49%

Приложение 6. Сводный баланс за период 2004–2008 годы (в тысячах евро)

BILANSIKIRJE/ RÜHM	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005	31.12.2004
AKTIVA					
Käibevara					
Raha	32927	13138	43213	17157	9063
Lühiajalised deposiidid	16793	0	0	0	753
Nõuded ja ettemaksed	49894	76666	54587	34648	31761
Ettemakstud tulumaks	247	152	411	158	142
Varud	116158	129448	86712	61617	28722
Müügiotel põhivara	11	0	47	0	0
Kokku käibevara	216030	219404	184970	113580	70441
Põhivara					
Sidus- ja ühisettevõteteaktsiad või osad	13214	17446	12833	11479	2265
Muud pikaajalised laenu ja nõuded	1857	926	542	545	1014
Edasilükkunud tulumaksuvara	1548	217	421	559	264
Kinnisvara investeeringud	767	470	249	2716	3924
Materiaalne põhivara	12597	11051	5781	12718	5018
Immateriaalne põhivara	755	804	650	279	71
Kokku põhivara	30738	30914	20476	28296	12556
AKTIVA KOKKU	246768	250318	205446	141876	82997

Приложение 6. Продолжение

BILANSIKIRJE/- RÜHM	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005	31.12.2004
PASSIVA					
Kohustused ja omakapital					
Kohustused					
Lühiajalised kohustused					
Laenukohustused	13 208	19 485	18 138	7 340	804
Võlad ja ettemaksud	61 588	64 902	69 114	45 456	31 116
Tulumaksudkohustus	556	1 068	1 206	61	84
Sihtfinantseerimine	0	96	96	1 420	2 865
Lühiajalised eraldised	2 065	4 680	2 142	1 390	369
Kokku lühiajalised kohustused	77 417	90 231	90 696	55 667	35 238
Pikaajalised kohustused					
Pikaajalised laenukohustused	33 962	25 418	10 183	12 963	898
Edasilükkunud tulumaksudkohustus	0	0	0	728	0
Muud pikaajalised võlad	564	3 670	1 488	1 452	514
Kokku pikaajalised kohustused	34 526	29 088	11 671	15 143	1 412
Kokku kohustused	111 943	119 319	102 367	70 810	36 650
Omakapital					
Aktiivkapital	11 312	11 312	11 312	11 312	5 656
Ülekurss	0	0	0	0	189
Kohustuslik reservkapital	1 131	1 131	1 131	566	566
Realiseerimata kursivahed	-802	-325	-368	-323	-298
Jaotamata kasum (kahjum)	120 971	116 712	89 796	58 837	39 774
Omakapital kokku	134 825	130 999	103 079	71 066	46 347
PASSIVA KOKKU	246 768	250 318	205 446	141 876	82 997

Приложение 7. Анализ структуры баланса за 2005–2008 годы

BILANSIKIRJE/-RÜHM	01.01.2008	01.01.2007	01.01.2006	01.01.2005
AKTIVA				
Käibevara				
Raha	13%	5%	21%	12%
Lühiajalised deposiidid	7%	0%	0%	0%
Nõuded ja ettemaksed	20%	31%	27%	24%
Ettemakstud tulumaks	0%	0%	0%	0%
Varud	47%	52%	42%	43%
Müügiootel põhivara	0%	0%	0%	0%
Kokku käibevara	88%	88%	90%	80%
Põhivara				
Sidus- ja ühissetevõtete aktsiad või osad	5%	7%	6%	8%
Muud pikaajalised laenud ja nõuded	1%	0%	0%	0%
Edasilükkunud tulumaksuvara	1%	0%	0%	0%
Kinnisvara investeringud	0%	0%	0%	2%
Materiaalne põhivara	5%	4%	3%	9%
Immateriaalne põhivara	0%	0%	0%	0%
Kokku põhivara	12%	12%	10%	20%
AKTIVA KOKKU	100%	100%	100%	100%

