

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Ärikorralduse instituut

Elina Einholm

**NORDECON AS FINANTSARUANNETE ANALÜÜS**

Magistritöö

Õppekava Ärirahandus ja majandusarvestus, peeriala Audiitortegevus

Juhendaja: professor Jaan Alver

Tallinn 2018

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 14110 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Elina Einholm .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 163658TARM

Üliõpilase e-posti aadress: elina.einholm@gmail.com

Juhendaja: professor Jaan Alver

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

## SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE.....	4
SISSEJUHATUS .....	5
1. EESTI EHITUSSEKTORI JA NORDECON AS ÜLEVAADE .....	7
1.1. Eesti ehitussektori ülevaade.....	7
1.2. Ettevõtte tutvustus.....	9
1.3. Kasutatav metoodika.....	22
2. FINANTSARUANNETE ANALÜÜS 2005–2016 .....	25
2.1. Kasumiaruanne.....	25
2.2. Finantsseisundi aruanne .....	29
2.3. Rahakäibe aruanne .....	33
2.4. Suhtarvuanalüüs .....	38
2.5. Pankrotiohu analüüs.....	45
KOKKUVÕTE .....	51
SUMMARY .....	54
KASUTATUD ALLIKAD .....	57
LISAD.....	61
Lisa 1. Kontserni ettevõtted .....	62
Lisa 2. Müügitulu jaotus .....	63
Lisa 3. Koondkasumiaruanded aastatel 2005–2016 (tuhandetes eurodes) .....	64
Lisa 4. Finantsseisundi aruanded aastatel 2005–2016 (tuhandetes eurodes).....	67
Lisa 5. Rahakäibe aruanded aastatel 2005–2016 (tuhandetes eurodes).....	71
Lisa 6. Kasumiaruande vertikaalanalüüs .....	73
Lisa 7. Kasumiaruande horisontaalanalüüs.....	74
Lisa 8. Finantsseisundi aruande vertikaalanalüüs.....	78
Lisa 9. Finantsseisundi aruande horisontaalanalüüs .....	82
Lisa 10. Suhtarvude valemid.....	90
Lisa 11. Suhtarvud .....	91
Lisa 12. Altmani Z-skoor arvutused .....	92

## LÜHIKOKKUVÕTE

Magistritöös on analüüsitud Tallinna Börsil noteeritud ehitusettevõtte Nordecon AS tegevust, juhatuse ja nõukogu liikmete tausta ning ettevõtte finantsnäitajaid ja finantsaruandeid aastatel 2005–2016. Magistritöö eesmärk on uurida, kuidas on mõjutanud ettevõtte näitajaid aktsiate börsil noteerimine ja majanduskriis ning kas Nordecon AS on investori seisukohast ettevõtte, kuhu tasuks investeerida. Autor kasutab magistritöös horisontaal-, vertikaal-, suhtarvu- ning pankrotianalüüsi, kasutades selleks Altmani *Z-score* pankrotimudeleid.

Analüüsi tulemusena saab tuua välja järgmist:

- Võrreldes 2005. aastaga suurenes 2006. aastal, kui ettevõtte aktsiad börsil noteeriti oluliselt ettevõtte omakapitali osatähtsus kogupassivas. Ettevõttel on kohustisi ligikaudu 2/3 kogupassivast. Lühiajalisi kohustisi on pikaajalistega võrreldes märkimisväärselt rohkem.
- Ettevõttel on käibevara rohkem kui põhivara. Käibevara koosneb peamiselt nõuetest ning varudest. Immateriaalset põhivara on rohkem kui materiaalsel põhivara.
- Ettevõtte jaoks olid kõige keerulisemad aastad 2009 ja 2010. Alates aastast 2008 hakkasid tasuvusnäitajad kiirelt langema. 2009–2011 olid kõik analüüsi käigus arvatud tasuvusnäitajad väga madalad või koguni negatiivsed. Rahajäägi muutus põhitegevusest oli 2010. aastal negatiivne. Tulenevalt halvadest majandustulemustest, peatas Nordecon AS aastatel 2010–2013 dividendide maksmise.
- Pankrotimudelid andsid veidi erinevaid tulemusi. Valdavalt asub ettevõtte pankrotimudelite tulemuste järgi nii-öelda hallis tsoonis. Pankrotiohtu prognoosisid mudelid kokku kolmel aastal (2010–2012). Omavahel on tihedalt seotud kehvad finantstulemused ja pankrotioht ning selle tagajärjel dividendide maksmise peatamine.

Autor jõudis järeldusele, et sõltumata muutustest majanduses, mis mõjutasid oluliselt ettevõtte finantsnäitajaid, ja tihedast konkurentsist, on ettevõtte suutnud toime tulla keerulistes olukordades ning säilitanud oma positsiooni ehitusturul.

Võtmesõnad: finantsanalüüs, finantssuhtarvud, Altmani *Z-score*, võtmeisikud

## SISSEJUHATUS

Nordecon AS (endine AS Eesti Ehitus) on 1989. aastal asutatud Eesti ehitusettevõtte, mis praeguseks on kasvanud üheks suuremaks ehituskontserniks Eestis. Alates 2006. aasta maist on Nordecon AS-i aktsiad noteeritud Tallinna Börsi põhinimekirjas. Nordecon AS-i tegevus sõltub palju majanduse olukorrast, eelkõige olukorrast ehitus- ja kinnisvarasektoris. Pärast Nordecon AS aktsiate börsil noteerimist oli aktsiahinna tõus märkimisväärne, kuid seejärel langes see üsna madalale. Nordecon AS aktsia hind pole enam oluliselt tõusta suutnud ning on püsinud stabiilne.

