

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL  
Majandusteaduskond  
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Karmo Sahtel

**VÄIKEETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE  
GRILLSYMBOL OÜ NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava Ärindus, peeriala Ärirahandus

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD

Tallinn 2019

Deklareerin, et olen koostanud töö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 7755 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Karmo Sahtel .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 074198TABB

Üliõpilase e-posti aadress: [karmo.sahtel@gmail.com](mailto:karmo.sahtel@gmail.com)

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees: Karin Jõeveer

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

## SISUKORD

|   |    |
|---|----|
| LÜHIKOKKUVÕTE .....   | 4  |
| SISSEJUHATUS .....  | 5  |
| 1. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE ALUSED.....                                       | 7  |
| 1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise põhiolemus ja eesmärk .....                     | 7  |
| 1.2. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid .....                                  | 8  |
| 1.2.1. Varadel põhinevad meetodid ja segameetodid .....                           | 8  |
| 1.2.2. Suhtarvudel põhinev meetod .....   | 9  |
| 1.2.3. Diskonteeritud rahavoogude meetod .....                                    | 10 |
| 1.2.4. Vaba rahavoo ja diskontomäära leidmine .....                               | 11 |
| 1.2.5. Jätkuväärtuse olemus .....   | 15 |
| 1.2.6. Teised ettevõtte väärtuse hindamise meetodid .....                         | 16 |
| 1.3. Väikeettevõtte väärtuse hindamine.....                                       | 17 |
| 1.3.1. Väikeettevõtete väärtuse hindamisega seotud erisused .....                 | 17 |
| 1.3.2. Meetodi valik väikeettevõtte hindamiseks .....                             | 20 |
| 2. GRILLSYMBOL OÜ .....   | 22 |
| 2.1. Grillsymbol OÜ konkurentsiolekord ja majandustulemused .....                 | 22 |
| 2.2. Grillsymbol OÜ väärtuse hindamine .....                                      | 26 |
| 2.2.1. Grillsymbol OÜ rahavoogude prognoosimine ja diskontomäära arvutamine ..... | 26 |
| 2.2.2. Ettevõtte väärtuse kujunemine ja tundlikkuse analüüs.....                  | 30 |
| KOKKUVÕTE .....   | 34 |
| SUMMARY .....   | 37 |
| KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....  | 40 |
| LISAD .....   | 43 |
| Lisa 1. Grillsymbol OÜ kasumiaruande prognoos .....                               | 43 |
| Lisa 2. Grillsymbol OÜ käibeprognoos tootegruppide lõikes.....                    | 44 |
| Lisa 3. Grillsymbol OÜ müügid riikide lõikes .....                                | 45 |
| Lisa 4. Grillsymbol OÜ bilansiprognosis.....                                      | 46 |
| Lisa 5. Grillsymbol OÜ suhtarvud ja prognoosid .....                              | 47 |
| Lisa 6. Grillsymbol OÜ vaba rahavoo arvutused .....                               | 48 |
| Lisa 7. Grillsymbol OÜ väärtuse arvutus .....                                     | 49 |
| Lisa 8. Intervjuu küsimused juhtkonnale.....                                      | 50 |

## LÜHIKOKKUVÕTE

Bakalaureusetöö teemaks on “Väikeettevõtte väärtuse hindamine Grillsymbol OÜ näitel“. Teema on aktuaalne, sest juhtkonnal on plaanis kaasata lisakapitali ettevõtte osaluse müügiga.

Töö eesmärgiks on selgitada välja Grillsymbol OÜ väärtus. Töö teoreetilises osas leitakse sobiv meetod väikeettevõtte väärtuse leidmiseks. Töö praktilises osas analüüsitakse ettevõtte finantsaruandeid ning koostatakse lähiaastate müügitulu ja kulude prognoos. Väärtuse leidmiseks kasutab autor kolmeosalist ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimise meetodit.

Väikeettevõtete väärtuse hindamisel tuleb arvesse võtta finantsaruannete vähemat detailsust ja usaldusväarsust ning asjaolu, et juhtkond koosneb tihtipeale ettevõtte omanikest. Väikeettevõtte investori investeeringud ei ole tihti hajutatud ja seda tuleb omakapitali hinna arvutamisel arvesse võtta. Väärtuse hindamisel korrigeeritakse ettevõtte tööjõukulusid turutingimustele vastavaks ning omakapitali hinna leidmisel kasutatakse kõrgemat beetakordajat. Saadud tulemusele rakendatakse 30%-line allahindlus, mis väljendab börsiettevõtte ja väikeettevõtte likviidsuse vahet. Kontrollipremia rakendamine ei ole asjakohane.

Autor hindab Grillsymbol OÜ väärtuseks 649265 eurot. Saadud väärtusele rakendatakse tundlikkuse analüüs. Enim mõjutavad ettevõtte väärtust müügitulu ja toormehinna muutus. Töös tuuakse ka välja, et kuna väärtuse hindamine põhineb prognoositud rahavoogudel ning on sisendite muutuse osas tundlik, siis ei pruugi saadud väärtus olla 100% usaldusväärne.

Võtmesõnad: Ettevõtte väärtuse hindamine, väikeettevõtte, omakapitali hind, beeta, diskonteeritud rahavoogude analüüs, tundlikkuse analüüs.

## SISSEJUHATUS

Käesoleva bakalaureusetöö teemaks on „Väikeettevõtte väärtuse hindamine Grillsymbol OÜ näitel“ ning probleemiks ebapiisav teave selle kohta, milline on ettevõtte väärtus. Teema valikul lähtub autor järgnevast:

- väärtuse hindamist ei ole ettevõttes varasemalt läbi viidud ning teave Grillsymbol OÜ väärtuse kohta puudub,
- ettevõtte juhatus soovib laienemiseks kaasata lisakapitali ettevõtte osaluse müügiga.

Bakalaureusetöö uurimisprobleemiks on puuduv hinnang ettevõtte väärtuse kohta, mis aitaks juhtkonnal määrata hinna ettevõtte osaluse müügiks. Töö eesmärgiks on välja selgitada, milline on Grillsymbol OÜ väärtus. Selle eesmärgi saavutamiseks seab töö autor endale järgmised ülesanded:

- 1) uurida erialast kirjandust, selgitada välja väärtuse mõiste ning selle hindamise meetodid,
- 2) viia läbi ettevõtte konkurentsiolekorra analüüs ning koostada juhtkonnaga prognoosid lähiaastateks,
- 3) valida välja sobiv väärtuse hindamise meetod ning viia selle abil läbi väärtuse hindamine.

Hinnatavaks ettevõtteks on Grillsymbol OÜ, mis on aastal 1997 asutatud Eesti kapitalil põhinev väikeettevõtte. Ettevõtte tegeleb peamiselt metallesemete nagu paellapannide, grillide, BBQ ahjude, lõkkealuste jms. valmistamisega ning müügiga. Eri tootesarjad on mõeldud nii kodutarbijale ja kui ka professionaalsetele toitlustajatele. Ettevõtte müüb oma toodangut peamiselt Eesti, Rootsi ja Soome turul. Ettevõtte käive ja kasum on viimastel aastatel kõikunud ning 2017. aastal jäädi kahjumisse. See tulenes peamiselt kitsast tootevalikust ning koostööpartneri kaotusest Rootsi turul. Viimasel aastal on juhtkond aga panustanud tugevalt uute toodete arendamisele ning müügivõrgustiku laiendamisele. Selle tulemusena on tänaseks ettevõttel oluliselt laiem tootevalik ning uued edasimüüjad Rootsi ja Soome turul. Samas soovib juhtkond laiendada turgudele, kus täna veel ei tegutseta. Juhtkonna plaan on investeringuteks kaasata lisakapitali osaluse müügiga ettevõttes. Sel põhjusel soovib juhtkond hinnata ettevõtte väärtust.

Töö on jaotatud kaheks osaks. Esimeses osas annab autor ülevaate ettevõtte väärtuse olemusest, selle hindamise meetoditest ning olulisusest ettevõttele. Ettevõtte hindamise motiive võib olla mitmeid, kuid antud töös keskendutakse ettevõtte väärtusele ostu- ja müügitehingu kontekstis. Enamik väärtuse hindamise meetodeid on välja töötatud börsiettevõtete hindamiseks ning nende rakendamine väikeettevõtte jaoks võib osutuda keeruliseks. Autor annab ülevaate olulisematest ettevõtte hindamise meetoditest, keskendudes peamiselt diskonteeritud rahavoogude meetodile. Edasi arutatakse, millised on väikeettevõtete erisused võrreldes börsiettevõtete ja suurte erakapitalil põhinevate ettevõtetega. Sellised erisused nagu, finantsaruannete detailsus ning usaldusväärsus, omanikest juhtkond, kui ka ligipääs kapitalile, võivad mõjutada ettevõtte väärtust. Autor uurib ka, kuidas hinnatakse kahjumis olevaid ettevõtteid.

Teoreetilises osas toetatakse nii inglise- kui ka eestikeelsetele allikmaterjalidele. Töös enim viidatud autorid on Aswath Damodaran, Pablo Fernandez ja Jerald Pinto. Kasutatud on ka mitmeid era- ning väikeettevõtete hindamisele keskendunud raamatuid ning teadusartikleid.

Töö teine osa on pühendatud Grillsymbol OÜ väärtuse leidmisele. Peatüki alguses antakse ülevaade ettevõttest ja selle konkurentsiolekorrast. Autor vaatleb ettevõtte viimaste aastate finantsaruandeid ning nende osas viiakse läbi lihtsustatud finantsanalüüs. Tuuakse ära intervjuu käigus ettevõtte juhi Laur Suurväljaga saadud informatsioon ning koostöös juhiga koostatakse tulude ja kulude prognoosid lähiaastateks. Grillsymbol OÜ omakapitali hind leitakse vastavalt A. Damodarani käsitlusele ning sisendandmed saadakse tema kodulehel olevast andmebaasist. Seejärel viiakse läbi ettevõtte hindamine esimeses peatükis valitud meetodi abil. Et selgitada, milliste sisendite muutusest oleneb eelkõige hinnatud ettevõtte väärtus, viiakse läbi tundlikkuse analüüs.

Töö lõpptulemusena selgub ettevõtte väärtus, mida saab juhtkond investoritega läbirääkimistel aluseks võtta.

# 1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE ALUSED

Käesolevas peatükis annab autor erialase kirjanduse põhjal ülevaate ettevõtte väärtuse hindamise olemusest, erinevatest meetoditest ning nende rakendamisest.

## 1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise põhiolemus ja eesmärk

Ettevõtte luuakse või ostetakse tavaliselt lootuses teenida kasumit. Kuigi ettevõtte eest makstav hind peegeldab sellelt ettevõttelt oodatavaid rahavooge ja läbi selle ka väärtust, ei ole ettevõtte väärtus siiski sama, mis ettevõtte hind (Damodaran, 2002, 1). Väärtus väljendab ettevõtte võimet teenida omanikule tulu, hind aga kujuneb ostja ja müüja omavahelisel kokkuleppel ja võib seetõttu erineda oluliselt ettevõtte väärtusest (Fernandez, 2002a, 23).

Ettevõtte väärtuse hindamise põhieesmärk on anda omanikele, potentsiaalsetele ostjatele ja teistele huvilistele teada, milline on ettevõtte rahaline väärtus (Steiger, 2010, 1). Ettevõtteid hinnatakse peamiselt järgmistel motiividel (Fernandez, 2002a, 22,23):

- 1) ettevõtete ost ja müük,
- 2) börsil noteeritud ettevõtete väärtuse hindamine,
- 3) aktsiate esmapakkumisel hinna määramine,
- 4) ettevõtete pärimistega seotud toimingute korral,
- 5) juhtkonna kompensatsioonipaketide väljatöötamine,
- 6) strateegiliste otsuste langetamine.

Kuna antud töö kontekstis on eesmärk mõista ettevõtte hindamist ostu- ja müügiprotsessis, siis keskendutakse edaspidi sellel motiivile. Et paremini mõista ettevõtte väärtuse hindamise sisu ja eesmärke ostu- müügitehingu juures, tuleb vaadata, millist kasu see toob tehingu osapooltele. Väärtuse hindamine aitab müüjal: 1) määrata ostuhinda, 2) tugevdada hinnaargumente läbirääkimiste käigus, 3) otsustada, kas müüa või likvideerida ettevõtte. Ostjale on väärtuse hindamine kasulik, et kontrollida, kas küsitud hind ettevõtte või selle osa eest ei ole liiga kõrge ning ettevõtte turusituatsiooni hindamisel ning finantseerimismeetodi leidmisel (Dzyuma, 2012, 56).

Seega, võib ettevõtte väärtuse hindamise tulemust müügitehingu kontekstis käsitleda kui alghinda läbirääkimisteks. Tegelik tehinguhind selgub edasiste läbirääkimiste tulemusena.

## **1.2. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid**

Ettevõtete väärtuse hindamiseks on väljatöötatud arvukalt erinevaid meetodeid. Fernandez (2002a, 21) jagab ettevõtte hindamise meetodid kuueks:

- varadel põhinevad meetodid,
- kombineeritud ehk segameetodid,
- suhtarvudel põhinevad meetodid,
- diskonteeritud rahavoogudel põhinevad meetodid,
- lisaväärtusel põhinevad meetodid,
- optsioonidel põhinevad meetodid.

Järgnevatel peatükkides annab autor ülevaate loetelus toodud meetoditest.

### **1.2.1. Varadel põhinevad meetodid ja segameetodid**

Varadel või ka bilansil põhineva meetodi abil püütakse leida ettevõtte väärtus hinnates ettevõtte varade suurust (Fernandez, 2002a, 24). Meetod põhineb eeldusel, et ettevõtte omamiselt saadav väärtus on võrdne ettevõtte varade väärtuse ja kohustuste vahega (Pinto *et al.*, 2015, 545). Fernandez (2002a, 24–26) jagab varadel põhinevad meetodid neljaks:

- 1) varade raamatupidamisväärtus – ettevõtte väärtuseks loetakse omakapitali suurus;
- 2) korrigeeritud raamatupidamisväärtus ehk turuväärtus – korrigeeritud omakapitali väärtus;
- 3) likvideerimisväärtus – ettevõtte likvideeritakse, vara müüakse ja kohustused tasutakse. Ettevõtte väärtuseks kujuneb varade turuväärtus, millest lahutatakse kohustused ja likvideerimiskulud;
- 4) asendusmaksumus – väljendab investeringut, mis on vaja teha, et luua identsed tingimused hinnatava ettevõttega.

Segameetodid on varadel põhineva meetodi edasiarendus, kus püütakse arvesse võtta ka ettevõtte bilansiväliseid immateriaalseid varasid, mis annavad konkurentsieelise võrreldes teiste ettevõtetega. Sellisteks varadeks võivad olla kliendibaas, kaubamärgid, strateegilised liidud vms. Segameetodid hindavad varade väärtust ning lisavad sellele mingi koefitsiendiga korrutades



ettevõtte netotulu ning see korrutis esindabki immateriaalse vara väärtust. Seda meetodit on lihtne rakendada, kuid keeruline on adekvaatselt hinnata sellist immateriaalset vara. (Fernandez, 2002a, 33)

### 1.2.2. Suhtarvudel põhinev meetod

Suhtarvudel põhineva meetodi või võrreldavate tehingute meetodi (Zirnask *et al.*, 2008, 126) puhul tuletatakse vara väärtus kasutades selleks võrreldavaid tehinguid turul. Vara hindamiseks kasutatakse standardiseeritud suhtarve ja neid võrreldakse võimalikult paljude sarnaste ettevõtete suhtarvudega (Damodaran, 2002, 18). Meetod eeldab, et sarnased varad müüakse turul sarnase hinnaga, hoolimata sellest, kas tegemist on kinnisvara, finantsvarade või ettevõtetega (Koller *et al.* 2015, 357).