Приложение 7. Продолжение

BILANSIKIRJE/-RÜHM	01.01.2008	01.01.2007	01.01.2006	01.01.2005
PASSIVA				
Kohustused				
Lühiajalised kohustused				
Laenukohustused	5%	8%	9%	5%
Võlad ja ettemaksud	25%	26%	34%	32%
Tulumaksudkohustus	0%	0%	1%	0%
Sihtfinantseerimine	0%	0%	0%	1%
Lühiajalised eraldised	1%	2%	1%	1%
Kokku lühiajalised kohustused	31%	36%	44%	39%
Pikaajalised kohustused				
Laenukohustused	14%	10%	5%	9%
Edasilükkunud tulumaksudkohustus	0%	0%	0%	1%
Muud pikaajalised võlad	0%	1%	1%	1%
Kokku pikaajalised kohustused	14%	12%	6%	11%
Kokku kohustused	45%	48%	50%	50%
Omakapital				
Aktsiakapital	5%	5%	6%	8%
Ülekurss	0%	0%	0%	0%
Kohustuslik reservkapital	0%	0%	1%	0%
Realiseerimata kursivahed	0%	0%	0%	0%
Jaotamata kasum (kahjum)	49%	47%	44%	41%
Kokku omakapital	55%	52%	50%	50%
PASSIVA KOKKU	100%	100%	100%	100%

Приложение 8. Среднегодовой баланс за период 2005–2008 (в тысячах евро)

BILANSIKIRJE/-RÜHM	2008	2007	2006	2005
AKTIVA				
Käibevara				
Raha	23033	28176	30185	13110
Lühiajalised deposiidid	8397	0	0	377
Nõuded ja ettemaksed	63280	65627	44618	33205
Ettemakstud tulumaks	200	282	285	150
Varud	122803	108080	74165	45170
Müügiootel põhivara	6	24	24	0
Kokku käibevara	217717	202187	149275	92011
Põhivara				
Sidus- ja ühissettevõteteaktiivid või osad	15330	15140	12156	6872
Muud pikaajalised laenud ja nõuded	1392	734	544	780
Edasilükkunud tulumaksuvara	883	319	490	412
Kinnisvara investeringud	619	360	1483	3320
Materiaalne põhivara	11824	8416	9250	8868
Immateriaalne põhivara	780	727	465	175
Kokku põhivara	30826	25695	24386	20426
AKTIVA KOKKU	248543	227882	173661	112437

Приложение 8. Продолжение

BILANSIKIRJE/-RÜHM	01.01.2008	01.01.2007	01.01.2006	01.01.2005
PASSIVA				
Kohustused				
Lühiajalised kohustused				
Laenukohustused	16347	18812	12739	4072
Võlad ja ettemaksud	63245	67008	57285	38286
Tulumaksukohustus	812	1137	634	73
Sihtfinantseerimine	48	96	758	2143
Lühiajalised eraldised	3373	3411	1766	880
Kokku lühiajalised kohustused	83824	90464	73182	45453
Pikaajalised kohustused				
Pikaajalised laenukohustused	29690	17801	11573	6931
Edasilükkunud tulumaksukohustus	0	0	364	364
Muud pikaajalised võlad	2117	2579	1470	983
Kokku pikaajalised kohustused	31807	20380	13407	8278
Kokku kohustused	115631	110843	86589	53730
Omakapital				
Aktsiakapital	11312	11312	11312	8484
Ülekurss	0	0	0	95
Kohustuslik reservkapital	1131	1131	849	566
Realiseerimata kursivahed	-564	-347	-346	-311
jaotamata kasum (kahjum)	118842	103254	74317	49306
Emaettevõtte omanikele kuuluv omakapital kokku	130721	115351	86132	58140
Omakapital kokku	132912	117039	87073	58707
PASSIVA KOKKU	248543	227882	173661	112437

Приложение 9. Анализ структуры среднегодового баланса за 2005–2008 годы

BILANSIKIRJE/-RÜHM	2008	2007	2006	2005
AKTIVA				
Käibevara				
Raha	9%	12%	17%	12%
Lühiajalised deposiidid	3%	0%	0%	0%
Nõuded ja ettemaksud	25%	29%	26%	30%
ettemakstud tulumaks	0%	0%	0%	0%
Varud	49%	47%	43%	40%
Müügiootel põhivara	0%	0%	0%	0%
Kokku käibevara	88%	89%	86%	82%
Põhivara				
Sidus- ja ühissettevõtete aktsiad või osad	6%	7%	7%	6%
Muud pikaajalised laenud ja nõuded	1%	0%	0%	1%
Edasilükkunud tulumaksuvara	0%	0%	0%	0%
Kinnisvara investeringud	0%	0%	1%	3%
Materiaalne põhivara	5%	4%	5%	8%
Immateriaalne põhivara	0%	0%	0%	0%
Kokku põhivara	12%	11%	14%	18%
AKTIVA KOKKU	100%	100%	100%	100%