Teema on aktuaalne, sest Nordecon AS on börsiettevõtte ning seetõttu on avalikkuse tähelepanu ning ettevõtte tegevusest huvitatud inimeste hulk suurem. Samuti on nõuded ettevõttele mõnevõrra kõrgemad kui tavalisele äriühingule.

Magistritöö põhineb Nordecon AS finantsaruannetes kajastatud informatsioonil ning muul avalikult kättesaadaval informatsioonil. Töö käigus analüüsib autor Nordecon AS tegevust Eestis ja välisturgudel, juhatuse ja nõukogu liikmete tausta ning aastaaruandeid ja finantsnäitajaid aastatel 2005 kuni 2016. Sellesse vahemikku jääb nii ettevõtte aktsiate börsil noteerimine kui ka majanduskriisi periood.

Magistritöö eesmärk on uurida, kuidas on mõjutanud ettevõtte näitajaid aktsiate börsil noteerimine ja majanduskriis ning sellele tuginedes otsustada, kas Nordecon AS on investori seisukohast ettevõtte, kuhu tasuks investeerida.

Töö eesmärgi saavutamiseks püstitas autor järgmised uurimisülesanded:

- anda ülevaade ettevõtte senisest tegevusest;
- analüüsida ettevõtte finantsnäitajaid, kasutades horisontaal- ja vertikaalanalüüsi (dünaamika- ja struktuurianalüüsi);
- teostada suhtarvuanalüüsi;

- uurida, kas pankrotimudelid näitavad mingil ajal analüüsitava perioodi jooksul ohtu ettevõtte jätkusuutlikkusele;
- analüüsida Nordecon AS-i aktsiat investori seisukohast.

Magistritöö koosneb kahest peatükist. Esimeses peatüki esimeses jaotises antakse lühiülevaade Eesti ehitussektoris toimuvast vaadeldaval ajaperioodil. Esimese peatüki teises jaotises kirjeldab autor Nordecon AS-i senist tegevust Eestis ja välisurgudel ning muutusi ettevõtte tegevuses. Selles jaotises antakse ülevaade ka ettevõtte aktsiate börsil noteerimisest ja muutustest aktsia hinnas analüüsitava perioodi jooksul. Samuti antakse ülevaade ettevõttega seotud isikutest (juhatuse ja nõukogu liikmetest) ning nende hariduskäigust ja varasemast töökogemusest. Esimese peatüki kolmandas jaotises kirjeldab autor töös kasutatavat meetodikat. Kirjeldatakse lühidalt horisontaal- ja vertikaalanalüüsi kasutamise eesmärgi ja vajalikkust. Samuti kirjeldatakse töös kasutatavaid suhtarve ning mida nende suhtarvude analüüsimine näitab ettevõtte tegevuse kohta.

Teine peatükk põhineb peamiselt autori teostatud vertikaal-, horisontaal-, suhtarvu- ning pankrotianalüüsil. Teises peatükis keskendub autor teostatud analüüside selgitamisele ja otsib aruannetest põhjuseid, miks suuremad muutused aset leidnud on. Samuti analüüsib autor arvutatud suhtarvude ja pankrotianalüüsi tulemusi.

Magistritöö on suunatud peamiselt investoritele, kes plaanivad investeerida ettevõttesse ning soovivad ettevõtte varasemast tegevusest ning ettevõtte tulemustest ülevaadet saada. Huvitatud võivad olla ka need inimesed, kes juba on investeerinud Nordecon AS-i. Samuti võib magistritöös teostatud analüüs huvitada paljusid teisi huvigruppe (näiteks konkurente, tarnijaid, kliente, laenuandjaid ning töötajaid).

Autor soovib tänada magistritöö juhendajat Jaan Alverit, kelle abil töö valmis.

# 1. EESTI EHITUSSEKTORI JA NORDECON AS ÜLEVAADE

## 1.1. Eesti ehitussektori ülevaade

Ehitussektor on aastaid olnud tegevusaladest nii ettevõtete ja töökohtade arvu kui ka lisandväärtuse ja müügitulu suuruse poolest 3.–4. kohal (Sinisaar ... 2013, 6). Loodud lisandväärtuse poolest kuulub ehitus koos töötleva tööstuse, kaubanduse ning veonduse ja laondusega kaupu ja mittefinantsteenuseid tootvate ettevõtetega nelja suurema tegevusala hulka. (*Ibid.*, 7). Eesti Majanduse Tegevusalade Klassifikaatori (lühend EMTAK) kohaselt tähistab jagu F ehitusettevõtteid. See jaguneb omakorda hoonete ehituseks (F41), rajatiste ehituseks (F42) ning eriehitustöödeks (F43). Statistikaameti andmetel tegutses 2016. aastal Eestis 10 167 ettevõtet, kelle põhitegevusalaks oli EMTAK klassifikaatori kohaselt ehitus. (Eesti Statistikaamet, tabel EM008) Statistikaameti andmed 2005–2016 Eestis tegutsenud ehitusettevõtete kohta EMTAK klassifikaatori alusel on toodud välja tabelis 1.