Ettevõtete väärtuse hindamisel võetakse aluseks, kas sarnased börsil noteeritud ettevõtted või hiljuti müüdud eraettevõtted, mille tehingutingimused on teada (Hitchner, 2017, 291). Sarnaseks saab pidada ettevõtteid, milliste kasumlikkus, tulude või rahavoogude eeldatav kasvutempo ning riskitase on sarnane hinnatava ettevõttega (Depamphilis, 2001, 287). Tihti võetakse võrdlusgrupina arvesse vaid sama tegevusharu ettevõtteid. Selline lähenemine võib olla õigustatud juhul, kui tegevusharus on piisavalt hinnatava ettevõttega sarnasid ettevõtteid. Muudel juhtudel tuleks valida võrdlusgruppi ettevõtteid mitte tegevusharu põhised, vaid varem kirjeldatud tunnuste põhjal. (Damodaran, 2002, 462)

Väärtuse hindamisel kasutatavad suhtarvud saab üldiselt jagada neljaks (Damodaran, 2015, 562):

- 1) kasuminäitajatel põhinevad suhtarvud – P/E, P/EBIT ning P/EBITDA;
- 2) bilansil põhinevad suhtarvud – P/B ja EV/B;
- 3) käibel põhinevad suhtarvud – P/S ja EV/S;
- 4) tegevusharupõhised – sõltuvad olulistest teguritest tegevusharus.

Damodaran (2002, 453) mainib, et suhtelise väärtuse meetod on lihtsalt rakendatav, kuid selle meetodi nõrkustena toob ta ära järgmised tegurid (*Ibid.*): 1) võrdlusgrupi ja suhtarvude ebamäärasus 2) saadud tulemus peegeldab turgude „meeleolu“ – näiteks ettevõtte võib ekslikult tunduda odav, kui võrdlusgrupi ettevõtted on turu poolt ülehinnatud, 3) vähene läbipaistvus – kallutatud hindaja võib valida just talle sobivad suhtarvud või võrdlusgrupi.

### 1.2.3. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetod toetub põhimõttele, et iga vara väärtus on sellelt varalt laekuvate rahavoogude nüüdisväärtus. Diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel leitakse ettevõtte või mingi muu vara väärtus tulevikus saadavate rahavoogude põhjal, mis diskonteeritakse nüüdisväärtusele ja summeeritakse. (Collett, Schell, 1996, 290)

Ettevõtte hindamine sellisel meetodil koosneb kolmest etapist. Esimeses etapis töötatakse välja rahavoogude prognoosid järgmiseks viieks kuni kümneks aastaks. Teises etapis diskonteeritakse neid rahavooge vastava määraga, et saada rahavoogude tänane väärtus. Kolmandas etapis leitakse ettevõtte jätkuväärtus (inglise keeles *terminal value*) ning viimases etapis liidetakse summad kokku (Damodaran, 2002, 363). Valemi kujul väljendatakse seda järgmiselt (*Ibid.*):

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + TV \quad (1)$$

kus,

$V$  - ettevõtte väärtus,  
 $FCFF_t$  – ettevõtte vaba rahavoog aastal  $t$ ,  
 $t$  – periood,  
 $r$  – diskontomäär,  
 $TV$  – jätkuväärtus.

Ettevõtete puhul, kus on oodata algselt kiiret kasvu ning seejärel üleminekuperioodil kasvu aeglustumist, on soovitatav kasutada kolmeosalist mudelit (*Ibid.*, 367):

$$V = \sum_{t=0}^{n1} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n1+1}^{n2} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + TV \quad (2)$$

kus,

$V$  - ettevõtte väärtus,  
 $FCFF$  – ettevõtte vaba rahavoog,  
 $t$  – periood,  
 $n1$  - kiire kasvuperioodi lõpp,  
 $n2$  – üleminekuperioodi lõpp,  
 $r$  – diskontomäär,  
 $TV$  – jätkuväärtus.

Valemi 1 ja 2 rakendamiseks on vaja leida ettevõtte rahavood, diskontomäär ning jätkuväärtus. JärgEVates alapeatükkides vaatleb autor nende leidmist.

#### 1.2.4. Vaba rahavoo ja diskontomäära leidmine

Ettevõtte äritegevuse rahavood kujunevad toodete või teenuste müügist. Vaba rahavoog toetub põhimõttele, et mitte kogu äritegevusest saadud rahavoog ei ole „vaba“, vaid osa sellest on vaja investeerida varadesse, selleks et tagada ettevõtte jätkuv toimimine (Pinto *et al.*, 2015, 238). Rahavoogu äritegevusest, millest on lahutatud vastava perioodi kõik äritegevusega seotud kulud ning maksud, ja millest on tehtud vajalikud investeeringud käibevarasse ja põhivarasse nimetatakse ettevõtte vabaks rahavooks (FCFF).

Ettevõtte vaba rahavoog saadakse järgmise valemi alusel (Damodaran, 2002, 382):

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + D - CE - \Delta WC \quad (3)$$

kus,

*FCFF* – vaba rahavoog ettevõttele

*EBIT* – ärikasum

*T* – tulumaksu määr

*D* – kulum

*CE* – investeeringud põhivarasse

*ΔWC* – käibekapitali muutus.

Käibekapitali muutuse hindamisel tuleb pidada silmas, et kui ettevõttel on kassas või pangakontodel pidavalt suur hulk raha, siis tuleks vaba rahavoo leidmiseks analüüsida, kui suurt osa kasutab ettevõtte sellest oma igapäevase tegevuse juures. Seda ületavat rahajääki ei ole õige investeeringute hindamisel käibevarana käsitleda. (Zirnask *et al.*, 2008, 133)

Omakapitali vaba rahavoog (FCFE) on ettevõtte vaba rahavoog, millest on lahutatud vastava perioodi võla teenindamisega seotud kulud. (Pinto *et al.*, 2015, 297). Omakapitali rahavoog saadakse sarnasel viisil, kui ärikasumist lahutatakse maha intressimaksud ja võla põhiosa maksed (Damodaran, 2002, 384). Omakapitali rahavood leitakse järgmise valemiga (*Ibid.*, 352):

$$FCFE = EBIT \times (1 - Tax) + D - CE - \Delta WC - Dp + Nl \quad (4)$$

kus,

*FCFE* – omakapitali vaba rahavoog,

*EBIT* – ärikasum,

*T* – tulumaksu määr,

*D* – kulum,

*CE* – investeeringud põhivarasse,

*ΔWC* – käibekapitali muutus,

*Dp* – vanade laenude põhiosa tagasimaksud,

*Nl* – uued laenud.

Ettevõtte vaba rahavoo abil saab hinnata ettevõtte koguväärtust ning omakapitali vaba rahavoo abil hinnatakse ettevõtte omakapitali väärtust. (Fernandez, 2002a, 39). Selles, kas ettevõtte väärtust tuleks hinnata omakapitali rahavoogude või ettevõtte rahavoogude põhjal, ei ole ühest vastust. Zirnask (2008, 137) väidab, et omanikele ja potentsiaalsetele osjatele, kelle huvides ettevõtteid tavaliselt hinnatakse, ei ole enamasti ettevõtte turuväärtusest kasu, sest nende jaoks on oluline, milline on omakapitali turuväärtus. Samas ettevõtte ostja võtab tavaliselt üle ka kõik ettevõtte kohustused, seepärast on ettevõtte vaba rahavoo kasutamine relevantsem (Steiger, 2010, 5). Damodaran (2015, 517) väidab, et korrektselt rakendades jõuavad mõlemad meetodid sama omakapitali väärtuseni.

Diskonteeritud rahavoogude mudelis kasutatakse diskontomäärana kapitali hinda. Ettevõtte tegevust finantseeritakse kas omakapitalist või võõrkapitalist ning tavaliselt kasutatakse kombinatsiooni neist kahest. Kapitali kaalutud keskmine hind leitakse valemiga (Zirnask *et al.*, 2008, 61):

$$WACC = r_e \times \frac{E}{E+D} + r_d \times \frac{D}{E+D} \times (1 - T) \quad (5)$$

kus

*WACC* – kapitali kaalutud keskmine hind.

*r<sub>e</sub>* – omakapitali hind,

*r<sub>d</sub>* – võõrkapitali hind,

*E* – omakapitali turuväärtus,

*D* – võlakapitali turuväärtus,

*T* – tulumaksumäär.

Võõrkapitali hinna määramisel on kõige lihtsam võtta aluseks intressimäär, millega ettevõtte viimati laenu võttis. See sobib siiski ainult siis, kui laen väljastati viimase poole aasta jooksul ning vahepeal ei ole majanduskeskkonnas suuri muutusi toimunud. (*Ibid.*, 58) Dividendide diskonteerimisel ja omakapitali vaba rahavoogu diskonteerides kasutatakse omakapitali hinda ja ettevõtte vaba rahavoogu diskonteerides, kapitali kaalutud keskmist hinda.

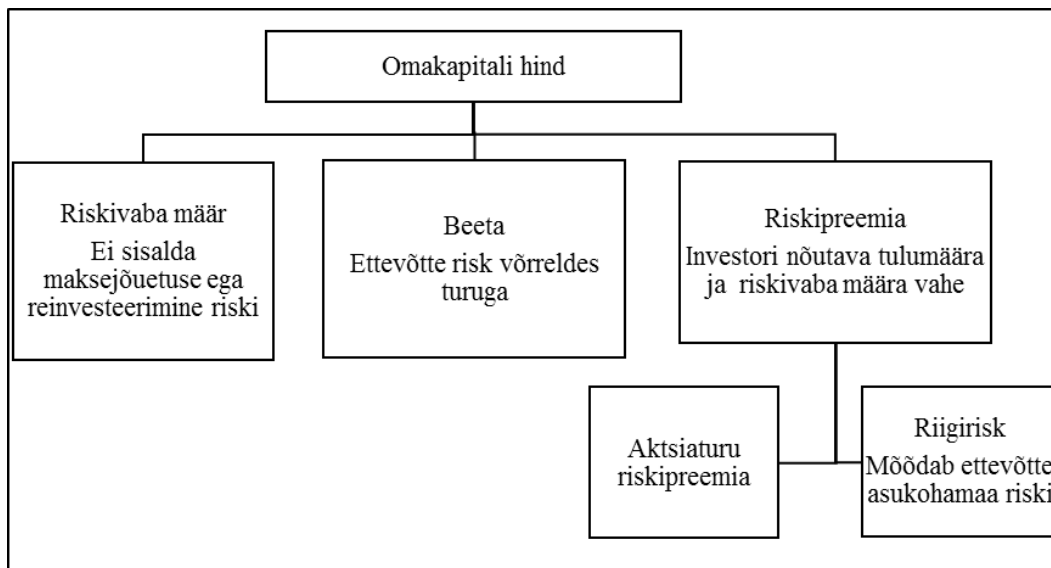
Omakapitali hind on tulumäär, mida investorid ootavad oma investeeringult. Kuna omakapitali hind ei ole otse leitav, siis tuleb see leida varade hindamise mudeli abil. Üheks enim kasutatud mudeliks on CAMP. (Pignataro, 2013, 133). CAPM mudel on valemi kujul väljendades järgmine (Fernandez, 2002b, 201):

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

kus

$K_e$  – omakapitali hind,  
 $R_f$  – riskivaba tulumäär,  
 $\beta$  – beetakordaja,  
 $E(R_m)$  – turu oodatav tootlus,  
 $E(R_m) - R_f$  – riskipreemia.

CAMP mudeli alusel omakapitali hinna leidmine on illustreeritud ka joonisel 1.



Joonis 1. Omakapitali hinna kujunemine

Allikas: Autori koostatud Damodarani lähenemise alusel (2012)

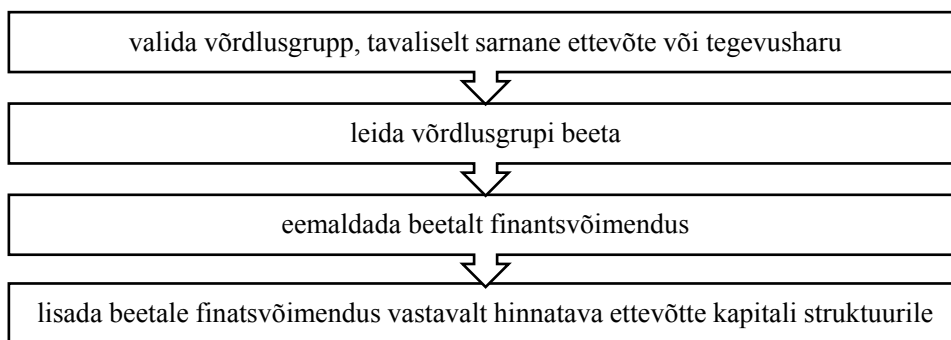
CAMP mudeli kasutamiseks on vaja kolme sisendit: riskivaba määr, beetakordaja ning riskipreemia. Järgnevalt defineerib autor need kolm sisendit.

Riskivaba on garanteeritud tulususega vara. Selleks, et vara oleks riskivaba, peavad olema täidetud kaks tingimust (Damodaran, 2015, 88):

- 1) selle vara suhtes ei tohi olla maksejõuetuse riski. Kuna ükskõik millise ettevõtte maksejõuetust ei saa välistada, siis sobib selleks vaid riigi pikaajaline võlakiri;
- 2) selle vara suhtes ei tohi olla reinvesteerimise riski. Riskivaba investering peaks olema sarnase perioodiga kui investering varasse, mille jaoks riskivaba määra otsitakse.

Tavaliselt võetakse riskivabaks tulumääraks selle riigi pikaajaline võlakiri, kus hinnatav ettevõtte asub. Damodaran (2015, 89–90) rõhutab siiski, et selleks ei sobi kõikide riikide võlakirjad, sest riskivaba määr ei tohi sisaldada maksejõuetuse riski, kuid kõik valitsused ei ole riskivabad.

Beetakordaja või beeta iseloomustab investeringu riski, ehk tema tulususe kõikumist turu keskmise näitaja suhtes (Karu, Zirnask, 2001, 72). Sellist, volatiilsusest tulenevat riski, nimetatakse süstemaatiliseks riskiks. Kui börsil noteeritud ettevõtte beeta leidmiseks kasutatakse peamiselt regressioonimudelit, siis börsil noteerimata ettevõtte puhul seda võimalust ei ole. Selliste ettevõtete puhul tuleb beeta tuletada sarnaste börsiettevõtete beetadest või kasutada tegevusharu keskmist beetat. (Feldman, 2005, 72). Kuna võrreldavate börsiettevõtete kapitalistruktuur võib olla erinev hinnatava ettevõtte omast, siis tuleb omakapitali hinna arvutamisel kasutada võimendamata beetat. (Pinto *et al.*, 2015, 67). Selle saamiseks on vaja teha joonisel 2 ära toodud sammud.



Joonis 2. Beeta finantsvõimendus  
Allikas: Pinto *et al.* (2015, 67).