Приложение 9. Продолжение

BILANSIKIRJE/-RÜHM	2008	2007	2006	2005
PASSIVA				
Kohustused				
Lühiajalised kohustused				
Laenukohustused	7%	8%	7%	4%
Võlad ja ettemaksed	25%	29%	33%	34%
Tulumaksukohustus	0%	0%	0%	0%
Sihtfinantseerimine	0%	0%	0%	2%
Lühiajalised eraldised	1%	1%	1%	1%
Kokku lühiajalised kohustused	34%	40%	42%	40%
Pikaajalised kohustused				
Pikaajalised laenukohustused	12%	8%	7%	6%
Edasilükkunud tulumaksukohustus	0%	0%	0%	0%
Muud pikaajalised võlad	1%	1%	1%	1%
Kokku pikaajalised kohustused	13%	9%	8%	7%
Kokku kohustused	47%	49%	50%	48%
Omakapital				
Aktiakapital	5%	5%	7%	8%
Ülekurss	0%	0%	0%	0%
Kohustuslik reservkapital	0%	0%	0%	1%
Realiseerimata kursivahed	0%	0%	0%	0%
Jaotamata kasum (kahjum)	48%	45%	43%	44%
Omakapital kokku	53%	51%	50%	52%
PASSIVA KOKKU	100%	100%	100%	100%

Приложение 10. Анализ динамики баланса за 2005–2008 годы

BILANSIKIRJE/-RÜHM	31.12.2008		31.12.2007		31.12.2006		31.08.2005	
	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus
AKTIVA								
Käibevara								
Raha	19 789	151%	-30 075	-70%	26 056	152%	8 094	89%
Lühiajalised deposiidid	16 793	N/A	0	N/A	0	N/A	-753	-100%
Nõuded ja ettemaksed	-26 772	-35%	22 079	40%	19 939	58%	2 887	9%
Ettemakstud tulumaks	95	63%	-259	-63%	253	160%	16	11%
Varud	-13 290	-10%	42 736	49%	25 095	41%	32 895	115%
Müügiootel põhivara	11	N/A	-47	-100%	47	N/A	0	N/A
Kokku käibevara	-3 374	-2%	34 434	19%	71 390	63%	43 139	61%
Põhivara								
Sidus- ja ühissettevõteteaktsiad	-4 232	-24%	4 613	36%	1 354	12%	9 214	407%
Muud pikaajalised laenud ja	931	101%	384	71%	-3	-1%	-469	-46%
Edasilükkunud tulumaksuvara	1 331	613%	-204	-48%	-138	-25%	295	112%
Kinnisvara investeeringud	297	63%	221	89%	-2 467	-91%	-1 208	-31%
Materiaalne põhivara	1 546	14%	5 270	91%	-6 937	-55%	7 700	153%
Immateriaalne põhivara	-49	-6%	154	24%	371	133%	208	293%
Kokku põhivara	-176	-1%	10 438	51%	-7 820	-28%	15 740	125%
AKTIVA KOKKU	-3 550	-1%	44 872	22%	63 570	45%	58 879	71%