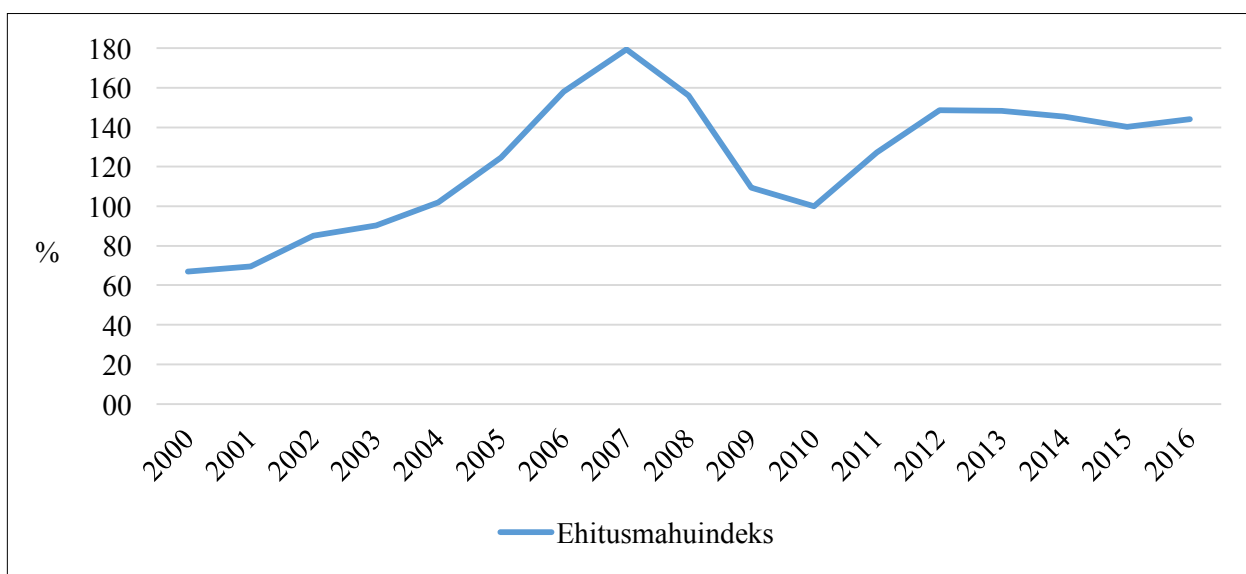
Tabel 1. Tegutsevate ehitusettevõtete arv 2005–2016

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ettevõtete arv	4 434	5 815	7 822	8 317	7 911	7 446	7 888	8 375	8 871	9 030	9 500	10 167

Allikas: (Eesti Statistikaamet, tabel EM008)

Ehitusettevõtete arv on enamasti iga aastaga suurenenud. Aastal 2007 suurenes ehitusettevõtete arv märkimisväärselt (sel aastal tegutses Eestis üle 2000 ehitusettevõtte rohkem kui eelneval aastal). Majanduslanguse tagajärjel vähenes aastatel 2009 ning 2010 ehitusettevõtete arv. Kahe aastaga vähenes ehituses tegutsevate ettevõtete arv ligi 900 võrra. Seega võib öelda, et kahe aasta jooksul lõpetas tegevuse iga kümnes Eesti ehitusettevõtte. Alates 2011. aastast on ehitusettevõtete arv iga aastaga suurenenud, ületades 2016. aastal juba 10 000 ettevõtte piiri.

Peamiselt siseturul tegutsevate ehitusettevõtete olukord sõltub Eesti majanduse olukorrast ning majanduses toimuvatele muutustele reageerib ehitussektor viivitusega. See tähendab, et majanduslanguse korral reageerib ehitussektor langusele viimasena ning võrreldes teiste sektoritega taastub ehitussektor langusest hiljem. (Sinisaar ... 2013, 6) Joonisel 1 on näidatud ehitismahuindeksi muutus Statistikaameti andmete põhjal aastatel 2000 kuni 2016. Ehitismahuindeks näitab, kuidas muutub omal jõul Eestis tehtud ehitustööde maksumus püsivhindades (Terminite sõnastik ... 2018).



Joonis 1. Ehitismahuindeks aastatel 2000–2016 (2010=100)  
Allikas: (Ehitismahud mullu suurenesid ... 2017)

2007. aastal ehitusmahtude kasv peatus ning algas väga järsk langus. Seda põhjustas ülemaailmne majanduskriis, mis (nagu jooniseltki näha) hakkas avaldama mõju ka ehitussektorile. 2008. aasta algusest hakkasid ehitismahud vähenema, jõudes 2010. aasta esimesel poolel madalseisu. Samal ajal hakkasid majanduse muud sektorid kriisist juba taastuma. Sama aasta teisest poolest algas ehitussektoris elavnemine ning ehitismahud hakkasid taas kasvama. (Sinisaar ... 2013, 6) 2009. aastal ehtasid Eesti ettevõtted omal jõul Eestis ja välisriikides lausa 28% väiksemas mahus kui 2008. aastal. Eelkõige oli ehitusmahtude langus tingitud elamuehituse vähenemisest. Hoonete ehitamine vähenes eelneva aastaga võrreldes püsivhindades koguni kolmandiku ning rajatiste ehitamine vähenes 17%. (Ehitismahud vähenesid ... 2010) 2008. aastal alanud ehitusmahtude vähenemine jätkus ka 2010. aastal ning võrreldes 2009. aastaga toimus vähenemine 13%. Aastatel 2011–2012 toimus ehitusmahtudes taas küllaltki suur tõus, mis tähendas, et ehitati vastavalt 27% ning 19% rohkem kui eelnevatel perioodidel. (Sinisaar ... 2013, 7) Eelkõige on ehitusmahtude



suure kasvu taga madal võrdlusbaas, sest 2010. aastal oli ehitus täielikus madalseisus. Sõltumata sellest, et 2011. aastal kasvasid ehitusmahud palju, jäid ehitusmahud püsivhindades siiski võrreldavaks 2005. aastaga. (Ehitusmahud kasvasid ... 2012) 2013. aastal oli märgata taas ehitusmahtude kasvu pidurdumist kui eelneva perioodiga võrreldes oli kasv vaid 0,7% (Ehitusmahud jäid ... 2014).