Väikeettevõtete hindamisel ei pruugi beeta aga väljendada riski õigesti. Beeta väljendab riski, mida ettevõtte aktsiate omamine tähendab hajutatud riskidega investori jaoks. Kui börsil noteeritud ettevõtetesse investeerijad on tavaliselt institutsionaalsed investorid, siis väikeettevõtetesse investeerijad on pigem ettevõtjad. Ettevõtjate riskid on aga tavaliselt vähem hajutatud ning seepärast ootavad nad tulu kogu ettevõttega seotud riski eest või vähemalt suuremat tulu kui pakub süstemaatiline risk. Seepärast, eeldades, et ettevõtte omanik või potentsiaalne ostja ei ole hajutatud portfelliga investor, tuleks väikse börsil noteerimata ettevõtte jaoks kasutada pigem täisbeetat (inglise keeles *total beta*), mis väljendab paremini riskitaset sellise investori jaoks. Kas ja mil määral tuleb beeta asendada täisbeetaga sõltub eelkõige konkreetsest investorist ning tema investeerimisportfelli riskide hajutatusest. (Damodaran, 2002, 668)

CAPM mudelis väljendab riskipremia täiendavat tulu, mida investorid soovivad aktsiatesse investeerides keskmiselt üle riskivaba määra teenida. (Pinto *et al.*, 2015, 47). Tavaliselt leitakse riskipremia võrreldes ajaloolist aktsiaturu tootlust riskivaba tootlusega. Sellist meetodid saab

rakendada aga vaid USA aktsiaturgude kohta, kus aktsiaturud on suured ning saadaval on piisav hulk infot nii aktsia- kui ka võlakirjade turu kohta. Teistel turgudel on risk suurem ning seepärast peaks olema ka suurem riskipremia. Selle vahe kompenseerimiseks toob Damodaran (2002, 160–165) sisse riigiriskipremia, mille määramisel tuleks kasutada kas vastava riigi ja USA võlakirjade vahet või vastava riigi jaoks reitinguagentuuride poolt koostatud *default spread*'i. Valemi kujul näeb modifitseeritud riskipremia välja järgmine (Damodaran, 2002, 164):

$$ERP = BP + CRR \quad (7)$$

kus,

$ERP$  – riskipremia,

$BP$  – baasriigi riskipremia,

$CRR$  – riigiriskipremia.

Riskivaba määr, beetakordaja ja riskipremia on vajalikud sisendid omakapitali hinna määramiseks. Omakapitali ning võõrkapitali hinna põhjal saab arvutada kapitali kaalutud keskmise hinna vastavalt valemile 5, mis on mudelis diskontomääraks.

### 1.2.5. Jätkuväärtuse olemus

Ettevõtte väärtuse saamiseks tuleb prognoosida tuleviku rahavood ja tuua need tänasesse väärtusesse. Tegelikuses on täpsete rahavoogude prognoosime keeruline ja seepärast prognoositakse tüüpiliselt täpselt vaid viit kuni kümnet aastat ning hilisemad rahavood lisatakse jätkuväärtusega. Sel moel jagatakse ettevõtte tuleviku rahavood kaheks intervalliks: esimese intervalli puhul prognoositakse rahavood igaks aastaks ning teise puhul eeldatakse, et ettevõtte kasvab sama tempoga lõpmatult. (Pinto *et al.*, 2015, 137). Jätkuväärtus leitakse järgmise valemiga (*Ibid.*):

$$TV = \frac{FCFF_{TV} \times (1+g)}{r-g} \quad (8)$$

kus,

$TV$  – jätkuväärtus,

$FCFF_{TV}$  – viimase prognoositud perioodi vaba rahavoog,

$r$  – diskontomäär,

$g$  – jätkukasvumäär.

Jätkuväärtus põhineb eeldusel, et kui ettevõtte on jõudunud stabiilsesse kasvufaasi, siis ta kasvab konstantse määraga lõpatuseni. Kusjuures sellel perioodil jäävad samale tasemele ka ettevõtte

omakapitali hind, müügikasv, kasumimarginaalid ning muud olulised suhtarvulised näitajad. (Levin & Olsson, 2000, lk 2,3).

Kuna jätkuväärtust arvutatakse perpetuiteedi alusel, siis on jätkukasvumäära prognoosimine üks olulisemad ja keerulisemaid ülesandeid, sest juba väike muudatus võib oluliselt muuta ettevõtte väärtust (Steiger, 2010, 10). Damodaran (2006, 22) toob välja, et kuna ettevõtte ei saa lõpumatuseni kasvada kiiremini kui üldine majanduskasv, siis ei tohi jätkukasvumäär ületada ümbritseva majanduse kasvu. Võib ka eeldada, et algselt kiiret kasvu tagav konkurentsieelis ei ole igavene ja kaob teatud aja möödudes. (Fernandez, 2002a, 38)

### **1.2.6. Teised ettevõtte väärtuse hindamise meetodid**

Lisaks kirjeldatud ettevõtte väärtuse hindamise meetoditele, tuntakse veel dividendide diskonteerimise, majandusliku lisaväärtuse ja reaaloopsioonide meetodeid.

Dividendide diskonteerimise meetodi puhul diskonteeritakse tulevikus saadavad dividendid omakapitali hinnaga. Kuna aktsia hind tulevikus sõltub dividendidest, siis võib öelda, et aktsia hind on võrdne tuleviku dividendide nüüdisväärtuse summaga. (Larrabee, Voss, 2012, 93,94) See mudel on kõige otsesem ja kõige konservatiivsem viis aktsia väärtuse leidmiseks, sest see võtab arvesse vaid rahavooge, mis makstakse aktsionäridele (Damodaran, 2015, 519,520). Kõik ettevõtted ei maksa aga dividende. Teoreetiliselt on võimalik dividendide meetodit kasutada ka selliste ettevõtete puhul, kuid ilma varasema praktikata on ettevõtte tuleviku dividendipoliitikat keeruline hinnata. (Pinto *et al.*, 2015, 236).

Majandusliku lisaväärtuse meetod mõõdab ettevõtte väärtust vastavalt sellele, kui palju ettevõtte teenib kasumit võttes arvesse kogukapitali hinda (*Ibid.*, 460). Selle meetodi tugevused on järgmised: meetodil ei oma jätkuväärtus nii suurt kaalu, mudelite sisendid on saadaval finantsaruannetest, on kasutatav ka dividendide puudumisel ning sobib ka ettevõtete puhul, kellel puudub ajutiselt positiivne vaba rahavoog. Mudelil nõrkuseks loetakse, et põhineb kasumil, mis võib olla juhtkonna poolt manipuleeritud. (Pinto *et al.*, 2015, 504; Valuing a Company..., 2019)

Reaaloopsioonide hindamise meetodi puhul rakendatakse finantsopsioonide teooriat füüsiliste ehk „reaalsete„ varade hindamiseks. Ettevõtte hindamise kontekstis tuleb reaaloopsioone käsitleda kui ettevõtte võimalust lükata investeerimisotsus edasi aega, kui projekti osas on teadmatus väiksem. Reaaloopsioonide meetodi abil saab hinnata kõrge riski ja suure määramatusega investeerimisprojekte. Selliseks on näiteks ettevõtte sisenemine uude



tegevusalasse, mis on seotud kõrge riskiga, kuna ei ole teada, kuidas turg sellele reageerib (Dzyuma, 2012, 58), aga ka otsus loodusressursside kasutusele võtmise kohta, teadus- ja arendustegevused (Schwartz, 2013, 168–171) ning uuele tehnoloogiale patenti omavatesse iduettevõtetesse investeerimine (Lin *et al.*, 1). Reaaloptsioonide analüüs tehakse juba diskonteeritud rahavoogudele. Seega, ei asenda reaaloptsioonide analüüs diskonteeritud rahavoogude meetodit, vaid täiendab seda. Reaaloptsioonide mudelitest on enim kasutusel binoomiline mudel, Black-Scholesi mudel, simulatsioonide meetod (Fernandez, 2002a, lk 564).

### **1.3. Väikeettevõtte väärtuse hindamine**

Järgnevas alapeatükides toob autor ära väikeettevõtete erisused, mida tuleks hindamisel arvestada ja leiab sobivad hindamise meetodid.

#### **1.3.1. Väikeettevõtete väärtuse hindamisega seotud erisused**

Erakapitalil põhinevad ettevõtted on peamine ettevõtluse vorm maailmas, 99,8% kogu ettevõtetest ei ole börsil noteeritud. (Dodel, 2013, 1). Väikeettevõtte on ettevõtte, mis annab tööd kuni 50-le inimesele ja mille käibe- või bilansimaht ei ületa 10 miljonit eurot ning mikroettevõtte on ettevõtte, mis annab tööd kuni 10-le inimesele ning mille käibe- või bilansimaht ei ületa kahte miljonit eurot (Mikro- ning väikesed...). Antud töö kontekstis kasutatakse terminit „väikeettevõtte“ kirjeldamiseks erakapitalil põhinevaid väike- ja mikroettevõtteid.

Valdav osa erialasest kirjandusest käsitleb börsiettevõtete hindamist. Kui börsil noteeritud ettevõtete hind kujuneb välja aktsiate ostu- ja müügitheingute käigus, siis eraettevõtete puhul aktiivne tehinguturg puudub (Depamphilis, 2001, 366). Eraettevõtete väärtuse hindamist teostatakse tavaliselt kas ostu-müügitheingutega, maksude või kohtuvaidlustega seoses. Teostatud hindamist tuleks üldjuhul kasutada vaid selle koostamise eesmärgil ning konkreetsel ajahetkel ning see ei pruugi olla asjakohane muul eesmärgil kasutamiseks. (Pinto *et al.*, 2015, 518-520)

Kuna juhtkond omab ettevõtte kohta kõige rohkem infot, siis peaks olema tulude ja kulude prognoos koostatud juhtkonna poolt. Hindaja peab prognoosi osas alati läbi viima „mõistlikkuse kontrolli“, sest juhtkond võib tahtlikult või tahtmatult üle- või alahinnata tuleviku rahavooge. Hindaja peab veenduma, et juhtkonna poolt saadud prognoos on kokkusobiv ettevõtte tulevikuväljavaadete ja ootustega. Lisaks prognooside kõrvutamisele varasemate perioodide

finantsaruannetele, peaks olema hindajal ka selge ettekujutus ettevõtte kliendibaasist ning tootmisvõimsuse piirangutest. See info saadakse ettevõtte aruannetest ja juhtkonnalt intervjuude käigus. (Trugman, 2017, 255–257)

Kuigi hindamise põhimõtted on samad nii börsil noteeritud kui väikeettevõtete jaoks, saab siiski välja tuua mõningad olulised erisused (Damodaran, 2002; Hitchner, 2017; „Raamatupidamise seaduse ....”):

- väikeettevõtete juhtkond koosneb tihtipeale omanikest ja pereliikmetest, kelle teadmistest ja isiklikest kontaktidest sõltub ettevõtte käekäik. See konkurentsieelis ei pruugi uuele omanikule üle kanduda;
- väikeettevõtetel puudub tavaliselt mitmekesine tootevalik ja nad on sõltuvad tihtipeale vaid kohalikust turust. Lisaks võivad nad olla sõltuvuses mõnest suurkliendist või tarnijast;
- väikeettevõtete ligipääs kapitalile on tihtipeale piiratud, see tähendab, et vajalik lisakapital pärineb ettevõtte omanikult või pereliikmetelt. Kui ettevõtjal on mitu ettevõtet, siis võib juhtuda, et edukama ettevõtte rahavoogudest toetatakse vähem edukamat;
- väikeettevõtte finantsaruanded sisaldavad tihti minimaalsel hulgal informatsiooni ja ei ole kontrollitud välise auditi poolt;
- väike- ja mikroettevõtetele kehtib Eesti Vabariigis alates 2016. aastast lihtsustatud majandusaasta aruandevorm, mis sisaldab vähemaid lisasid ning ei nõua rahavoogude aruande esitamist. See teeb ettevõtte hindamise välisele hindajale keerulisemaks;
- kui juhtivtöötajad on ühtlasi ka omanikud, ei maksa nad endale tihtipeale tehtud töö eest turutingimustele vastavat palka, vaid võtavad raha ettevõttest välja dividendidena. Kuna see mõjutab ettevõtte rahavooge, siis tuleks prognoose tehes tööjõukulu vajadusel korrigeerida;
- ettevõtte ja isiklike kulude segunemine – väikeettevõtete puhul on võimalik, et juhtkond tasub osa isiklikest kuludest ettevõtte arvelt, mis mõjutab rahavooge ettevõttele;
- kajastamata sularaha tulud – näiteks juhud, kus sularaha eest tehtud müüke ei kajastada ettevõtte sissetulekutes;
- väikeettevõtte kasumit võivad suuresti mõjutada ühekordsed tulud või kulud. Sellisteks on näiteks põhivara müük, kohtumenetlustega seotud kulud, või kindlustuse poolt katmata kahju õnnetuse korral.

Mitmed toodud erisused on seotud tulude ja kulude korrapärase kajastamisega. Seega, peaks enne hindamist finantsaruandeid põhjalikult uurima ning vajadusel korrigeerima saadud andmeid. Tuleb ka arvesse võtta, et väikeettevõtete tulud ja kulud on raskemini ennustatavad ning prognoosid seetõttu vähem usaldusväärsemad.

Kuna ettevõtte väärtuse hindamise mudelid põhinevad börsil noteeritud ettevõtete baasil, siis tuleb väikeettevõtete hindamisel tuleb arvesse võtta likviidsuse puudumise allahindlust ja kontrollipreemiat.

Likviidsus tähendab võimet müüa vara mõistliku aja jooksul, suhteliselt madalate tehingukuludega ja vara turuhinnale lähedase hinnaga (Thomas, Gup, 2010, 476). Börsil noteeritud ettevõtete aktsiad on võimalik müüa suhteliselt kiirelt ning investeringu olulise vähenemiseta. Eraettevõttes osaluse müümine on aga keerulisem ning võib tähendada, et investor peab müüma osaluse allahindlusega. Damodaran (2005, 35,36) toob välja empiirilistele uurimistele toetudes, et likviidsuse puudumise allahindlus (DLOM) jääb keskmiselt 25 – 35%-i vahele. Oluline on märkida, et DLOM-i saab rakendada vaid juhul, kui väärtuse hindamise meetodit rakendades on võrdluse aluseks võetud börsil noteeritud ettevõtte ning muutujaid ei ole juba kohandatud eraettevõttele vastavaks (Zanni, *et al.*, 7).

Kontrollipreemia on summa või protsent, mis makstakse lisaks ettevõtte väärtustele, et kajastada osalist või täielikku kontrolli ettevõtte tegevuse üle. Kontrolli puudumine võib olla investorile ebasoodne, sest tal puudub otsene võime valida juhtkonda või mõjutada seda tegema temale soodsaid otsuseid. (Pinto *et al.*, 2015, 548) Seega, ettevõttes omandatud 51% - line osalus on oluliselt rohkem väärt kui 49%-ine osalus (Damodaran, 2002, 684).

Arvestada tuleb ka erisustega kahjumis või ebatavaliselt väikest kasumit teenivate ettevõtete korral. Damodaran (2002, 607–610) toob välja järgmised probleemid selliste ettevõtete hindamisel:

- 1) kahjumi tõttu ei ole võimalik kasutada üheastmelist diskonteeritud rahavoogude meetodit;
- 2) maksude arvutamine muutub keerulisemaks – kehtib eelkõige riikides, kus on ettevõtte tulumaks;
- 3) ettevõtte ei pruugi olla jätkusuutlik.