Приложение 10. Продолжение

	31.12.2008		31.12.2007		31.12.2006		31.08.2005	
BILANSIKIRJE/-RÜHM	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus
PASSIVA								
Lühiajalised kohustused								
Laenukohustused	2 617	16%	-275	-2%	4 020	32%	-16 051	-56%
Võlad ja ettemaksud	8 953	14%	1 574	3%	22 481	57%	-10 855	-22%
Tulumaksukohustus	62	N/A	0	N/A	0	N/A	-335	-100%
Sihtfinantseerimine	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Lühiajalised eraldised	-259	-4%	-616	-9%	3 107	85%	1 264	52%
Kokku lühiajalised kohustused	11 373	13%	683	1%	29 608	53%	-25 977	-32%
Pikaajalised kohustused								
Pikaajalised laenukohustused	-2 736	-14%	-4 559	-19%	10 579	80%	8 307	170%
Edasilükkunud tulumaksukohustus	178	54%	196	150%	131	N/A	0	N/A
Muud pikaajalised võlad	586	37%	720	84%	10	1%	165	24%
Kokku pikaajalised kohustused	-1 972	-9%	-3 643	-15%	10 720	76%	8 472	152%
Kokku kohustused	9 401	9%	-2 960	-3%	40 328	58%	-17 505	-20%
Omakapital								
Aktiikapital	0	0%	0	0%	688	6%	0	0%
Kohustuslik reservkapital	0	0%	69	6%	0	0%	0	0%
Realiseerimata kursivahed	-157	31%	58	-10%	354	-38%	23	-2%
Jaotamata kasum (kahjum)	5 095	5%	7 558	8%	-16 542	-15%	-11 215	-9%
Kokku omakapital	4 789	4%	7 671	7%	-15 572	-12%	-11 498	-8%
PASSIVA KOKKU	14 190	6%	4 711	2%	24 756	13%	-29 003	-13%

Приложение 11. Сводный отчет о прибыли за 2009–2013 годы (в тысячах евро)

KASUMIARUANDE KIRJE/RÜHM	2013	2012	2011	2010	2009
Müügitulu	262 719	249 131	219 322	171 919	203 316
Müüdüd toodangu kulud	-239 996	-231 220	-222 928	-159 105	-181 200
Brutokasum (-kahjum)	22 723	17 911	-3 606	12 814	22 116
Turustuskulud	-3 041	-2 107	-2 104	-2 193	-3 009
Üldhalduskulud	-9 260	-9 173	-7 910	-8 724	-9 842
Muud äritulud	2 264	2 961	2 580	961	921
Muud ärikulud	-425	-834	-1 308	-478	-1 746
Ärikasum (-kahjum)	12 261	8 758	-12 348	2 380	8 440
Finantstulud	84	184	594	696	2 525
Finantskulud	-1 062	-1 203	-1 161	-908	-1 573
Kasum (kahjum) sidus- ja ühissettevõtetelt	-138	163	-1 120	-398	-1731
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	11 145	7 902	-14 035	1 770	7 661
Tulumaks	-791	-289	-121	-710	-543
Perioodi puhaskasum (kahjum)	10 354	7 613	-14 156	1 060	7 118

Приложение 12. Анализ структуры отчета о прибыли за 2009–2013 годы

KASUMIARUANDE KIRJE/RÜHM	2013	2012	2011	2010	2009
Müügitulu	100%	100%	100%	100%	100%
Müüdüd toodangu kulud	91%	93%	102%	93%	89%
Brutokasum (-kahjum)	9%	7%	2%	7%	11%
Turustuskulud	1%	1%	1%	1%	1%
Üldhalduskulud	4%	4%	4%	5%	5%
Muud äritulud	1%	1%	1%	1%	0%
Muud ärikulud	0%	0%	1%	0%	1%
Ärikasum (-kahjum)	5%	4%	6%	1%	4%
Finantstulud	0%	0%	0%	0%	1%
Finantskulud	0%	0%	1%	1%	1%
Kasum (kahjum) sidus- ja ühissettevõtetelt	0%	0%	1%	0%	1%
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	4%	3%	6%	1%	4%
Tulumaks	0%	0%	0%	0%	0%
Perioodi puhaskasum (kahjum)	4%	3%	6%	1%	4%