2014. ja 2015. aastal ehitusmahud langesid taas, kuid majanduskriisiaegse vähenemisega seda võrrelda ei saa. 2014. aastal toimus langus 3% ulatuses ning see oli tingitud eelkõige rajatistega seotud ehitusmahtude vähenemisest (Ehitusmahud mullu vähenesid ... 2015) ja 2015. aastal 5% võrreldes eelneva perioodiga (Ehitusmahud mullu vähenesid ... 2016). 2016. aastal, pärast kaheaastast langusperioodi, toimus ehitusmahtude tõus. 2016. aastal kasvasid Eesti ehitusettevõtete ehitusmahud Eestis ja välisriikides võrreldes 2015. aastaga 3%, mis rahalises väärtuses tähendas ehitustöid 2,1 miljardi euro eest. (Ehitusmahud mullu suurenesid ... 2017)

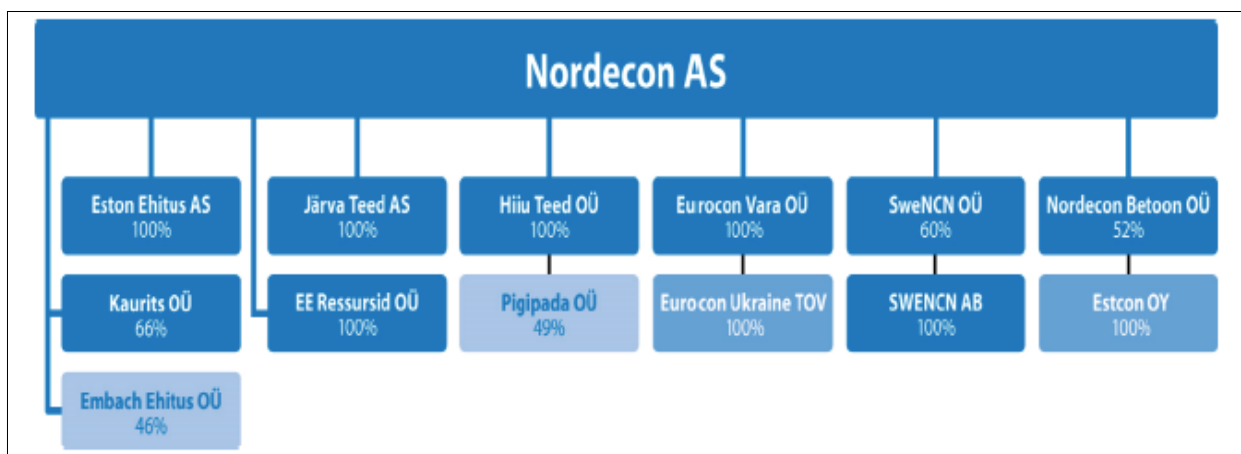
Võib öelda, et Eesti ehitussektor on äärmiselt konkurentsitihe. Konkurentide arv suureneb iga aastaga. Samas mõjutavad ehitussektorit väga oluliselt majanduses toimuvad muutused. Selgelt väljendus see majanduskriisi perioodil, kui oluliselt vähenesid nii ehitusmahud kui ka tegutsevate ehitusettevõtete arv. Tegevuse pidid lõpetama paljud ehitusettevõtted, kes ei suutnud toime tulla majanduses valitseva keerulise olukorraga. Aastail 2005–2016 jõudis ehitussektor olla nii tipus kui ka kõige sügavamas kriisis. Ehitusettevõtte puhul on väga oluline olla pidevalt kursis majanduses (nii ülemaailmselt kui Eestis) toimuvate muutustega ning vastavalt sellele kohandada oma tegevust.

## **1.2. Ettevõtte tutvustus**

Avalikkusele tuntud Eesti ehitusettevõtte, praeguse nimega Nordecon AS, alustas oma tegevust 1989. aastal AS Eesti Ehitus nime all (Nordecon AS ... 2016, 4). Seoses välisturgudele laienemise sooviga, otsustati 26. märtsil 2009. aastal muuta senine ettevõtte nimi rahvusvahelisemaks ning AS Eesti Ehitus uueks nimeks sai Nordecon International AS (Nordecon International AS ... 2009, 6). Nordecon AS nimi võeti kasutusele aktsionäride erakorralise koosoleku otsuse alusel alates 31. detsembrist 2010. aastal (Nordecon AS ... 2010, 43).