Kahjumis oleva ettevõtte hindamisel tuleb teha kindlaks, kas ettevõtte kahjum on lühiajaline või pikaajaline. Lühiajaliste kahjumite korral, tuleb kasum vastavusse viia ajaloolise või eeldavatava lähituleviku kasumiga. Pikaajalise kahjumi korral tuleb hinnata, kas ettevõtte on võimeline oma probleemid ületama. Kui on, siis on võimalik kasutada diskonteeritud rahavoogude mudelit, kus on eraldi prognoositud kahjumiaastad ning jätkuväärtusena aastad, kus ettevõtte on prognooside alusel kasumis. Kui leitakse, et ettevõtte ei ole võimeline probleeme ületama, tuleks kasutada likvideerimisväärtust. (Damodaran, 2002, 607–633)

### 1.3.2. Meetodi valik väikeettevõtte hindamiseks

Eelnevates peatükkides kirjeldati mitmeid ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid, mis aga ei pruugi kõik sobida väikeettevõtete hindamiseks.

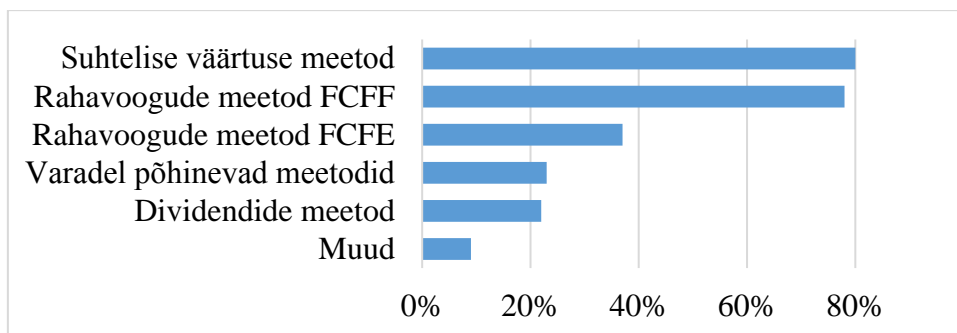
Varadel põhinevat meetodit kasutatakse harva tegutsevate ettevõtete hindamiseks (Hitchner, 2017, 860). Meetod on olemuselt lihtne, kuid hindab vaid varasid ja läbi selle ettevõtte väärtust kindal ajahetkel ning ei võta arvesse ettevõtte võimalikku arengut. Lisaks ei arvesta see meetod tegevusala spetsiifikat, tööjõudu, kliendibaasi, lepinguid jms., mis ei ole väljendatud ettevõtte bilansis. (Fernandez, 2004, 4) Lahendus võiks olla segameetodi kasutamine, kuid immateriaalset vara väljendava koefitsiendi määramine on väga subjektiivne.

Suhtelise väärtuse meetod on oma lihtsuse tõttu laialdaselt kasutusel ning annab suhteliselt hea tulemuse, kui ettevõtet saab võrrelda suure hulga kaubeldavate ettevõtetega. Peamine väljakutse selle meetodi kasutamiseks on leida võrdluseks piisavalt sarnaseid ettevõtteid (Pinto *et al.*, 2015, 537). Meetodi kasutamine on keeruline unikaalsete ettevõtete korral, kus puudub ilmne võrdlusbaas ning mille tulud on väikesed või negatiivsed (Damodaran, 2002, 20). Sellest tulenevalt võib selle meetodi rakendamine väikeettevõtete juures olla piiratud.

Diskonteeritud rahavoogude meetod on laialdaselt kasutuses nii väikeste kui suurte eraettevõtete hindamisel. Probleemiks väikeettevõtte puhul võib olla juhtkonna väheste kogemuste tõttu tuleviku rahavoogude adekvaatne hindamine. Kui see takistus saab ületatud, on diskonteeritud rahavoogude meetod asjakohane väikeettevõtete korral. (Hitchner, 2017, 860–861)

Dividendide diskonteerimise meetod eeldab, et ettevõttel oleks kindel dividendipoliitika. Reaaloptsioonide meetod on sobiv rakendamiseks kõrge riski ja suure määramatusega ettevõtte puhul. Seega, väikeettevõtete puhul, mis ei vasta nendele tingimustele, ei ole nende meetodite kasutamine asjakohane.

Kuigi väärtuse hindamise meetodi valik on alati subjektiivne, on praktikutel kujunenud välja eelistatud meetodid. Aastal 2012 läbi viidud uuringus küsitleti 424-e varahindamise eksperti ning selgus, et 80% vastanuist kasutab oma töös nii suhtarvude meetodit kui ka rahavoogude meetodit. Teisi meetodeid kasutatakse oluliselt vähem. (Bancel, Mittoo 2014) Küsitluse tulemused on kujutatud joonisel 3.



Joonis 3. Ekspertide poolt kasutatud hindamise meetodid  
 Allikas: Autori koostatud Bancel ja Mittoo (2014) andmete alusel

Sarnase küsitluse viisid 32-e Eesti hindamisspetsialisti seas läbi Kanutšukov ja Sander (2016). Selgus, et ka Eestis on peamiselt kasutatud hindamise meetoditeks ettevõtte vaba rahavoo meetod (FCFF) ja suhtelise väärtuse meetod (peamine suhtarv EV/EBITDA). Lisaks on 80%-l vastanuist tavaks kasutada kahte meetodit, kusjuures suhtelise väärtuse meetodit kasutatakse tavaliselt FCFF kontrolliks.

Eelnevast selgub, et kõige sagedamini leiavad praktikas rakendust suhtarvude ja diskonteeritud rahavoogude meetodid. Kuna suhtarvude meetodi rakendamisel on piisavalt sarnase võrdlusgruppi leidmine väga keeruline, siis autori arvates on parim meetod väikeettevõtete väärtuse leidmiseks FCFF meetod, mida ka järgmises peatükis hinnatava ettevõtte suhtes rakendatakse.

## 2. GRILLSYMBOL OÜ

Selles peatükis tutvustab autor uuritavat ettevõtet ning viib vastavalt teooriale läbi Grillsymbol OÜ väärtuse hindamise. Informatsioon on kogutud ettevõtte majandusaasta aruannetest ja kodulehelt. Autor viis läbi intervjuu juhtkonnaga, esitatud küsimused on ära toodud lisas 8.

### 2.1. Grillsymbol OÜ konkurentsiolukord ja majandustulemused

Grillsymbol OÜ on Eesti kapitalil põhinev ettevõtte, mis tegeleb peamiselt metallesemete tootmise ja müügiga. Ettevõtte asutati 1997. aastal kui ettevõtte praegune omanik tegeles väliüritustel toitlustamisega ning leidmata turult toitlustajale sobivat paellapanni otsustas selle valmistada. Leides, et teised toitlustajad tunnevad toote vastu huvi, otsustas omanik hakata valmistama neid ka müügiks. Tänapäevaks on tootevalikus lisaks pannidele ka söe- ning gaasigrillid, BBQ ahjud, terasest lillepotid ning kastid. Erinevad tootesarjad on mõeldud nii kodutarbijale ja kui ka professionaalsetele toitlustajatele. Väliüritustajate turul on „Grillsymbol“ kaubamärk juba suhteliselt levinud ja tuntud. Tooteid arendatakse firmasiseselt ning uute toodete ideed tulevad omanikelt. Kuna maht on suhteliselt väike, siis ostetakse enamik toid teenusena sisse ning tootmistehhis tehakse komplekteerimis- ja pakkimistöid. Komponente ostetakse Euroopast, Hiinast ja ka vähesel määral Eestist. (Suurväli, 2019)

Ettevõtte peamised turunduskanalid on Google'i reklaam ettevõtte oma veebipoodidele, sotsiaalmeedia ning turundus läbi oma edasimüüjate. Osaletakse kohalikel laatadel ja erialastel messidel. Grillsymbol OÜ peamised müügikanalid on järgmised (*Ibid.*):

- veebipoed,
- suurköögitehnika müüjad,
- grille ja tarvikuid müüvad kauplused,
- aianduskeskused, aiasisustust ja ehituskaupu müüvad kauplused,
- väliürituste renditoodete pakkujad,
- ettevõtte oma veebipoed Eestis, Soomes, Rootsis, UK-s, Norras,
- Amazoni veebipoed UK-s, Prantsusmaal, Hispaanias ja Saksamaal.

Kuna ettevõtte toodete puhul on tegemist pigem nišitoodetega, siis on turuanalüüsi läbiviimine raskendatud. Suurimate konkurentidena on ettevõtte omanik toonud välja Soome turult Muurika OY ja Rootsi turult MHG Gourmetpannan AB. Nende ettevõtete käibed on võrdluseks ära toodud tabelis 1.

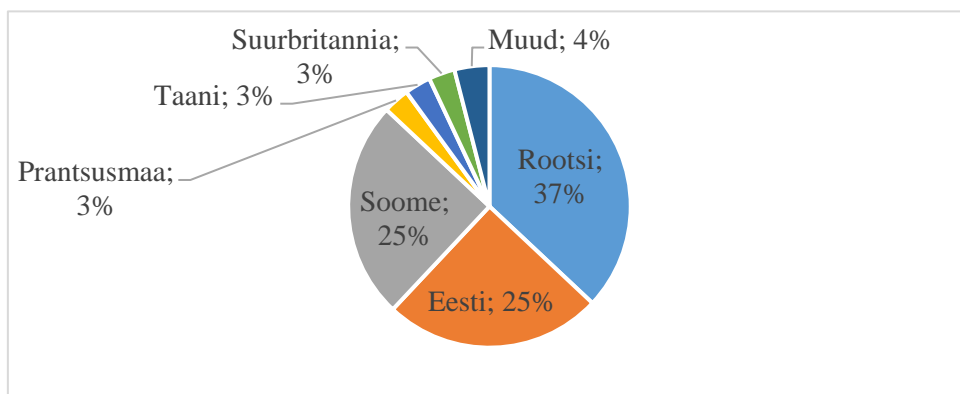
Tabel 1. Grillsymbol OÜ ja konkurentide käivete võrdlus aastal 2014 – 2017, eurodes

| Ettevõtte            | Grillsymbol OÜ ja konkurentide käive |         |         |         |
|----------------------|--------------------------------------|---------|---------|---------|
|                      | 2014                                 | 2015    | 2016    | 2017    |
| Muurika OY           | 7089000                              | 7684000 | 7368000 | 7473000 |
| MHG Gourmetpannan AB | 604073                               | 670791  | 500238  | 431617  |
| Grillsymbol OÜ       | 162485                               | 285683  | 149046  | 117715  |

Allikas: Autori koostatud ettevõtte kodulehtedelt saadud info ja lisa 1 alusel

Konkurentidena saab veel ära tuua Saksast „B.M.S Burger u. Müller GmbH“ ning Soomes hulgifirma „Tammertukku“. Hispaanias on veel mitmed tootjad, kes toodavad paellapanni kujuga panne, kuid tänaseks vaid mõned on jõudnud Skandinaavia turule. (*Ibid.*)

Kuigi täpne ülevaade turuosade kohta puudub, siis võib eeldada, et kõikide eelpool nimetatud konkurentide turuosa sihtturgudel on suurem kui Grillsymbol OÜ turuosa. Eeldades, et Soome ja Rootsi turu suurus on 5 miljonit eurot aastas, jääb Grillsymbol OÜ turuosa umbes 1% juurde. Ärikliendi ehk toitlustajate segmendis võib eeldada, et ettevõtte turuosa umbes 10% ning Eestis on ettevõtte selles turuosa segmendis kindlasti üle 50%-i. Suurima müügituluga riigid olid aastatel 2014 - 2017 Rootsi (37%), millel järgnesid 25%-ga Eesti ja Soome. Müügitulud on kujutatud joonisel 4. Ettevõtte soovib jätkata kasvamist toimivatel turgudel ning oluliselt kasvatada müüke täna veel väikese turuosaga turgudel nagu Norra, Prantusmaa, Taani, Leedu ja Läti (*Ibid.*).

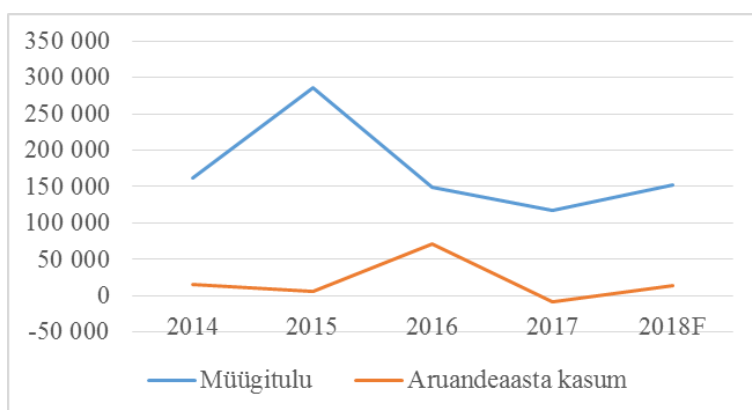


Joonis 4. Grillsymbol OÜ müügitulu jagumine riikide lõikes aastatel 2014-2017

Allikas: Lisa 3

Grillsymbol OÜ käive ning kasum on viimastel aastatel suuresti kõikunud (joonis 5) . Kui 2015. aastal oli ettevõtte käive 285683 eurot, siis 2017 aastal lõpetati vaid 117715 euroga. Ettevõtte juht Laur Suurväli toob languse põhjuseks järgmised asjaolud (*Ibid.*):

- aastatel 2012 – 2016 ei tegeletud uute toodete arendusega ega otsitud uusi sihtturge. Oldi mugavustsoonis ning loodeti olemasolevate edasimüüjate ning toodete peale;
- müügiprognooside ebatäpsus – 2015. aasta käibekasv oli tingitud Soome jaeketi suurest tellimusest ning edasiste müügiprognooside põhjal täiendati laovarused. Kuna tellimused olid plaanidest tagasihoidlikumad, siis realiseeriti need laovarud alles 2016. aastal;
- 2016. aastal lagunes ettevõtet Rootsi turul esindanud edasimüüja, tänu millele langes müük Rootsi turul kuni 50%;
- ilmastik Põhjamaades 2015-2017 suvedel – kuna väliürituste toitlustusseadmete turg on sõltuvuses ilmaga, siis mõjutasid ebasoodsad suved käivet olulisel määral.



Joonis 5. Grillsymbol OÜ müügitulu ja kasum aastatel 2014-2018

Allikas: Lisa 1

Märkused: Aasta 2018 lõplikud tulemused ei ole töö kirjutamise hetkel teada

Tabelis 2 on ära toodud suhtarvud Grillsymbol OÜ hetkeseisu hindamiseks. Neid suhtarve on võrreldud Eesti Statistikaameti poolt toodud 2017. aasta metalli ja metallitootmisega tegevusharu keskmiste näitajatega. Kuna ettevõtte müügitulu ning kasum kõiguvad oluliselt vaadeldud aastatel, siis tasub vaadata ka viimase nelja aasta keskmist näitajat.