Приложение 13. Анализ динамики отчета о прибыли за 2009–2013 годы

KASUMIARUNADE KIRJE/RÜHM	2013		2012		2011		2010		2009	
	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhtelin- e muutus	Absoluut- muutus	Suhtelin- e muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus
Müügitulu	13 588	5%	29 809	14%	47 403	28%	-31 397	-15%	-94 125	-32%
Müüdnud toodangu kulud	-8 776	4%	-8 292	4%	-63 823	40%	22 095	-12%	77 342	-30%
Brutokasum (-kahjum)	4 812	27%	21 517	-597%	-16 420	-128%	-9 302	-42%	-16 783	-43%
Turustuskulud	-934	44%	-3	0%	89	-4%	816	-27%	-202	7%
Üldhalduskulud	-87	1%	-1 263	16%	814	-9%	1 118	-11%	3 121	-24%
Muud äritulud	-697	-24%	381	15%	1 619	168%	40	4%	312	51%
Muud ärikulud	409	-49%	474	-36%	-830	174%	1 268	-73%	1 023	-37%
Äri kasum (-kahjum)	3 503	40%	21 106	-171%	-14 728	-619%	-6 060	-72%	-12 529	-60%
Finantstulud	-100	-54%	-410	-69%	-102	-15%	-1 829	-72%	326	15%
Finantskulud	141	-12%	-42	4%	-253	28%	665	-42%	129	-8%
Kasum tütarettevõtete müügist	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	-91	-100%
Kasum (kahjum) sidus- ja ühisettevõtetest	-301	-185%	1 283	-115%	-722	181%	1 333	-77%	-1 439	493%
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	3 243	41%	21 937	-156%	-15 805	-893%	-5 891	-77%	-13 604	-64%
Tulumaks	-502	174%	-168	139%	589	-83%	-167	31%	1 141	-68%
Perioodi puhaskasum (kahjum)	2 741	36%	21 769	-154%	-15 216	-1435%	-6 058	-85%	-12 463	-64%

Приложение 14. Сводный баланс за период 2009–2013 (в тысячах евро)

BILANSIKIRJE/-RÜHM	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.08.2010	31.08.2009
AKTIVA					
Käibevara					
Raha	46 633	35 316	18 510	9 856	22 991
Lühiajalised deposiidid	0	0	140	2651	25623
Nõuded ja ettemaksed	57 172	60 343	64 449	44 938	42 306
Ettemakstud tulumaks	19	478	686	1366	248
Varud	87 451	82 830	87 834	93 048	98 199
Kokku käibevara	191 275	178 967	171 619	151 859	18 9367
Põhivara					
Sidus- ja ühissetevõteteaktsiad või	7 349	7190	9 986	11 053	11 467
Muud pikaajalised laenud ja nõuded	20 066	17 188	17 065	8 258	2 075
Edasilükkunud	1 592	1 919	1 870	1 571	2 050
Kinnisvara	4 672	3 566	2 313	3 585	1 058
Materiaalne põhivara	13 117	14 853	16 057	17747	17018
Immateriaalne põhivara	1 167	1 365	1 427	1 508	1 549
Kokku põhivara	47 963	46 081	48 718	43 722	35 217
AKTIVA KOKKU	239 238	225 048	220 337	195 581	224 584

Приложение 14. Продолжение

BILANSIKIRJE/-RÜHM	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.08.2010	31.08.2009
PASSIVA					
Kohustused ja omakapital					
Lühiajalised kohustused					
Laenukohustused	18 916	16 299	16 574	12 554	28 605
Võlad ja ettemaksud	72 162	63 209	61 635	39 154	50 009
Tulumaksukohustus	62	0	0	0	335
Lühiajalised eraldised	5 906	6 165	6 781	3 674	2 410
Kokku lühiajalised	97 046	85 673	84 990	55 382	81 359
Pikaajalised kohustused					
Pikaajalised laenukohustused	16 469	19 205	23 764	13 185	4 878
Edasilükkunud	505	327	131	0	0
Muud pikaajalised võlad	2 162	1 576	856	846	681
Kokku pikaajalised	19 136	21 108	24 751	14 031	5 559
Kokku kohustused	116 182	106 781	109 741	69 413	86 918
Omakapital					
Aktiikapital	12 000	12 000	12 000	113 12	113 12
Kohustuslik reservkapital	1 200	1 200	1 131	1 131	1 131
Realiseerimata kursivahed	-669	-512	-570	-924	-947
jaotamata kasum (kahjum)	109 332	104 237	96 679	113 221	124 436
Kokku omakapital	123 056	118 267	110 596	126 168	137 666
PASSIVA KOKKU	1 722 057	1 741 831	1 799 542	1 871 315	1 947 238