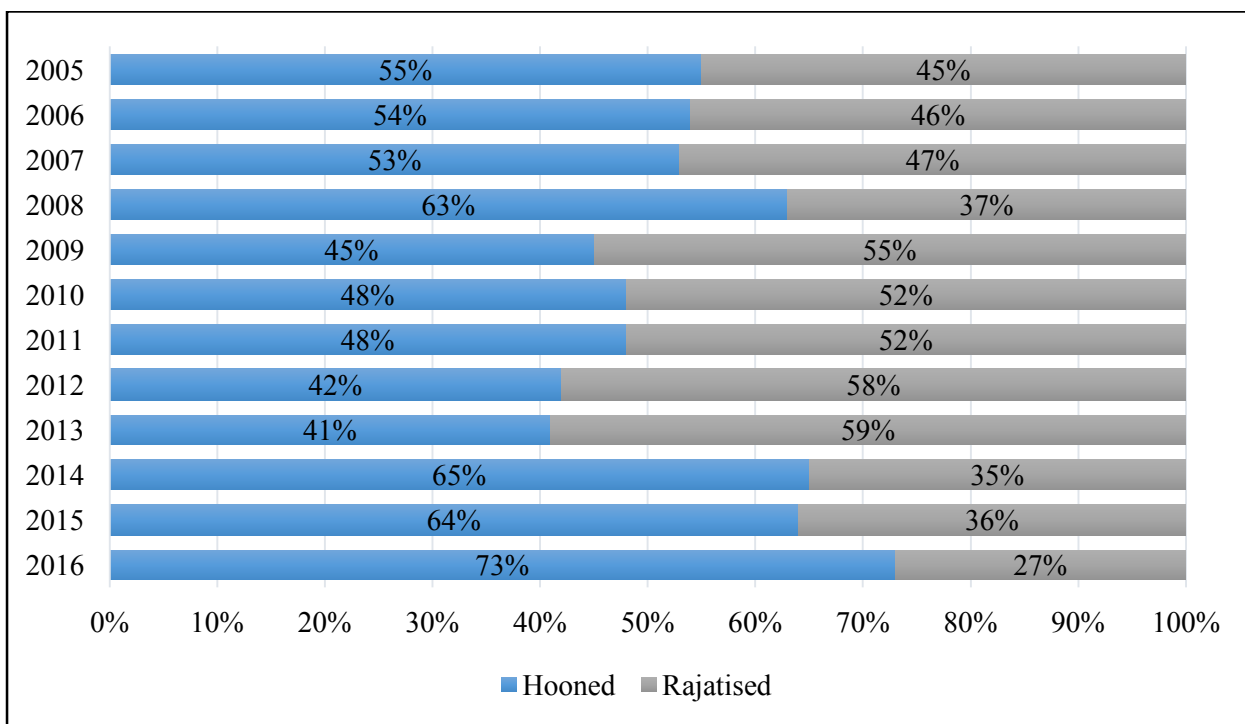
Nordecon AS, kes on ühtlasi ematettevõtte ning valdusettevõtte kontserni tähtsamatele tütarettevõtetele, teostab peamiselt kontserni põhitegevust, milleks on ehituse peatöövõtt ja projektijuhtimine. Kontserni kuuluvad tütarettevõtted Nordecon Betoon OÜ ja AS Eston Ehitus, kes osutavad lisaks ematettevõttele põhitegevusena ehituse projektijuhtimisteenust. Nordecon Betoon OÜ teostab betoonitöid, Kaurits OÜ rendib raskeehitustehnikat. Lisaks osutavad Nordecon AS, Järva Teed AS ja Hiiu Teed OÜ regionaalseid teehooldusteenuseid Harjumaal Keila ja Kose piirkonnas ning Järva ja Hiiu maakonnas. (Nordecon AS ... 2016, 8) 2017. aasta algul toimus tütarettevõtete Järva Teed AS ja Hiiu Teed OÜ ning Nordecon AS teehoole- ja tehnikadivisjoni ühendamise ning hakati tegutsema uue, AS Tariston, nime all (Nordecon AS ... 2017, 84).

Joonisel 2 on toodud Nordecon AS kontserni struktuur. Joonisel on olulisemad tütar-, sidus- ja ühissettevõtted ning osalused nendes ettevõtetes. Jooniselt puuduvad ettevõtted, mis on loodud endiste ärinimede kaitseks ning need ettevõtted, kus olulises mahus tegevus puudub. Samuti ei ole struktuuri joonisel kajastatud finantsinvesteeringuid, milles osalus on alla 20%. (Nordecon AS ... 2016, 13) Kokku kuulub kontserni 31.12.2016 seisuga 25 tütarettevõtet, 5 sidusettevõtet ning 1 ühissettevõtte (Nordecon AS ... 2016, 68). Nimekirja kõikidest kontserni ettevõtetest on lisas 1.



Joonis 2. Nordecon AS kontserni struktuur 31.12.2016 seisuga  
Allikas: (Nordecon AS ... 2016, 13)

Kontsern keskendub oma tegevuses peamiselt hoonete ja rajatiste ehituse projektijuhtimisele ja peatöövõtule (Nordecon AS ... 2016, 9). Hooned jagunevad korterelamuteks, ühiskondlikeks hooneteks, tööstus- ja laohooneteks ning ärihooneteks. Rajatiste hulka kuuluvad teedeehitus ja -hooldus, muud rajatised, keskkonnaehitus ja inseneriehitus (sh vesiehitus). (Ibid., 11) Joonisel 3 on näha analüüsitava perioodi jooksul müügitulu jaotus hoonete ja rajatiste segmentide lõikes.