Tabel 2. Grillsymbol OÜ suhtarvuliste näitajate võrdlus tegevusharu mediaaniga.

|                                     | Grillsymbol OÜ suhtarvud 2014 -2017 |      |       |       |          |            |
|-------------------------------------|-------------------------------------|------|-------|-------|----------|------------|
|                                     | 2014                                | 2015 | 2016  | 2017  | Keskmine | TH Mediaan |
| Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja | 3.57                                | 9.15 | 15.30 | 11.02 | 8.00     | 2.34       |
| Maksevõime kordaja                  | 0.68                                | 1.39 | 1.16  | 0.80  | 0.90     | 1.89       |
| Müügitulu puhasrentaablus           | 0.10                                | 0.02 | 0.47  | -0.08 | 0.12     | 0.08       |
| Omakapitali puhasretanaablus        | 0.37                                | 0.17 | 1.28  | -0.15 | 0.43     | 0.21       |
| Vara puhasretablus                  | 0.13                                | 0.06 | 0.39  | -0.05 | 0.14     | 0.11       |
| Põhivara käibekordaja               | 3.85                                | 8.12 | 2.69  | 1.95  | 3.70     | 6.34       |

Allikas: Autori koostatud lisa 5 alusel

Märkused: Veerg „Keskmine“ tähistab ettevõtte 2014 – 2017 näitajate keskmist. TH mediaan tähistab tegevusharu mediaannäitajat.

Lühiajaline võlgnevuse kattekordaja (LVK) näitab mitu korda ületab ettevõtte käibevara lühiajalisi kohustusi ning maksevõime kordaja (MVK) võrdleb likviidseid varasid lühiajaliste kohustustega (Teearu, *et al.*, 2008, 19–21). Võrreldes tegevusharu näitajatega ületab Grillsymbol OÜ LVK tunduvalt tegevusharu mediaani. Samas on MVK aastatel 2014 – 2017 madalam kui tegevusharu mediaan. See näitab, et ettevõttel on iga perioodi lõpus liialt suured varud ja liialt vähe raha arvel. Kuigi ettevõtte varud katavad lühiajalisi kohustusi, siis võib lühiajaliselt tekkida probleeme arvete tasumisel. Ettevõtte peaks vähendama varusid ning hoidma rohkem raha arvel.

Müügitulu puhasrentaablus näitab, kui palju on ettevõtte võimeline müügitulust teenima kasumit. Tegevusharu mediaan on 8,43%. Grillsymbol OÜ näitaja on seda ületanud aastatel 2014 ja 2016, kuid 2015 ja jäädud näitajale tunduvalt alla ning aastal 2017 oli näitaja koguni negatiivne. Kuigi vaadeldavate aastate keskmine näitaja on suhteliselt kõrge, peaks ettevõtte kasum olema stabiilsem.

Omakapitali ja vara puhasrentaablus näitavad vastavalt omakapitali ja varade tasuvust. Nagu teisedki kasumiga seotud suhtarvud kõiguvad need Grillsymbol OÜ puhul vaadeldud aastatel. Siiski jääb mõlema näitaja nelja aasta keskmised ületavad tegevusharu mediaani, mida saab pidada heaks näitajaks.

Põhivara käibekordaja võrdleb müügitulu põhivaraga ning näitab kui efektiivselt põhivara kasutatakse. Grillsymbol OÜ puhul on nelja vaadeldud aasta keskmine näitaja 3,70. Samas on tegevusharu mediaan peaaegu kaks korda kõrgem, 6,34. Järelikult on ettevõttel tegevusharu keskmisega võrreldes liialt põhivara ning tuleks kaaluda võimalusel selle vähendamist.

Suhtarvude sihid ja võrdlused tegevusharuga võetud arvesse ettevõtte edasiste prognooside koostamisel. Suhtarvude prognoosid aastateks 2019 – 2023 on ära toodud lisas 5.

## **2.2. Grillsymbol OÜ väärtuse hindamine**

Järgmisena hindab autor Grillsymbol OÜ väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil. Meetodi rakendamiseks leitakse järgmised sisendid:

- ettevõtte vaba rahavoog,
- jätkukasvumäär,
- riskivaba määr,
- riigiriski määr,
- beeta,
- aktsiaturu riskipremia.

Järgmine alapeatükk on pühendatud nende sisendite leidmisele.

### **2.2.1. Grillsymbol OÜ rahavoogude prognoosimine ja diskontomäära arvutamine**

Kuna Grillsymbol OÜ müügitulu on viimastel aastatel olnud ebastabiilne, siis ei saa ajaloolist kasvu rahavoogude prognoosimisel rakendada. Seepärast võtab autor aluseks juhtkonna koostatud käibeprognoosid.

Aastatel 2019 – 2023 näeb ettevõtte juhtkond kasvu müügitulus, mis on peamiselt tulemas tänaseks välja töötatud uute toodete ning suurema edasimüüjate võrgustiku arvelt. Kui varasematel aastatel on peamiselt keskendunud paellapannidele, siis viimastel aastatel on ettevõtte tegelenud pingsalt uute toodete arendamisega ning tänaseks on tootevalikusse lisanud lõkkealused, lõkkepannid, terasest lillepotid, söegrillid ning gaasiga suitsuahjud. Uue arendusena on plaan turule tulla 2020. aastal ka bioetanoolil töötavate kaminatide ning biopõletitega, millel on juhtkonna arvates väga suur potentsiaal just Kesk-Euroopas. Lisaks keskendus ettevõtte juhtkond aastal 2018 uute turgude ning koostööpartnerite leidmisele ning tulemusena on leitud mitmed huvitatud ja tänaseks koostööd alustanud edasimüüjad Rootsis, Soomes, Taanis ning Baltikumis. (Suurväli, 2019)

Ettevõtte müügitulude prognoos aastateks 2019 – 2023 on ära toodud tabelis 3, täpsem prognoos tootegruppide lõikes on ära toodud töö lisas 2. Peale kiiremat kasvuperioodi eeldab juhtkond, et ettevõtte kasv aeglustub ning perioodil 2024 – 2028 hinnatakse käibekasvuks 7% aastas (*Ibid.*)

Tabel 3. Grillsymbol OÜ käibeprognosis aastateks 2019 – 2023, eurodes

|           | Prognosis aastateks 2019 - 2023 |        |        |        |        |
|-----------|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2019F                           | 2020F  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
| Müügitulu | 192400                          | 293400 | 392200 | 529200 | 559200 |

Allikas: Autori koostatud lisa 2 alusel

Kauba- ja materjalikulud moodustavad täna ettevõtte kuludest suurema osa jäädes 50% juurde müügituluga võrreldes. Käibe kasvades näeb juhtkond, et selle kulu osakaal väheneb mastaabisäästu tõttu järk-järgult ning jääb eeldatavalt 40% juurde aastaks 2023. Muude tegevuskulude all on suurimaks kuluks ettevõtte turunduskulud. Kuna juhtkond plaanib tulevikus panustada enam juba toimivatesse reklaamkanalitesse ning tutvustada ettevõtet rahvusvahelistel messidel, siis on ette näha, et see kululiik absoluutsummas küll kasvab, kuid jääb suhtarvuna müügitulusse samaks. (Suurväli, 2019)

Teooriast tulenevalt peaks väikeettevõtete aruannete puhul kontrollima, kas kõik kulud on korrektselt kajastatud. Aastatel 2015 – 2017 olid ettevõtte tööjõukulud vastavalt 42727, 22299 ning 14157 eurot. Väikest palgakulu aastatel 2016 ning 2017 põhjendab omanik, et peamised tegevused, nagu pannide komplekteerimine ja pakendamine, osteti teenusena sisse. Ka aastal 2018 kasutati sama lahendust ning selle aasta palgakuludeks on kujunenud eeldatavalt 15000 eurot. Aastast 2019 on ettevõtte palgal üks tööline ning plaanitud on suurendada tööliste arvu kaheni, kui käive kasvab 400000 euronini ning kolmeni, kui käive ületab 600000 eurot. (*Ibid.*). Eesti Statistikaamet toob töötleva tootmise tegevusalas 2018. aasta keskmiseks brutopalgaks ära 1249 eurot (Keskmise ...).

Nagu ära toodud peatükis 1.3.1. võib väikeettevõtete juhtkonnal olla tavaks, et ei maksta endale turutingimustele vastavat palka, vaid tulu võetakse välja dividendidena. Kuna dividendid on vähem maksustatud kui palk, siis on selline käitumine ettevõtja huvides. Selleks, et ettevõtte väärtust õiglaselt hinnata, tuleb tööjõukuludeid korrigeerida võttes aluseks tegevusharu keskmise palga (Damodaran, 2015, 556). „CV Online“ toonud tegevjuhi keskmiseks brutopalgaks 3294 eurot, mida autor siin tööks ka kasutab (Palk - CEO...). Palgakulule rakendatakse palgakasvu Eesti Panga prognoosidele vastavalt 6%-i aastatel 2019 ja 2020 ning 4%-i järgnevatel aastatel. (Viilmann, 2019). Tööjõukulude prognoosid on ära toodud tabelis 4.

Tabel 4. Grillsymbol OÜ tööjõukulud aastatel 2019-2023, eurodes

| <b>Grillsymbol OÜ korrigeeritud tööjõukulud aastatel 2019 – 2023</b> |             |             |             |             |             |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aasta  | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> |
| Palgakulu  | 73912       | 74723       | 79103       | 113773      | 115393      |

Allikas: autori arvutused

Ettevõtte puudub senini kindel dividendipoliitika, kuid lähiaastal plaanib ettevõtte maksta dividende 20000 - 30000 eurot aastas (Suurväli, 2019). Plaanimat dividendid ning tulumaks on ära toodud tabelis 5.

Tabel 5. Ettevõtte makstavad dividendid ning tulumaks aastatel 2018 – 2023, eurodes

| <b>Prognoositud dividendid 2018-2023</b> |             |             |             |             |             |             |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> |
| Makstavad dividendid                     | 20000       | 20000       | 20000       | 30000       | 30000       | 30000       |
| Tulumaks dividendidelt                   | 5000        | 4419        | 4419        | 6919        | 6628        | 6628        |

Allikas: autori arvutused

Ettevõtte juhtatus ei plaani suuri investeeringuid põhivarasse, kuna suuremad metallitöötlemise seadmed ei saa plaanitud koguste juures piisavalt rakendust ning need teenused ostetakse sisse allhankena. Lähiaastatel on plaan on uuendada keevitusseadmeid, elektrilisi ja akuga käsitööriistu suurusjärgus 3000-7000 eurot aastas. Need kulutused tehakse omavahenditest. (Suurväli, 2019). Põhivara kulum, kapitalikulud ning käibekapitalimuutus on ära toodud lisa 4. Eelnevast tulenevalt on ettevõtte vaba rahavoog ära toodud tabelis 6.

Tabel 6. Ettevõtte vabad prognoositud rahavood, eurodes

| <b>Ettevõtte vaba rahavoog aastatel 2019 - 2023</b> |             |             |             |             |             |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> |
| Müügitulu   | 192400      | 293400      | 392200      | 529200      | 559200      |
| Korrigeeritud ärikasum                              | -30812      | 23297       | 38557       | 74447       | 88919       |
| Vabad rahavood FCFE                                 | -31257      | 19526       | 28989       | 57370       | 70855       |

Allikas: Lisa 6

Märkused: Ärikasum on korrigeeritud vastavalt autori poolt arvatud palgakulule

Aastateks 2024 – 2028 plaanib ettevõtte juhatuse igal aastal 7%-list kasvu. Kuna ei ole ette näha, et ettevõtte kulude osakaalud või kasumimarginaal oluliselt muutuks, siis rakendab töö autor 7%-list kasvu ka ettevõtte vabale rahavoole eelmainitud perioodil.

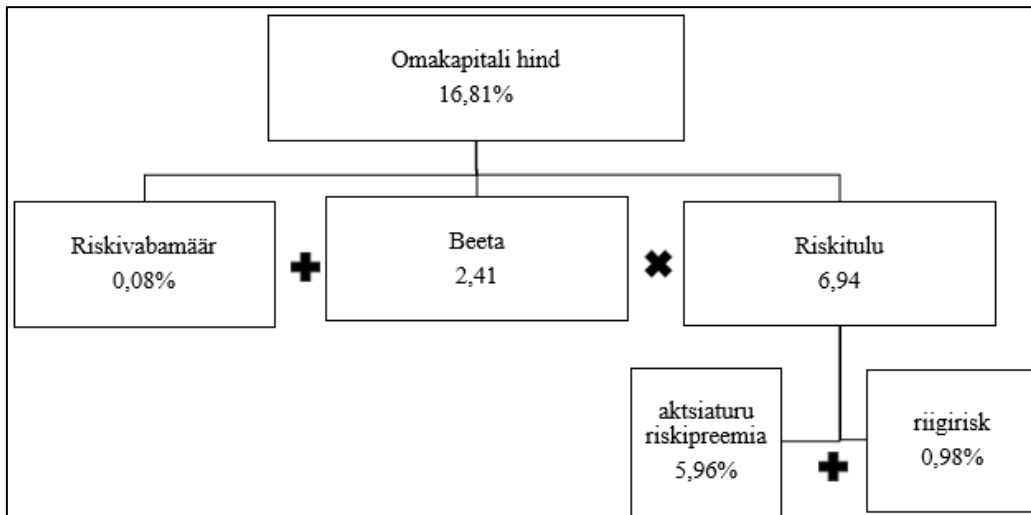
Jätkuväärtus moodustab ettevõtte väärtusest väga suure osa ja jätkukasvumäära hindamine on seetõttu olulise tähtsusega. Teooriast (vt 1.2.5) lähtuvalt peaks ettevõtte kasv lõpuks ühtlustuma majanduskasvuga. Antud töös on võetud jätkukasvumääraks 3%, mida IMF prognoosib Eesti SKP kasvuks lähiaastatel (Republic ..., 2019).

Järgmiseks tuleb leida Grillsymbol OÜ omakapitali hind. Riskivaba tulumääraks tuleb valida hinnatava ettevõtte asukoha riigi võlakiri. Kuna Eesti Vabariik ei ole töö kirjutamise hetkel võlakirju emiteerinud, siis tuleb vastavalt teooriale aluseks võtta mõne teise euroala riigi võlakiri. Damodaran (2002, 157) toob välja, et mitte kõik riigid ei ole riskivabad. Antud töös on riskivabaks määraks valitud Saksamaa 10 aastase võlakirja intressimäär, mis ühtlasi madalaim euroala riikide seas ning on 17.04.2019 seisuga 0,08% („Government Bond 10y”..., 2019).

Riigirisk näitab ettevõtte asukohamaa võlakirja ja arenenud riigi võlakirja intressimäära vahet ja peegeldab asukohamaa riskisust (Damodaran, 2002, 164). Riigi riskisust mõõdavad krediidiireitinguagentuurid. Damodaran on oma veebilehel (Damodaran, 2019) arvanud 01.01.2019 seisuga Eesti Vabariigi riigiriskiks 0,98%. Kuna töö kirjutamisel hetkel ei ole suurimad krediidiagentuurid (Estonia..., 2019) Eesti Vabariigi reitingut ega väljavaadet muutnud, võib eeldada, et riigirisk ei ole muutunud.

Beetakordaja mõõdab konkreetse ettevõtte riski võrreldes turuga. Tavaline beeta ei pruugi aga mõõta korrektselt hajutamata investori riskitaset. Seepärast on väikeettevõtete juures asjakohane sisse tuua täisbeeta. Kas ja mil määral täisbeetat rakendada sõltub konkreetsest investorist. (Damodaran, 2002, 668). Damodaran on välja toonud tegevusalade kaupa beetad ning täisbeetat Euroopa ettevõtete jaoks 05.01.2019 seisuga. Autor kasutab Grillsymbol OÜ hindamiseks majapidamistoodete tegevusala (inglise keeles *household products*). Finantsvõimendusega beeta on 0,74 ning täisbeeta on 4,07 (Damodaran, 2019). Kuigi Grillsymbol OÜ potentsiaalse investori riskide hajutus ei ole teada, võib eeldada, et ettevõtete osalust ei osta täielikult hajutatud portfelliga investor. Sellest tulenevalt valib töö autor Grillsymbol OÜ väärtuse hindamiseks beeta ja täisbeeta aritmeetilise keskmise, milleks on 2,41.