Приложение 15. Аанализ структуры баланса за 2009–2013 годы

BILANSIKIRJE/-RÜHM	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.08.2010	31.08.2009
AKTIVA					
Käibevara					
Raha	19%	16%	8%	5%	10%
Lühiajalised deposiidid	0%	0%	0%	1%	11%
Nõuded ja ettemaksed	24%	27%	29%	23%	19%
Ettemakstud tulumaks	0%	0%	0%	1%	0%
Varud	37%	37%	40%	48%	44%
Kokku käibevara	0%	0%	0%	0%	0%
Põhivara					
Sidus- ja ühissettevõteteaktsiad või osad	3%	3%	5%	6%	5%
Muud pikaajalised laenud	8%	8%	8%	4%	1%
Edasilükkunud tulumaksuvara	1%	1%	1%	1%	1%
Kinnisvara	2%	2%	1%	2%	0%
Materiaalne põhivara	5%	7%	7%	9%	8%
Immateriaalne põhivara	0%	1%	1%	1%	1%
Kokku põhivara	20%	20%	22%	22%	16%
AKTIVA KOKKU	100%	100%	100%	100%	100%

Приложение 15. Продолжение

BILANSIKIRJE/-RÜHM	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.08.2010	31.08.2009
PASSIVA					
Kohustused					
Lühiajalised kohustused					
Laenukohustused	8%	7%	8%	6%	13%
Võlad ja ettemaksud	30%	28%	28%	20%	22%
Tulumaksukohustus	0%	0%	0%	0%	0%
Sihtfinantseerimine	0%	0%	0%	0%	0%
Lühiajalised eraldised	2%	3%	3%	2%	1%
Kokku lühiajalised kohustused	41%	38%	39%	28%	36%
Pikaajalised kohustused					
Pikaajalised laenukohustused	7%	9%	11%	7%	2%
Edasilükkunud tulumaksukohustus	0%	0%	0%	0%	0%
Muud pikaajalised võlad	1%	1%	0%	0%	0%
Kokku pikaajalised kohustused	8%	9%	11%	7%	2%
Kokku kohustused	49%	47%	50%	35%	39%
Omakapital					
Aktiivkapital	5%	5%	5%	6%	5%
Kohustuslik reservkapital	0%	0%	0%	0%	0%
Realiseerimata kursivahed	1%	1%	1%	1%	1%
Jaotamata kasum (kahjum)	0%	0%	0%	0%	0%
Kokku omakapital	51%	52%	50%	64%	61%
PASSIVA KOKKU	100%	100%	100%	100%	100%

Приложение 16. Среднегодовой баланс за период 2009–2013 (в тысячах евро)

BILANSIKIRJE/-RÜHM	2013	2012	2011	2010	2009
AKTIVA					
Käibevara					
Raha	40975	26913	14183	16424	27959
Lühiajalised deposiidid	0	70	1396	14137	21208
Nõuded ja ettemaksed	58758	62396	54694	43622	46100
Ettemakstud tulumaks	249	582	1026	807	248
Varud	85141	85332	90441	95624	107179
Müügiootel põhivara	0	0	0	0	6
Kokku käibevara	185121	175293	161739	170613	202699
Põhivara					
Sidus- ja ühissettevõtete aktsiad või osad	7270	8588	10520	11260	12341
Muud pikaajalised laenud ja nõuded	18627	17127	12662	5167	1966
Edasilükkunud tulumaksuvara	1756	1895	1721	1811	1799
Kinnisvara investeringud	4119	2940	2949	2322	913
Materiaalne põhivara	13985	15455	16902	17383	14808
Immateriaalne põhivara	1266	1396	1468	1529	1152
Kokku põhivara	47022	47400	46220	39470	32978
AKTIVA KOKKU	232143	222693	207959	210083	235676