Joonis 3. Müügitulu jaotus segmentide lõikes aastatel 2005–2016

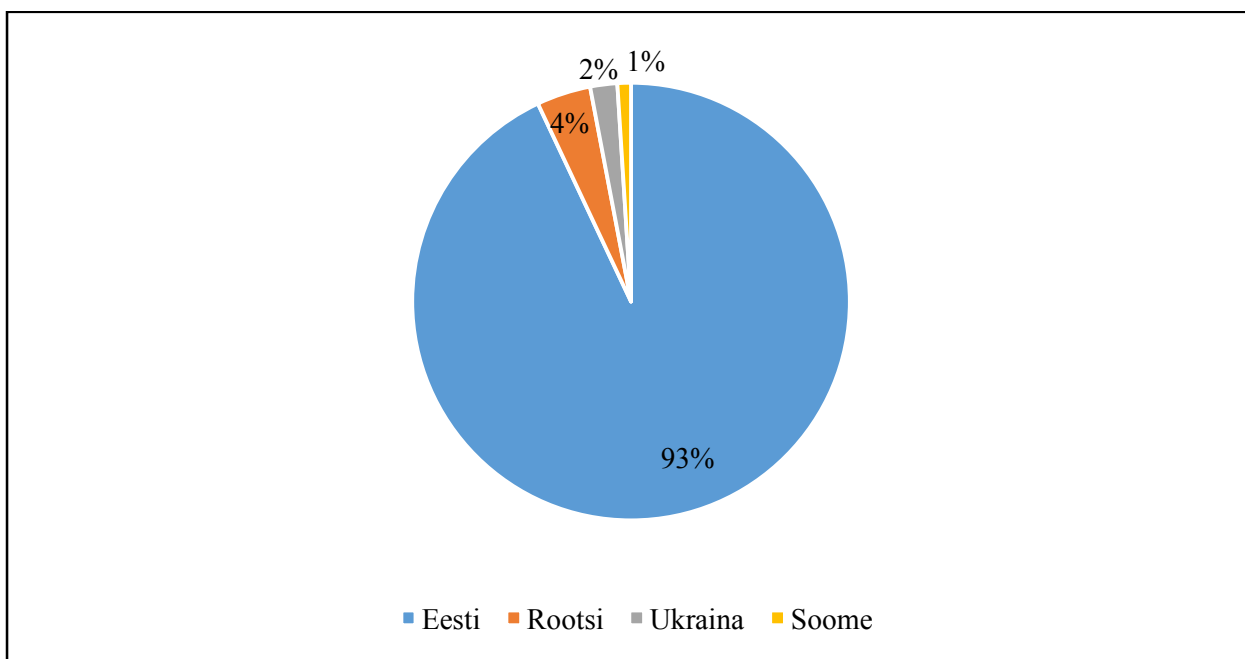
Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

Aastate jooksul on kontserni üheks eesmärgiks olnud hoida müügitulu segmentide lõikes tasakaalus ning üldjoontes samal tasemel, võttes seejuures arvesse ka turutingimusi. Selline tegevus aitab hajutada riske ja tulla paremini toime turul toimuvate muutustega. (Nordecon AS ... 2016, 9)

Üldjuhul on müügitulu hoonete ehitusest olnud suurema osatähtsusega kui rajatiste ehitusest. Perioodil 2009–2013 ületas rajatiste ehitusest teenitud müügitulu hoonete ehitamisest saadud tulu. Sellist olukorda võib pidada ootuspäraseks. Seda põhjustas üldine olukord majanduses, mis mõjutas ka ehitussektoris toimuvat. Majanduskriisi ajal karmistasid pangad laenuitingimusi. Seetõttu oli raskendatud laenude saamine, kuid ehitustegevuse finantseerimiseks on sageli laenud väga vajalikud. See avaldas mõju pigem erasektorile ja nende investeringutele. Sellel perioodil oli suurem osa ehitusest just rajatiste valdkonnas, sest nende objektide ehitust toetavad sageli riik, kohalikud omavalitsused ning Euroopa Liidu fondid (Nordecon AS ... 2010, 10). Aastal 2014 kasvas hüppeliselt hoonete ehitusest teenitud müügitulu, suurenedes 41%-lt 65%-ni. 2016. aastal langes rajatiste müügitulu kõige madalamale tasemele, moodustades ainult 27% kogu müügitulust. Vähenemise põhjusena on aastaaruandes märgitud, et 2016. aastal puudusid suuremahulised teedeehituse projektid, millel oleks mõistlik tasuvus (Nordecon AS ... 2016, 9).

Eraldi arvestust peetakse ka müügitulu jagunemise kohta hoonete ning rajatiste alamrühmade lõikes (vt lisa 2). Müügitulu hoonete segmendi alarühmade lõikes on aastati väga erinev. Hoonete segmendi alarühmadest saadi aastatel 2005–2009 kõige rohkem müügitulu ärihoonete ehitusest. Müügitulu osatähtsus korterelamute ehitusest oli aastatel 2011 ja 2012 ainult 3%, mis on praktiliselt olematu. Samas on see iga aastaga aina tõusnud, moodustades 2016. aastal juba 34% hoonete segmendi müügitulust. Nendel aastatel, kui korterelamute müügitulu langes väga madalale, ehitati palju ühiskondlikke ning tööstus- ja laohooneid. Ärihoonete ehitusest teenitav müügitulu on langenud 2016. aastal väga suures ulatuses (50%-lt 16%-ni). Rajatiste ehitusest teenitav müügitulu tuleb valdavalt teede ehitusest ning hooldusest. Alates 2011. aastast on teede ehituse ja hoolduse müügitulu iga aastaga suurenenud, tõustes 47%-lt 86%-ni. Müügitulu ja selle jaotust hoonete ja rajatiste alamrühmade lõikes mõjutavad Euroopa Liidu struktuurfondidest saadavad toetused, millega rahastatakse nii keskkonnaehitiste kui ka ühiskondlike hoonete ehitustegevust. Vesiehituse tellimuste arv sõltub ennekõike Eesti sadamate investeerimispoliitikast. (Nordecon AS ... 2010, 10–11)