Järgmiseks komponendiks omakapitali hinna määramisel on aktsiaturu riskipreemia, mis väljendab täiendavat tulu, mida investorid soovivad aktsiatesse investeerides keskmiselt üle riskivaba määra teenida. (Pinto *et al.*, 2015, 47). Autor võtab siin töös aluseks USA aktsiaturgude riskipreemia, mis Damodarani (2019) arvutuste kohaselt on 01.01.2019 seisuga 5,96%. Grillsymbol OÜ omakapitali hinnaks kujuneb 16,81% ning arvutuskäik on kujutatud joonisel 6.



Joonis 6. Grillsymbol OÜ omakapitali hinna kujunemine  
Allikas: Autori koostatud Damodarani (2019) andmete alusel

Järgmise sammuna diskontomäära saamiseks on vaja leida valemi 5 abil ettevõtte kapitali kaalutud keskmine hind (WACC), kuid kuna Grillsymbol OÜ on finantseeritud vaid omakapitaliga, siis võrdub omakapitali hind WACC-iga.

### 2.2.2. Ettevõtte väärtuse kujunemine ja tundlikkuse analüüs

Grillsymbol OÜ väärtuse arvutamiseks kasutab autor eelnevatest alapeatükkides arvatud sisendeid:

- ettevõtte vaba rahavoog – vt. tabel 6,
- diskontomäär 16,81%,
- jätkukasvumäär 3%.

Kasvuprognosidest tulenevalt peab autor kõige asjakohasemaks rakendada kolmeosalist diskonteeritud rahavoogude valemit 2. Täpsem arvutuskäik on ära toodud lisas 7. Arvutuskäigu alusel on Grillsymbol OÜ korrigeerimata rahavoogude diskonteeritud väärtus 927521 eurot. Teoriast aga selgub, et võrreldes börsiettevõttega on väikeettevõtted vähem likviidsemad ning seetõttu tuleb nende väärtuse hindamisel rakendada allahindlust. Kuigi likviidsuse puudumise allahindluse suurus on suhteline ning sõltub konkreetsest ettevõttest, toob välja Damodaran (2005, 35) oma töös ära, et sellised allahindlused jäävad tavaliselt vahemikku 25-35%. Autor võtab aluseks vahemiku keskmise 30%. Kuna ettevõtte omanik ei plaani müüa ettevõttest enam osalust, siis kontrollipremia rakendamine ei ole antud juhul asjakohane. Seega, kujuneb vastavalt tabelile 7 Grillsymbol OÜ väärtuseks 649265 eurot.

Tabel 7. Grillsymbol OÜ allahinnatud väärtus, eurodes

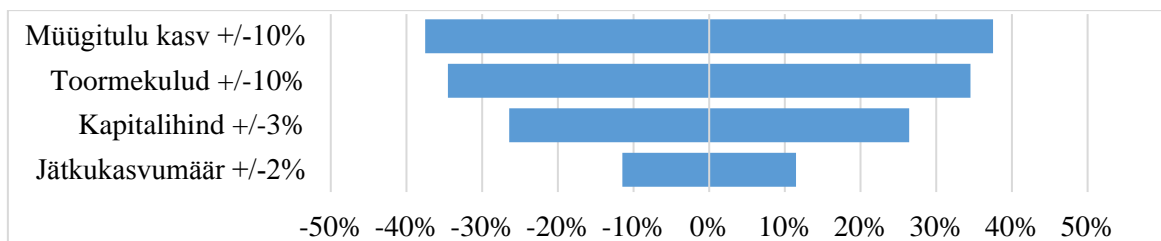
| Grillsymbol OÜ väärtus                     |         |
|--|---------|
| Diskonteeritud rahavoogude väärtus         | 927521  |
| Likviidsuse puudmisest tulenev allahindlus | -278256 |
| Kontrollipremia                            | 0       |
| Ettevõtte väärtus                          | 649265  |

Allikas: autori arvutused

Saadud väärtuse juures tuleb silmas pidada, et arvutuse aluseks on juhtkonna poolt koostatud käibe ja kulude prognoosid, mis ei pruugi täiel määral realiseeruda. Sellepärast tasub uurida, mis juhtub ettevõtte väärtusega, kui sisendeid muuta. Tundlikkuse analüüsil vaatleb autor muutusi järgmistes sisendites:

- müügitulu, muutus vahemikus -10% kuni +10%;
- toormehind, muutus vahemikus -10% kuni +10%;
- kapitalihind, muutus vahemikus -3% kuni +3%;
- jätkukasvumäär, muutus vahemikus -2% kuni +2%.

Analüüsist selgub, et suurimat mõju mainitud sisenditest omab müügitulu muutus. Kui prognoositud aastatel on müügitulu 10% plaanitud väiksem, siis ettevõtte väärtus langeb 38%-i võrra. Samas kui müügitulu kasvab 10%, siis ka ettevõtte väärtus suureneb 38%-i. Suur mõju väärtusele tuleb sellest, et vastavalt valemile 2 saab esimese kasvuperioodi viimase aasta rahavoog aluseks teise perioodi rahavoole ja see omakorda mõjutab jätkuväärtust. Teiseks suurimat mõju avaldab kululiigi „Kaubad, toore, materjal ja teenused“ (toormehind) muutus, kus 10%-line muutus prognoositud aastatel mõjutab vastavalt ettevõtte väärtust 35% ulatuses. Kapitalihinna 3%-line muutus muudab ettevõtte väärtust 26%. Jätkukasvumäära 2%-lisel muutusel on vastavalt 11%-ne mõju ettevõtte väärtusele. Sisendite mõjud on ära toodud joonisel 7.



Joonis 7. Tundlikkuse analüüs

Allikas: autori arvutused

Oluline jälgida ka väärtuse muutumist sisendi muutumise koosmõjul. Tabelis 8 on ära toodud müügitulu ja toormehinna muutumise koosmõju ning tabeli keskel on baasväärtuseks võetud Grillsymbol OÜ väärtus. Analüüsist selgub, et väiksempi muutus nii müügitulu kui ka toormehinna osas mõjutab ettevõtte väärtust märgatavalt. Näiteks tabelis ära toodud võimalik stsenaarium, kus müügitulu on 10% prognoositust kõrgem ning toormehinnad on langenud 10%, kasvab ettevõtte väärtus 75%-i võrra jõudes väärtuseni 1139326 eurot. Samas on vastupidiselt, kui käive peaks langema 10%-i ning toorehind tõusma 10%-i, siis langeb ettevõtte väärtus 68%-i baasväärtusega võrreldes. Samas tõenäolisemate stsenaariumite korral, mis on tabelis 8 ära toodud helesinisega, jääb ettevõtte väärtuse langus või kasv 37% piiresse.

Tabel 8. Väärtuse tundlikkuse analüüs müügitulu ja toormehinna baasil, eurodes

|                       |      | Müügitulu muutus |        |        |         |         |
|-----------------------|------|------------------|--------|--------|---------|---------|
|                       |      | -10%             | -5.00% | 0%     | 5.00%   | 10%     |
| Toormehinna<br>muutus | -10% | 607380           | 740366 | 873353 | 1006340 | 1139326 |
|                       | -5%  | 506540           | 633924 | 761309 | 888693  | 1016078 |
|                       | 0%   | 405700           | 527483 | 649265 | 771047  | 892829  |
|                       | 5%   | 304861           | 421041 | 537221 | 653401  | 769581  |
|                       | 10%  | 202362           | 314599 | 425176 | 535754  | 646332  |

Allikas: autori koostatud Bodmer (2015, lk 195) põhjal

Teisena on autor ära toonud tabelis 9 kapitalihinna ja jätkukasvumäära koosmõju Grillsymbol OÜ väärtusele. Ka nende tegurite analüüsimisel selgub, et väike muutus kummaski teguris muudab ettevõtte väärtust oluliselt. Näiteks olukorras, kus jätkukasvumäär tõuseb 5%-ni ning kapitalihind langeb 3%-i võrra tõuseb ettevõtte väärtus 52%-i võrra 987132 euroni. Nagu varemgi on tõenäolisemad stsenaariumid ära toodud tabeli 9 keskosas, kus muutused võrreldes baasväärtustega jäävad 15% piiresse.



Tabel 9. Väärtuse tundlikkuse analüüs kapitalihinna ja jätkukasvumäära baasil, eurodes

|                     |      | <b>Kapitalihind</b> |        |        |        |        |
|---------------------|------|---------------------|--------|--------|--------|--------|
|                     |      | 13.81%              | 15.31% | 16.81% | 18.31% | 19.81% |
| Jätkukasvu-<br>määr | 1.0% | 706521              | 634506 | 574830 | 524489 | 481407 |
|                     | 2.0% | 758853              | 676622 | 609534 | 553640 | 506286 |
|                     | 3.0% | 820868              | 725579 | 649265 | 586600 | 534125 |
|                     | 3.0% | 820868              | 725579 | 649265 | 586600 | 534125 |
|                     | 5.0% | 987132              | 851986 | 748910 | 667377 | 601081 |

Allikas: autori koostatud Bodmer (2015, lk 195) põhjal

Väärtuse hindamise mudeli tundlikkuse analüüs annab ettevõtte omanikule või ostjale hea ülevaate selle kohta, kuidas väiksed muutused sisendites võivad oluliselt muuta tulemust. Samas tuleb meeles pidada, et selline analüüs ei suuda arvestada kõikvõimalikke muutujaid ning ei arvesta juhtkonna võimet teha tulemust mõjutavaid otsuseid. Näiteks võib juhtkond käibe langedes vähendada püsikulusid, mida antud mudel arvesse ei võta.

Siiski võib eelnevast järeldada, et väiksed müügitulu ja toormehinna muutused võivad olulisel määral mõjutada ettevõtte väärtust ning juhtkonnal tuleks seepärast erilise hoolega silmas pidada käibe eesmärkide täitmist ning võimalusel läbirääkida tarnijatega toormehinnad. Ka kapitalihind mõjutab väärtust oluliselt. Grillsymbol OÜ hetkel võõrkapitali ei kasuta, kuid kuna võõrkapitali kasutamine peaks keskmise kapitali hinna alla tooma, siis tasuks sellele võimalusele mõelda.

Lõpetuseks tuleb ära märkida, et kuna diskonteeritud rahavoogude mudeli sisendid on suuremal või väiksemal määral prognoositud ning ükskõik millise eeltoodud sisendi väiksemgi muutus muudab tulemust oluliselt, siis saab arvutatud ettevõtte väärtust pidada pigem suuniseks kui absoluutselt täpseks väärtuseks.

## KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö teemaks on „Väikeettevõtte väärtuse hindamine Grillsymbol OÜ näitel“. Teema valikul sai määravaks asjaolu, et Grillsymbol OÜ suhtes ei ole väärtuse hindamist läbi viidud ning juhkonnal on soov laienemiseks kaasata lisakapitali ettevõtte osaluse müügiga. Lõputöö eesmärgiks oli anda ülevaade ettevõtte hindamise meetoditest ning hinnata sobiva meetodi abil mainitud ettevõtte väärtust. Selle eesmärgi saavutamiseks seadis töö autor endale järgmised ülesanded:

- 1) uurida erialast kirjandust, selgitada välja väärtuse mõiste ning selle hindamise meetodid;
- 2) viia läbi konkurentsiolekorra analüüs ning koostada juhtkonnaga prognoosid lähiaastataks;
- 3) valida välja sobiv väärtuse hindamise meetod ning viia läbi väärtuse hindamine.

Bakalaureuse töö jaguneb kaheks peatükiks. Esimeses osas toodi ära peamiselt võõrkeelsele erialakirjandusele tuginedes ülevaade ettevõtte hindamise motiividest, meetoditest ning nende rakendamisest väikeettevõtte hindamisel. Teises osas tutvustati hinnatavat ettevõtet ning arvutati prognoositud rahavoogude põhjal ettevõtte väärtus. Lisaks rakendati tundlikkuse analüüsi, et mõista, millised sisendid mõjutavad ettevõtte väärtust enim.

Ettevõtte väärtus peegeldab sellelt ettevõttelt oodatavaid rahavooge ja selle hindamise põhieesmärk on anda omanikele, potentsiaalsetele ostjatele ning teistele huvilistele teada, milline on ettevõtte rahaline väärtus. Väärtus võib olulistelt erineda ettevõtte eest makstavast hinnast. Ettevõtte väärtuse hindamise motiive on mitmeid, kuid antud töös keskenduti ettevõtte hindamisele ostu- ja müügitehingu kontekstis. Sellises olukorras on ettevõtte väärtuse teadmine müüjale abiks ostuhinna määramisel ja hinnaargumentide tugevdamisel. Ostjale võimaldab see kontrollida, kas ettevõtte eest küsitud hind on adekvaatne. Seega, võiks väärtuse hindamisel saadud tulem olla selles kontekstis hinnaläbirääkimiste algpunktiks.

Autor kirjeldas oma töös peamisi väärtuse hindamise meetodid. Vastavalt erialasele kirjandusele leiavad praktikas enim kasutust diskonteeritud ettevõtte vaba rahavoo mudel (FCFF) ning suhtarvude põhinev mudel (EV/EBITDA). Kuna suhtarvude meetodi rakendamiseks

väikeettevõtte puhul on adekvaatse võrdlusgrupi leidmine keeruline, siis leidis autor, et väikeettevõtte hindamiseks sobib kõige paremini FCFF meetod.

Valdav osa erialasest kirjandusest keskendub börsiettevõtete väärtuse hindamisele. Kuigi hindamise põhimõtted kehtivad ka väikeettevõtete puhul, on siiski mõningad olulised erinevused, mida tuleb hindamisel arvestada. Esiteks ei ole väikeettevõtete finantsaruanded tihtipeale piisavalt detailsed ning võivad sisaldada kulusid, mis ei ole ettevõtlusega seotud. Sellistes ettevõtetes võib olla ka tavaks, et omanikust juhid ei maksa endale turutingimustele vastavat palka. Teiseks on väikeettevõtete juhid tihtipeale ka omanikud, kelle teadmised ja kontaktid on ettevõtte konkurentsieelise aluseks ja mis ei pruugi ettevõtte ostmisel üle kanduda. Kolmandaks võivad väikeettevõtted tänu oma suurusele sõltuda mõnest üksikust kliendist, tarnijast ning ligipääs kapitalile on tihtipeale piiratud. Ning neljandaks on väikeettevõtete tulud ja kulud vähem stabiilsemad ning rahavoogude prognoosimine seetõttu keerulisem.

Väikeettevõtted on vähem likviidsemad kui börsiettevõtted ning seepärast tuleb nende puhul rakendada likviidsuse puudumise allahindlust. Kontrollipremia on summa või protsent, mis makstakse üle ettevõtte väärtuse, et saada enda kätte kontroll ettevõtte juhtimise üle.

Kahjumis või ebatavaliselt väikest kasumit teenitavate ettevõtte puhul tuleb teha kindlaks, kas kahjum on lühi- või pikaajaline. Lühiajalise kahjumi korral kasutatakse rahavoogude planeerimisel ajaloolist või plaanitud ärikasumit. Pikaajalise kahjumi korral tuleb prognoosida eraldi kahjumiaastad ning jätkuväärtusena kasumiaastad. Kui kahjum on püsiv, siis tuleb väärtuse saamiseks kasutada likvideerimisväärtust.