Приложение 16. Продолжение

BILANSIKIRJE/-RÜHM	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.08.2010	31.08.2009
PASSIVA					
Kohustused ja omakapital					
Kohustused					
Lühiajalised kohustused					
Laenukohustused	17 608	16 437	14 564	20 580	20 907
Võlad ja ettemaksud	67 686	62 422	50 395	44 582	55 799
Tulumaksukohustus	31	0	0	168	446
Sihtfinantseerimine	0	0	0	0	0
Lühiajalised eraldised	6 036	6 473	5 228	3 042	2 238
Kokku lühiajalised kohustused	91 360	85 332	70 186	68 371	79 388
Pikaajalised kohustused					
Pikaajalised laenukohustused	17 837	21 485	18 475	9 032	19 420
Edasilükkunud tulumaksukohustus	416	229	66	0	0
Muud pikaajalised võlad	1 869	1 216	851	764	623
Kokku pikaajalised kohustused	20 122	22 930	19 391	9 795	20 043
Kokku kohustused	111 482	108 261	89 577	78 166	99 431
Omakapital					
Aksiikapital	12 000	12 000	11 656	11 312	11 312
Ülekurss	0	0	0	0	0
Kohustuslik reservkapital	1 200	1 166	1 131	1 131	1 131
Realiseerimata kursivahed	-591	-541	-747	-936	-875
Jaotamata kasum (kahjum)	106 785	100 458	104 950	118 829	122 704
Omakapital kokku	120 662	114 432	118 382	131 917	136 246
PASSIVA KOKKU	232 143	222 693	207 959	210 083	235 676

Приложение 17. Аанализ структуры среднегодового баланса за 2009–2013 годы

BILANSIKIRJE/ RÜHM	2013	2012	2011	2010	2009
AKTIVA					
Käibevara					
Raha	18%	12%	7%	8%	12%
Lühiajalised deposiidid	0%	0%	1%	7%	9%
Nõuded ja ettemaksed	25%	28%	26%	21%	20%
Ettemakstud tulumaks	0%	0%	0%	0%	0%
Varud	37%	38%	43%	46%	45%
Müügiotel põhivara	0%	0%	0%	0%	0%
Kokku käibevara	80%	79%	78%	81%	86%
Põhivara					
Sidus- ja ühisettevõteteaktsiad või osad	3%	4%	5%	5%	5%
Muud pikaajalised laenud ja nõuded	8%	8%	6%	2%	1%
Edasilükkunud tulumaksuvара	1%	1%	1%	1%	1%
Kinnisvara investeeringud	2%	1%	1%	1%	0%
Materiaalne põhivara	6%	7%	8%	8%	6%
Immateriaalne põhivara	1%	1%	1%	1%	0%
Kokku põhivara	20%	21%	22%	19%	14%
AKTIVA KOKKU	100%	100%	100%	100%	100%

Приложение 16. Продолжение

BILANSIKIRJE/-RÜHM	2013	2012	2011	2010	2009
PASSIVA					
Kohustused ja omakapital					
Kohustused					
Lühiajalised kohustused					
Laenukohustused	8%	7%	7%	10%	9%
Võlad ja ettemaksud	29%	28%	24%	21%	24%
Tulumaksukohustus	0%	0%	0%	0%	0%
Sihtfinantseerimine	0%	0%	0%	0%	0%
Lühiajalised eraldised	3%	3%	3%	1%	1%
Kokku lühiajalised kohustused	39%	38%	34%	33%	34%
Pikaajalised kohustused					
Pikaajalised laenukohustused	8%	10%	9%	4%	8%
Edasilükkunud tulumaksukohustus	0%	0%	0%	0%	0%
Muud pikaajalised võlad	1%	1%	0%	0%	0%
Kokku pikaajalised kohustused	9%	10%	9%	5%	9%
Kokku kohustused	48%	49%	43%	37%	42%
Omakapital	0%	0%	0%	0%	0%
Aktsiakapital	5%	5%	6%	5%	5%
Ülekurss	0%	0%	0%	0%	0%
Kohustuslik reservkapital	1%	1%	1%	1%	0%
Realiseerimata kursivahed	0%	0%	0%	0%	0%
Jaotamata kasum (kahjum)	46%	45%	50%	57%	52%
Omakapital kokku	52%	51%	57%	63%	58%
PASSIVA KOKKU	100%	100%	100%	100%	100%