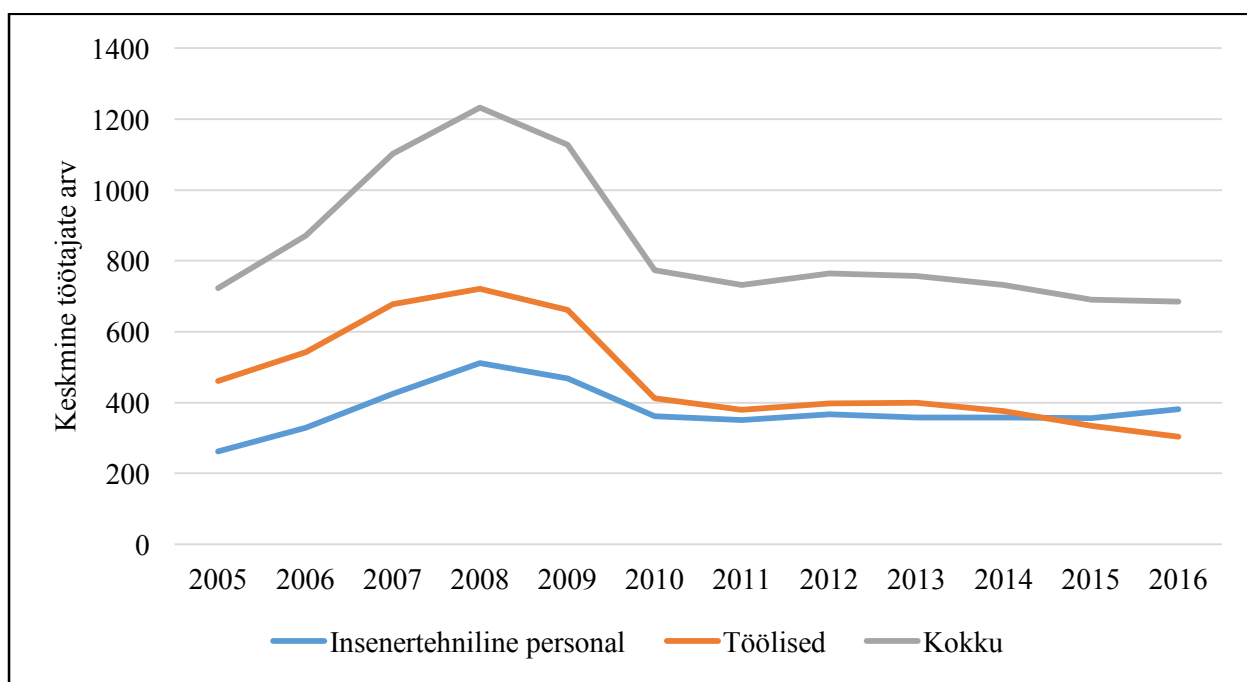
2016. aasta seisuga tegutses kontsern lisaks Eestile ka Rootsis, Soomes ja Ukrainas (Nordecon AS ... 2016, 9). Suurim osa, 80%–98% müügitulust, on aastate jooksul tulnud Eestist (vt lisa 2). 2016. aasta müügitulu jaotus geograafiliste turgude lõikes on näidatud joonisel 4.



Joonis 4. Müügitulu jaotus 2016. aastal riikide lõikes  
Allikas: (Nordecon AS ... 2016, 9)

Kontsern tegutses aastatel 2010 ja 2011 ka Valgevenes. Seal teostati töid ainult ühe ehituslepingu raames. Selle käigus õpiti tundma kohalikku ettevõtluskeskkonda. Tööde lõppedes otsustati selles riigis tegevus siiski lõpetada. Otsuse puhul sai määravaks asjaolu, et kohalik ettevõtlus- ja õiguskeskkond ei ole läbipaistev ning seal ei soosita ehitussektori äritegevust. (Nordecon AS ... 2011, 8) 2009. aastal peatas kontsern tegevuse Leedus ning järgmisel aastal ka Lätis, olles tegutsenud nendes riikides vaid mõne aasta. Tegevuse peatamine mõlemas riigis oli seotud peamiselt kohaliku turuolukorraga, kus ei saadud enam piisavalt arvestatavaid hankeid ning projektide majandustulemused ei olnud ettevõtte hinnangul rahuldavad. (Nordecon International AS ... 2009, 7)

Joonisel 5 on näidatud kontserni ettevõtete keskmine töötajate arv aastatel 2005–2016. Töötajad jagunevad insenertehniliseks personaliks ja töölisteks.