Grillsymbol OÜ müügitulu ja kasum on aastatel 2014-2017 aastal olnud kõikuv. Ettevõtte prognoosib lähiaastateks kasvu, mis tuleb eelkõige tootevaliku laienemisest ning uutele turgudele sisenemisest. Sellest tulevalt kasutas autor juhtkonna poolt koostatud käibeprognoose, mille alusel leiti ettevõtte vaba rahavoog järgneviieks aastaks. Ettevõtte kulude osas korrigeeriti juhtkonna palk turutingimustele vastavaks. Aastateks 2024-2028 eeldati, et ettevõtte kasvab 7% aastas ning hilisemad aastatel 3% vastavalt Eesti majandusprognoosile.

Omakapitali hinna tarvis kasutati riskivaba määra (0,08%), beetat (2,41), riskipremia (6,94). Kusjuures, kuna täpsem teave potentsiaalse investori osas puudub, siis beeta puhul kasutati aritmeetilist keskmist tegevusvaldkonna beetast ja täisbeetast, mis peegeldab paremini riski hajutamata investeerimisportfelliga investori jaoks. Nende sisendite alusel sai autor Grillsymbol

OÜ omakapitali hinnaks 16,81%. Kuna ettevõtte on finantseeritud vaid omakapitalist, siis võrdub WACC omakapitaliga.

Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutas autor ettevõtte vaba rahavoo kolmeosalist mudelit. Rahavoogude diskonteerimisel saadi väärtuseks 927521 eurot, millest omakorda lahutati 30% likviidsuse puudumise tõttu. Seega, saadi Grillsymbol OÜ väärtuseks 649265 eurot.

Tundlikkuse analüüsist selgus, et ettevõtte väärtus sõltub eelkõige müügitulu muutusest ning 10%-line muutus prognoositud aastatel muudab ettevõtte väärtust 38%-i võrra. Teiseks tundlikum on ettevõtte väärtus toormehinna suhtes, kus näiteks 10% hinnatõus kahandab ettevõtte väärtust 35% võrra. Analüüsiti ka kapitalihinna muutust 3%-i ja jätkukasvu 2%-i võrra, mis muutis ettevõtte väärtust vastavalt 26% ja 11%-i.

Lisaks vaatles autor nende sisendite muutuse koosmõju. Selgus, et kui ettevõtte plaanitud müügitulu peaks olema prognoosidest 10% väiksem ning toormehind 10% tõusma, siis ettevõtte väärtus kahaneb 68%-i võrra. Samas vastupidisel juhul, kus müügid on 10% võrra suuremad ning 10% tooremhind madalam, kasvab ettevõtte väärtus 75%-i võrra. Sarnane analüüs viidi läbi ka kapitalihinna ja jätkukasvumäära koosmõju kohta, kus sisendite muutuse mõju oli väiksem.

Autor näeb, et sarnast meetodit saab kasutada ka teiste väikeettevõtete hindamiseks, kuid kuna mudelis kasutatud rahavood põhinevad juhtkonna prognoosidel ning mudeli iga sisendi väiksemgi muutus mõjutab tulemust olulisel määral, siis saab arvutatud ettevõtte väärtust pidada pigem suuniseks kui absoluutselt täpseks väärtuseks.

Bakalaureuse töö eesmärk, milleks oli anda ülevaade väikeettevõtete hindamise meetoditest ning hinnata sobiva meetodi abil Grillsymbol OÜ väärtust, saab lugeda täidetuks.

## **SUMMARY**

### **SMALL BUSINESS VALUATION BASED ON EXAMPLE OF GRILLSYMBOL LLC**

Karmo Sahtel

The aim of bachelor thesis in hand is to explore valuation methods suitable to value a small privately held firm and to use the methods to value Grillsymbol LLC. The topic is relevant as owner would like raise additional capital to invest in expansion to markets by selling a minority ownership in a company.

To obtain the objective the author researched topic related literature from various sources and described most popular methods of valuation. The value of a company can be described as expected cash flows from it and the aim of the valuation is to give owners, potential buyers and other interested parties estimation of firm's monetary value. The value is not necessarily the same as price paid for the firm, because the price can depend on several factors besides value. For the seller of the company, knowing the value can help to set the price and strengthen negotiation arguments. For the buyer it can help to determine if asked price is reasonable. So under transaction motive firm's estimated value can be treated as starting point for negotiation between seller and buyer.

Most of valuation methods are based on publicly traded companies. Even though the principles of the valuation remain the same, there are several differences to take into account when valuing a small privately held firm. First is the obstacle is the detail level and trustworthiness of financial statements. Small firm statements are governed by loser standards which means profit and cost can be more easily manipulated. For example they can often contain non-business related costs.

Second issue has to do with a fact, that small firm's management are often also owners of the firm. In this case, it can be that management does not pay themselves competitive salary, instead they take out profit as dividends. It is also common that small businesses are dependent on single owner's knowhow and personal contacts, which can be lost if business is sold.

Thirdly small firms have limited access to capital and additional capital needed comes usually from owners and if owner has several businesses, more successful can be used to subsidize less successful. And for last, small firm's revenues and costs tend to be less stable and therefore prognosis for cash flows are more challenging and less reliable.

In case of small private firm, lack of liquidity discount (DLOM) and control premium need to be taken into account. Since small firms are less liquid than publicly traded companies DLOM usually deducted. Control premium is either a lump sum or percentage paid on top of the company's value to obtain control over management actions.

In case of companies with negative or abnormally low profit, it is necessary to determine whether the loss is short-term or long-term. In the case of short-term losses, historical or planned profits can be used. In the case of long-term losses, "loss years" have to be forecasted separately and the "profit years" are counted into terminal value. If the loss is permanent, the liquidation value is used.

There are several ways to value a company. Author found the most popular methods used are discounted free cash flow to firm (FCFF) and relative valuation method, enterprise-value to EBITDA (EV/EBITDA). For a small private company this very difficult to find comparison group among publically traded companies. Therefore author concluded FCFF to be most suitable valuation method.

Grillsymbol LLC is Estonian based small, single person owned company that was founded in a year 1997. Company is producing and selling metal household products like paella pans, BBQ ovens, grills etc. Different product lines are for both household and professional caterers. Company selling products Estonian, Scandinavian and Finnish markets. Company's financial results have fluctuated in recent years, but as of 2018 company has added several new products to strengthen product portfolio and open new sales channels. Therefore management sees a growth for upcoming years.

In the empirical part of the thesis, company's last four year financial statement were examined, revenue and profit prognosis were done with management. Labor cost was adjusted to take into account competitive salary for manager/owner. Five upcoming year's cash flows were estimated, next five years were expected to grow seven percent a year and terminal growth rate of three percent was used. Equity cost of 16,81% was calculated, taking into account that potential investor does not have a fully diversified portfolio. As company is financed by equity alone, cost

of equity was used as weighted average cost of capital. To value a company three stage FCFF model was used. Cash flows without DLOM adjustment were 927521 euros and with 30% DLOM Grillsymbol LLC was valued at 649265 euros.

To check which inputs of model contribute the most to company value, revenue growth, cost of material, WACC and terminal growth rate were sensitized. Sensitivity analysis revealed that value is most dependent on changes in revenues and material price and less affected by WACC and terminal growth rate change.

Author points out that, since the cash flows used in Grillsymbol LLC valuation are based on management's estimates and the smallest change in each input of the model changes the result significantly, the calculated value of the company can be considered as a guideline rather than an absolutely accurate value.

The aim of the Bachelor's thesis, to give an overview of small business valuation methods and to estimate the value of Grillsymbol LLC with suitable method, can therefore be counted as accomplished.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2014). The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106–117. <https://doi.org/10.1111/jacf.12095>
- Bodmer, E. (2015). *Corporate and project finance modeling: theory and practice*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Collett, N., & Schell, C. (1996). *Corporate credit analysis* (2nd ed). London: Euromoney Books.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (2nd ed). New York: Wiley.
- Damodaran, A. (2005). Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.841484>
- Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Stern School of Business*. Salvestatud <http://www.dse.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid469189.pdf>
- Damodaran, A. (2015). *Applied corporate finance* (Fourth edition). Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Damodaran, A. (2019). [www.damodaran.com](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm). Salvestatud [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/home.htm](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm)
- Damodaran, A. (s.a.). *The Dark Side of Valuation*: Salvestatud <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/darkside2012extended.pdf>
- Depamphilis, D. (2001). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions* (6. tr). Elsevier Science.
- Dodel, K. (2013). *Private Firm Valuation and Mand A: Calculating Value and Estimating Discounts in the New Market Environment*. Salvestatud <http://ebookcentral.proquest.com/lib/tuee/detail.action?docID=818562>
- Dzyuma, U. (2012). Real options compared to traditional company valuation methods: Possibilities and constraints in their use. *E-Finanse: Financial Internet Quarterly*, 8(2), 51–68.
- Estonia... (2019). Estonia Credit Rating. Kättesaadav <https://tradingeconomics.com/estonia/rating>, 23.aprill.2019. Salvestatud 23. aprill 2019,



- Estonia Credit Rating. Kättesaadav <https://tradingeconomics.com/estonia/rating>, 23.aprill.2019 website: <https://tradingeconomics.com/estonia/rating>
- Fernandez, P. (2002a). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Elsevier Science.
- Fernandez, P. (2002b). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* Salvestatud <http://EconPapers.repec.org/RePEc:ebg:iesewp:d-0450>
- Fernandez, P. (2004). *Most common errors in company valuation*. Salvestatud <http://EconPapers.repec.org/RePEc:ebg:iesewp:d-0565>
- Government Bond 10y - Countries - List. (s.a.). Salvestatud 6. mai 2019, <https://tradingeconomics.com/bonds>
- Hitchner, J. R. (2017). *Financial Valuation: Applications and Models*. Salvestatud <http://ebookcentral.proquest.com/lib/tuee/detail.action?docID=4845203>
- Kantšukov, M., & Sander, P. (2016). Value in the eye of the beholder: A survey of valuation practices of Estonian financial professionals. *Investment Management and Financial Innovations*, 13, 157–172. [https://doi.org/10.21511/imfi.13\(2-1\).2016.04](https://doi.org/10.21511/imfi.13(2-1).2016.04)
- Karu, S., & Zirnask, V. (2001). *Rahakäibe juhtimine. II osa*. Tartu: Rafiko.
- Keskmine brutokuupalk oli 2018. aastal 1310 eurot - Eesti Statistika. (s.a.). Salvestatud 6. mai 2019, <https://www.stat.ee/pressiteade-2019-024>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition*. Hoboken: John Wiley & Sons, Incorporated.
- Larrabee, D. T., & Voss, J. A. (2012). *Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options*. John Wiley & Sons.
- Levin, J., & Olsson, P. M. (2000). *Terminal Value Techniques in Equity Valuation - Implications of the Steady State Assumption* (SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration Nr 2000:7). Salvestatud Stockholm School of Economics website: [https://econpapers.repec.org/paper/hhbhastba/2000\\_5f007.htm](https://econpapers.repec.org/paper/hhbhastba/2000_5f007.htm)
- Lin, J. B., & Herbst, A. F. (s.a.). *Valuation of a Startup Business with Pending Patent Using Real Options*. 15.
- Mikro- ning väikesed ja keskmise suurusega ettevõtted – määratlus ja reguleerimisala. (s.a.). Salvestatud 6. mai 2019, [http://publications.europa.eu/resource/cellar/1bd0c013-0ba3-4549-b879-0ed797389fa1.0017.02/DOC\\_2](http://publications.europa.eu/resource/cellar/1bd0c013-0ba3-4549-b879-0ed797389fa1.0017.02/DOC_2)
- Palk - CEO / ettevõtte tegevjuht, Tippjuhtimine. (s.a.). Salvestatud 6. mai 2019, Palgad.ee website: <https://www.palgad.ee/salaryinfo/tippjuhtimine/ceo-ettevotte-tegevjuht>
- Pignataro, P. (2013). *Financial modeling and valuation: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, N.J: Wiley.

- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Miller, P. F., Jr. (2015). *Equity Asset Valuation*.  
Salvestatud  
<http://ebookcentral.proquest.com/lib/tuee/detail.action?docID=4094468>
- Raamatupidamise seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seadus – Riigi Teataja. (s.a.). Salvestatud 6. mai 2019,  
<https://www.riigiteataja.ee/akt/130122015004>
- Republic of Estonia and the IMF. (s.a.). Salvestatud 6. mai 2019, IMF website:  
<https://www.imf.org/en/Countries/EST>
- Schwartz, E. (2013). The Real Options Approach to Valuation: Challenges and Opportunities. *Latin American Journal of Economics: Formerly Cuadernos de Economía*, (2), 163–177.
- Stanley J. Feldman. (2005). *Principles of Private Firm Valuation*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Steiger, F. (2010). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. *arXiv:1003.4881 [q-fin]*. Salvestatud <http://arxiv.org/abs/1003.4881>
- Suurväli, L. (2019). *Grillsymbol OÜ tutvustus. Autori intervjuu. Üleskirjutus*. Tallinn 12. apill 2019.
- Zanni, K. M. (s.a.). *Quantifying the Private Company Discount: Multiples Approach and Acquisition Approach*. 7.
- Zirnask, V., Nurga, A., Timmerman, S., & Küttim, M. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine: idee kohtub rahakotiga*. Tallinn: Äripäev.
- Tearu, A., Krumm, E., & Hanson, M. (2008). *Ettevõtte finantsjuhtimine* (2. tr). Tallinn: Pegasus.
- Thomas, R., & Gup, B. E. (2010). *The valuation handbook: valuation techniques from today's top practitioners*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Trugman. (2017). *Understanding Business Valuation: A Practical Guide to Valuing Small to Medium Sized Businesses*. Salvestatud  
<http://ebookcentral.proquest.com/lib/tuee/detail.action?docID=5216621>
- Valuing a Company... (2019). Valuing a Company Using the Residual Income Method. Salvestatud 7. aprill 2019, Investopedia website:  
<https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/residual-income-model.asp>
- Viilmann, N. (2019). Palkade kiire kasv survestab hindu. *Eesti Pank*. Salvestatud  
<https://www.eestipank.ee/press/palkade-kiire-kasv-survestab-hindu-01032019>

# LISAD

## Lisa 1. Grillsymbol OÜ kasumiaruande prognoos

|  | Prongoos aastatel 2019 - 2023 eurodes |          |         |         |         |        |         |         |         |         |
|--|---------------------------------------|----------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
|  | 2014                                  | 2015     | 2016    | 2017    | 2018F   | 2019F  | 2020F   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| Müügitulu  | 162 485                               | 285 683  | 149 046 | 117 715 | 152 312 | 192400 | 293400  | 392200  | 529200  | 559200  |
| Muud äritulud  |                                       | 811      | 24 136  |         |         |        |         |         |         |         |
| Valmis- ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus | 3 597                                 | 23 631   |         |         |         | 5000   | 20000   | 10000   | 10000   | 10000   |
| Kaubad, toore, materjal ja teenused                  | -81 369                               | -183 376 | -25 458 | -77 939 | -76 156 | -96200 | -132030 | -176490 | -211680 | -218088 |
| Mitmesugused tegevuskulud                            | -47 249                               | -60 990  | -42 308 | -28 864 | -38 078 | -48100 | -73350  | -65000  | -132300 | -139800 |
| Tööjõukulud  | -8 819                                | -42 727  | -22 299 | -14 157 | -15 000 | -28860 | -44010  | -58830  | -79380  | -83880  |
| Põhivara kulum ja väärtuse langus                    | -13 125                               | -15 912  | -12 393 | -5 540  | -7 616  | -5772  | -8802   | -11766  | -15876  | -16776  |
| Muud ärikulud  |                                       |          |         | -111    |         |        |         |         |         |         |
| Ärikasum   | 15 520                                | 7 120    | 70 724  | -8 896  | 15 462  | 13468  | 35208   | 80114   | 89964   | 100656  |
| Intressikulud  |                                       |          |         |         |         |        |         |         |         |         |
| Muud finantstulud ja -kulud                          | 3                                     | 8        | -15     | -148    |         |        |         |         |         |         |
| Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist                 | 15 523                                | 7 128    | 70 709  | -9 044  | 15 462  | 13 468 | 35 208  | 80 114  | 89 964  | 100 656 |
| Tulumaks   |                                       | -1 000   |         |         | -5 000  | -4 419 | -4 419  | -6 919  | -6 628  | -6 628  |
| Aruandeaasta kasum                                   | 15523                                 | 6128     | 70709   | -9044   | 10462   | 9049   | 30789   | 73195   | 83336   | 94028   |