Приложение 17. Анализ динамики баланса за 2009–2013 годы

BILANSIKIRJE/-RÜHM	31.12.2013		31.12.2012		31.12.2011		31.08.2010		31.08.2009	
	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus
AKTIVA										
Käibevara										
Raha	11 317	32%	16 806	91%	8 654	88%	-13 135	-57%	-9 936	-30%
Lühiajalised deposiidid	0	N/A	-140	-100%	-2 511	-95%	-22 972	-90%	8 830	53%
Nõuded ja ettemaksed	-3 171	-5%	-4 106	-6%	19 511	43%	2 632	6%	-7 588	-15%
Ettemakstud tulumaks	-459	-96%	-208	-30%	-680	-50%	1 118	451%	1	0%
Varud	4 621	6%	-5 004	-6%	-5 214	-6%	-5 151	-5%	-17 959	-15%
Müügiootel põhivara	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	-11	-100%
Kokku käibevara	12 308	7%	7 348	4%	19 760	13%	-37 508	-20%	-26 663	-12%
Põhivara										
Sidus- ja ühissettevõtete aktsiad või osad	159	2%	-2 796	-28%	-1 067	-10%	-414	-4%	-1 747	-13%
Muud pikaajalised laenud	2 878	17%	123	1%	8 807	107%	6 183	298%	218	12%
Edasilükkunud	-327	-17%	49	3%	299	19%	-479	-23%	502	32%
Kinnisvara investeringud	1 106	31%	1 253	54%	-1 272	-35%	2 527	239%	291	38%
Materiaalne põhivara	-1 736	-12%	-1 204	-7%	-1 690	-10%	729	4%	4 421	35%
Immateriaalne põhivara	-198	-15%	-62	-4%	-81	-5%	-41	-3%	794	105%
Kokku põhivara	1 882	4%	-2 637	-5%	4 996	11%	8 505	24%	4 479	15%
AKTIVA KOKKU	14 190	6%	4 711	2%	24 756	13%	-29 003	-13%	-22 184	-9%

Приложение 17. Продолжение

BILANSIKIRJE/-RÜHM	31.12.2013		31.12.2012		31.12.2011		31.08.2010		31.08.2009	
	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus	Absoluut- muutus	Suhteline muutus
PASSIVA										
Kohustused ja omakapital										
Lühiajalised kohustused										
Laenukohustused	2 617	16%	-275	-2%	4 020	32%	-16 051	-56%	15 397	117%
Võlad ja ettemaksud	8 953	14%	1 574	3%	22 481	57%	-10 855	-22%	-11 579	-19%
Tulumaksukohustus	62	N/A	0	N/A	0	N/A	-335	-100%	-221	-40%
Sihtfinantseerimine	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Lühiajalised eraldised	-259	-4%	-616	-9%	3 107	85%	1 264	52%	345	17%
Kokku lühiajalised	11 373	13%	683	1%	29 608	53%	-25 977	-32%	3 942	5%
Pikaajalised kohustused										
Pikaajalised laenukohustused	-2 736	-14%	-4 559	-19%	10 579	80%	8 307	170%	-29 084	-86%
Edasilükkunud	178	54%	196	150%	131	N/A	0	N/A	0	N/A
Muud pikaajalised võlad	586	37%	720	84%	10	1%	165	24%	117	21%
Kokku pikaajalised	-1 972	-9%	-3 643	-15%	10 720	76%	8 472	152%	-28 967	-84%
Kokku kohustused	9 401	9%	-2 960	-3%	40 328	58%	-17 505	-20%	-25 025	-22%
Omakapital										
Aktiakapital	0	0%	0	0%	688	6%	0	0%	0	0%
Kohustuslik reservkapital	0	0%	69	6%	0	0%	0	0%	0	0%
Realiseerimata kursivahed	-157	31%	58	-10%	354	-38%	23	-2%	-145	18%
Jaotamata kasum (kahjum)	5 095	5%	7 558	8%	-16 542	-15%	-11 215	-9%	3 465	3%
Kokku omakapital	4 789	4%	7 671	7%	-15 572	-12%	-11 498	-8%	2 841	2%
PASSIVA KOKKU	14 190	6%	4 711	2%	24 756	13%	-29 003	-13%	-22 184	-9%