Allikas: Grillsymbol OÜ 2014 – 2017 majadusaasta arundel, autori arvutused

## Lisa 2. Grillsymbol OÜ käibeprognosis tootegruppide lõikes

|                          | Käibeprognosis tootegruppide lõikes eurodes |       |        |       |        |       |        |       |        |       |        |
|--------------------------|---|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
|                          |   | 2019  |        | 2020  |        | 2021  |        | 2022  |        | 2023  |        |
| Tootegrupp               | Keskmine hind                               | kogus | summa  | kogus | summa  | kogus | summa  | kogus | summa  | kogus | summa  |
| Wild Chef pannid         | 70  | 80    | 5600   | 200   | 14000  | 250   | 17500  | 300   | 21000  | 300   | 21000  |
| Chef grillid             | 250   | 30    | 7500   | 60    | 15000  | 70    | 17500  | 80    | 20000  | 80    | 20000  |
| Lillepotid               | 150   | 20    | 3000   | 100   | 15000  | 200   | 30000  | 200   | 30000  | 200   | 30000  |
| Õuemööbel                | 150   | 10    | 1500   | 50    | 7500   | 80    | 12000  | 100   | 15000  | 100   | 15000  |
| Õuekaminad (puukütetel)  | 200   | 10    | 2000   | 100   | 20000  | 200   | 40000  | 200   | 40000  | 200   | 40000  |
| Lõkkealused              | 300   | 60    | 18000  | 90    | 27000  | 120   | 36000  | 120   | 36000  | 120   | 36000  |
| Lõkkealuste lisavarustus | 40  | 20    | 800    | 60    | 2400   | 80    | 3200   | 80    | 3200   | 80    | 3200   |
| Bioetanooli kaminad      | 300   | 0     | 0      | 50    | 15000  | 80    | 24000  | 120   | 36000  | 120   | 36000  |
| Bioetanooli põletid      | 150   | 0     | 0      | 50    | 7500   | 80    | 12000  | 120   | 18000  | 120   | 18000  |
| Suitsuahi gaasiga        | 200   | 20    | 4000   | 100   | 20000  | 100   | 20000  | 100   | 20000  | 100   | 20000  |
| muud tooted              | 150   | 0     | 0      | 0     | 0      | 200   | 30000  | 600   | 90000  | 800   | 120000 |
| pannid                   |   |       | 150000 |       | 150000 |       | 150000 |       | 200000 |       | 200000 |
| <b>Käibeprognosis</b>    |   |       | 192400 |       | 293400 |       | 392200 |       | 529200 |       | 559200 |

Allikas: Autori arvutused Grillsymbol OÜ kasumiaruande ja prognooside põhjal

### Lisa 3. Grillsymbol OÜ müügid riikide lõikes

|               | Müügid riikide lõikes 2014-2017 |           |
|---------------|---------------------------------|-----------|
|               | Käive                           | Osakaalud |
| Rootsi        | 320879                          | 37%       |
| Eesti         | 216810                          | 25%       |
| Soome         | 216810                          | 25%       |
| Prantsusmaa   | 26017                           | 3%        |
| Taani         | 26017                           | 3%        |
| Suurbritannia | 26017                           | 3%        |
| Muud          | 34690                           | 4%        |
| Kokku         | 867241                          | 100%      |
|               |                                 |           |

Allikas: Grillsymbol OÜ majandusaasta aruanded

## Lisa 4. Grillsymbol OÜ bilansiprognosis

|  | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 | 31.12.2023 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Varad  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Käibevara                                    |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Raha   | 3 300      | 4 268      | 3 538      | 487        | 1 542      | 9 228      | 16 198     | 28 233     | 41 124     | 55 224     |
| Nõuded ja ettemaksud                         | 12 171     | 7 296      | 6 034      | 7 809      | 10 000     | 10 000     | 12 000     | 13 000     | 13 000     | 15 000     |
| Varud  | 66 092     | 64 563     | 116 983    | 106 408    | 110 600    | 117 000    | 125 000    | 135 000    | 155 000    | 165 000    |
| Kokku käibevara                              | 81 563     | 76 127     | 126 555    | 114 704    | 122 142    | 136 228    | 153 198    | 176 233    | 209 124    | 235 224    |
| Põhivara                                     |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Materiaalne põhivara                         | 42 151     | 35 179     | 55 411     | 60 357     | 54 607     | 47 163     | 41 016     | 36 166     | 36 115     | 36 550     |
| Immateriaalne põhivara                       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Kokku põhivara                               | 42 151     | 35 179     | 55 411     | 60 357     | 54 607     | 47 163     | 41 016     | 36 166     | 36 115     | 36 550     |
| Kokku varad                                  | 123 714    | 111 306    | 181 966    | 175 061    | 176 749    | 183 391    | 194 214    | 212 399    | 245 239    | 271 774    |
| Kohustused ja omakapital                     |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |
| Kohustused                                   |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |
| Lühiajalised kohustused                      |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |
| Laenukohustused                              | 13 914     | 2 712      | 140        |            |            |            |            |            |            |            |
| Võlad ja ettemaksud                          | 8 943      | 5 609      | 8 133      | 10 411     | 13 307     | 16 207     | 20 707     | 24 207     | 33 707     | 34 707     |
| Eraldised                                    |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Pikaajalised kohustused                      |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |
| Laenukohustused                              |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Kokku pikaajalised kohustused                |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Kokku kohustused                             | 22 857     | 8 321      | 8 273      | 10 411     | 13 307     | 16 207     | 20 707     | 24 207     | 33 707     | 34 707     |
| Omakapital                                   |            |            |            |            | 0          |            |            |            |            |            |
| Aktiivkapital nimiväärtuses                  | 2 556      | 2 556      | 2 556      | 2 556      | 2 556      | 2 556      | 2 556      | 2 556      | 2 556      | 2 556      |
| Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum) | 82 778     | 94 301     | 100 428    | 171 138    | 150 424    | 155 579    | 140 162    | 112 441    | 125 640    | 140 483    |
| Aruandeaasta kasum (kahjum)                  | 15 523     | 6 128      | 70 709     | -9 044     | 10 462     | 9 049      | 30 789     | 73 195     | 83 336     | 94 028     |
| Kokku omakapital                             | 100 857    | 102 985    | 173 693    | 164 650    | 163 442    | 167 184    | 173 507    | 188 192    | 211 532    | 237 067    |
| Kokku kohustused ja omakapital               | 123 714    | 111 306    | 181 966    | 175 061    | 176 749    | 183 391    | 194 214    | 212 399    | 245 239    | 271 774    |

Allikas: Grillsymbol OÜ 2014 – 2017 majadusaasta arundel, autori arvutused

## Lisa 5. Grillsymbol OÜ suhtarvud ja prognoosid

|                                      | Suhtarvud ja prognoosid     |       |         |             |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------------------|-----------------------------|-------|---------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                      | 2014                        | 2015  | 2016    | 2017        | 2018  | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F |
| Suhtarvud                            |                             |       |         |             |       |       |       |       |       |       |
| Lühiajaliste kohustuste kattekordaja | 3.57                        | 9.15  | 15.30   | 11.02       | 9.18  | 8.41  | 7.40  | 7.28  | 6.20  | 6.78  |
| Maksevõime kordaja                   | 0.677                       | 1.390 | 1.157   | 0.797       | 0.867 | 1.186 | 1.362 | 1.703 | 1.606 | 2.023 |
| Müügitulu puhasrentaablus, %         | 9.6%                        | 1.9%  | 31.2%   | -7.7%       | 9.1%  | 4.7%  | 10.5% | 18.2% | 18.2% | 18.0% |
| Omakapitali puhasretanaablus %       | 15.4%                       | 5.2%  | 31.1%   | -5.5%       | 8.3%  | 5.4%  | 17.7% | 42.7% | 42.9% | 41.3% |
| Vara puhasretanaablus %              | -                           | 4.5%  | 31.8%   | -5.1%       | 7.8%  | 5.0%  | 16.3% | 42.0% | 40.7% | 37.5% |
| Põhivara käibekordaja                | -                           | 7.39  | 3.29    | 2.03        | 2.65  | 3.78  | 6.65  | 10.16 | 14.64 | 15.39 |
|                                      |                             |       |         |             |       |       |       |       |       |       |
|                                      | Tegevusharu asendikeskmised |       |         |             |       |       |       |       |       |       |
| Suhtarvud                            | 3. kvartiil                 |       | Mediaan | 1. kvartiil |       |       |       |       |       |       |
| Lühiajaliste kohustuste kattekordaja | 4.53                        |       | 2.34    | 1.31        |       |       |       |       |       |       |
| Maksevõime kordaja                   | 3.87                        |       | 1.89    | 0.95        |       |       |       |       |       |       |
| Müügitulu puhasrentaablus, %         | 15.76                       |       | 8.43    | 0.48        |       |       |       |       |       |       |
| Omakapitali puhasretanaablus %       | 44.81                       |       | 20.94   | 1.68        |       |       |       |       |       |       |
| Vara puhasretanaablus %              | 23.15                       |       | 11.35   | 0.57        |       |       |       |       |       |       |
| Põhivara käibekordaja                | 14.26                       |       | 6.34    | 3.00        |       |       |       |       |       |       |

Allikas: Autori koostatud Grillsymbol OÜ majandusaasta aruannete ja Eesti Statistikaameti andmete alusel

## Lisa 6. Grillsymbol OÜ vaba rahavoo arvutused

| v  | Ettevõtte vaba rahavoog aastatel 2019 - 2023 eurodes |         |         |         |        |
|--|--|---------|---------|---------|--------|
|  | 2019   | 2020    | 2021    | 2022    | 2023   |
| Müügitulu  | 192400   | 293400  | 392200  | 529200  | 559200 |
| Muud äritulud  |  |         |         |         |        |
| <b>ÄRITULUD KOKKU</b>                                | 192400   | 293400  | 392200  | 529200  | 559200 |
| Valmis- ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus | 5000   | 20000   | 10000   | 10000   | 10000  |
| Kaubad, toore, materjal ja teenused                  | -96200   | -132030 | -176490 | -211680 | 218088 |
| Mitmesugused tegevuskulud                            | -48100   | -73350  | -98050  | -132300 | 139800 |
| Tööjõukulud  | -28860   | -44010  | -58830  | -79380  | -83880 |
| Töökulud korrigeeritud                               | -73912   | -74723  | -79103  | -113773 | 115393 |
| Põhivara kulum ja väärtuse langus                    | -10000   | -10000  | -10000  | -7000   | -7000  |
| Muud äriikulud                                       | 0  | 0       | 0       | 0       | 0      |
| <b>KULUD KOKKU</b>                                   | -223212  | -270103 | -353643 | -454753 | 470281 |
| <b>EBITDA</b>  | -25812   | 13297   | 50323   | 82031   | 91511  |
| Korrigeeritud ärikasum                               | -30812   | 23297   | 38557   | 74447   | 88919  |
| tulumaks   | -4419  | -4419   | -6919   | -6628   | -6628  |
| Põhivara kulum ja väärtuse langus                    | 10000  | 10000   | 10000   | 7000    | 7000   |
| Kapitalikulud  | -2526  | -3853   | -5150   | -6949   | -7435  |
| Käibekapitali muutus                                 | -3500  | -5500   | -7500   | -10500  | -11000 |
| Vabad rahavood FCFF                                  | -31257   | 19526   | 28989   | 57370   | 70855  |
| Diskontomäär   | 16.81%   |         |         |         |        |
| Diskonteeritud rahavood                              | -35827   | 14311   | 18188   | 30815   | 32581  |

Allikas: Autori arvutused Grillsymbol OÜ kasumiaruande ja prognooside põhjal



## Lisa 7. Grillsymbol OÜ väärtuse arvutus

|                 |        |
|-----------------|--------|
| Diskontomäär    | 16.81% |
| jätuk kasvumäär | 3%     |

|                         | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | Jätukväärtus |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Müügitulu               | 192400 | 293400 | 392200 | 529200 | 559200 |       |       |       |       |       |              |
| Rahavood FCFF           | -31257 | 19526  | 28988  | 57370  | 70855  | 75815 | 81122 | 86801 | 92877 | 99378 | 99378        |
| Diskontotegur           | 1.17   | 1.36   | 1.59   | 1.86   | 2.17   | 2.54  | 2.97  | 3.47  | 4.05  | 4.73  |              |
| Diskonteeritud rahavoog | -35756 | 14311  | 18188  | 30815  | 32582  | 29845 | 27339 | 25043 | 22940 | 21013 | 741201       |

| Grillsymbol OÜ väärtus eurodes             |         |
|--|---------|
| Diskonteeritud rahavoogude väärtus         | 927521  |
| Likviidsuse puudmiseks tulevav allahindlus | -278256 |
| Kontrollipremia                            | 0       |
| Ettevõtte väärtus                          | 649265  |

$$D = -35827 + 14311 + 18188 + 30815 + 32581 + \sum_{t=6}^{10} \frac{75815}{(1 + 16,81\%)^t} + \frac{99378 \times (1 + 3\%)}{16,81\% - 3\%}$$

$$= 927521$$

Allikas: Autori koostatud

## Lisa 8. Intervjuu küsimused juhtkonnale

- Millal ettevõtte asutati ja kuidas sai alguse?
  - Kellele ettevõtte kuulub?
  - Mida toodeti alguses?
  - Milline on ettevõtte põhitegevus?
  - Mida toodetakse?
  - Millised on peamised müügikanalid ja turunduskanalid?
  - Kuhu müüakse, kas on jaotus turgude lõikes?
  - Millised on eeldatavad turuosad?
  - Kes on peamised konkurendid?
  - Millised on ettevõtte tulevikuplaanid?
  - Millised on eeldatava kasvu põhjused?
  - Tootearendused? Uued müügikanalid, sihtriigid?
  - Milline on edasine dividendipoliitika? Kas mingi konstante summa või % käibest või kasumist?
  - Millised on ettevõtte palgakulud?
  - Kas saaksid pisut kirjeldada ka millised on tööülesanded?
  - Investeeringud põhivarasse? Millal, milline väärtus ja kuidas finantseeritakse ning milline amortisatsioon?
  - Alates 2015 on olnud langus, palun põhjenda, millest see tingitud. Millised need põhjused?
  - Millised on kasvuprognosid aastateks 2019-2023? Kas saaksid kirjutada kasvu eeldustest?
- Allikas: Autori koostatud