Joonis 5. Töötajate keskmine arv kontserni ettevõtetes 2005–2016  
Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

Joonisel 5 on näha, kuidas alates 2005. aastast kasvas töötajate arv kiires tempos. Kui 2005. aastal oli keskmine töötajate arv kokku 722, siis 2008. aastal oli ettevõttes tööl juba 1232 inimest, mida on ligikaudu 70% rohkem. 2009. aastal hakkas 2008. aastaga võrreldes töötajate arv vähenema, sõltumata asjaolust, et 2009. aastal lisandus rohkem kui 100 töötajat seoses Läti tütarettevõtte ostuga. Töötajate arvu vähenemist on aastaaruandes põhjendatud sellega, et seoses töömahu

olulise vähenemisega kaasnes ka töötajate koondamine ja töölepingute lõpetamine. (Nordecon International AS ... 2009, 19) Võrreldes 2009. aastaga vähenes 2010. aastal keskmine töötajate arv rohkem kui 30% (üle 350 töötaja võrra). Nii suur muutus oli tingitud paljudest asjaoludest. 2010. aasta veebruaris vähenes töötajate arv umbes 150 töötaja võrra seoses Läti tütarettevõtte Nordecon Infra SIA müügiga (*Ibid.*, 20). Lisaks mõjutas 2010. aastal töötajate arvu vähenemist jätkuvalt töömahu vähenemine nii Eesti kui ka Ukraina turul (Nordecon AS ... 2010, 17). Viimastel aastatel on töötajate arv püsinud stabiilsena. 2015. aastast ületas esmakordselt analüüsitava perioodi jooksul insenertehnilise personali arv tööliste arvu.

18. mail 2006 noteeriti Nordecon AS (tolleaegne AS Eesti Ehitus) aktsiad NASDAQ QMX Tallinna Börsi põhinimekirjas (AS Eesti Ehitus ... 2006, 9). Meedias leidis kajastust uudis, kuidas tolleaegse Eesti Ehituse ette hoiatamata börsile mineku teade oli üllatuseks nii meediale kui ka väikeinvestoritele. Kui tavaliselt lekib või avaldatakse üldsusele informatsiooni ettevõtte aktsiate börsil noteerimisest juba varem, siis Eesti Ehituse puhul tuli selline teade vaid pool tundi enne aktsiate pakkumisperioodi algust. Sellegipoolest peeti heaks uudiseks uue ettevõtte lisandumist börsile. (Sormunen 2006) Samuti kirjutati ajakirjanduses, kuidas Eesti Ehituse börsile minek toimub segasel ajal. Seda eelkõige seetõttu, et mõned päevad enne Eesti Ehituse börsile minemist mõjutasid aktsiaturge märkimisväärselt USA intressitõusud ning börsilangus. Tollase SEB Ühispannga Fondide juhatuse liikme Sven Kunsingi arvates polnud 18. mai parim päev aktsiatega kauplemise alustamiseks, eriti veel ehitussektoris, mis on väga intressitundlik. Ka Romet Tepper, tollane Hansabank Marketsi maakler, arvas, et see, mis toimub maailma aktsiaturgudel, võivad pidurdada Eesti Ehituse tõusuvõimalusi. Arvati ka, et Eesti Ehitust võivad mõjutada eelneval päeval avalikustatud teise tuntud Eesti ehitusfirma AS Merko Ehituse majandustulemused, milles kajastati tööjõukulude ja ehitusmaterjalide hindade tõusu. (Reinap 2006)

Joonisel 6 on näha Nordecon AS aktsia hinna liikumist eurodes ning tehingute päevakäibeid tuhandetes eurodes. 2006. aastal noteeritud väärtpaberite arv oli 15 378 364, mida kahekordistati järgneval aastal, ning aktsia nimiväärtus oli 10 krooni (0,64 eurot). Nordecon AS-i (tolleaegse AS Eesti Ehitus) aktsia avamishind oli 6,20 eurot. (AS Eesti Ehitus ... 2006, 9) Pärast Nordecon AS aktsiaemissiooni hakkas aktsia hind aina tõusma jõudes 2007. aasta veebruaris kõige kõrgema hinnani. Sealt alates algas aktsia hinna kiire langus, jõudes 2009. aasta alguses kõige madalamale tasemele. Joonisel 6 on näha, et aktsia tootlus on olnud koguni negatiivne. Nordecon AS-i aktsia tootlus on 31.12.2016 seisuga alates aktsia börsil noteerimisest langenud 56,18% võrra.



Joonis 6. Aktsia hind ning tehingute päevakäibed perioodil 18.05.2006 kuni 31.12.2016  
 Vertikaaltelg näitab aktsia hinda (eurodes), horisontaaltelg näitab aastaid.  
 Allikas: (Nasdaq Baltic ... 2018)

Tabelis 2 on näha väärtpaberi kauplemissajalugu aastail 2006–2016. Tabelis 2 selgub, et alates aastast 2009 on aktsia keskmine hind olnud veidi üle 1 euro, kuid pole enam saavutanud isegi seda hinda, millega aktsia 2006. aastal emiteeriti. Aastast 2011 on aktsia hind olnud küllaltki stabiilne ja märkimisväärseid muutusi aktsia hinnas toimunud ei ole. Kaubeldud aktsiate arv on üldjoontes olnud languses. Aastal 2009 oli kaubeldud aktsiate arv 9628 tuhat. 2016. aastaks oli kaubeldud aktsiate arv langenud vaid 1162 tuhande aktsiani, mis tähendab, et kaubeldud aktsiate arv on vähenenud rohkem kui kaheksa korda. Ka tehingute maht aktsiaga on samuti aastate jooksul jäänud aina väiksemaks. Kui 2007. aastal oli tehingute maht 54,01 miljonit eurot, siis 2016. aastal oli tehingute maht ainult 1,3 miljonit eurot. Aastal 2008 toimus eelneva perioodiga võrreldes turuväärtuses väga suur langus. Turuväärtus langes 150,71 miljonilt eurolt 31,17 miljoni euroni. Kui võtta arvesse, et ettevõtte kaubeldud aktsiate arv ning tehingute maht on iga aastaga aina vähenenud, siis võib arvata, et võrreldes varasemate aastatega on investorite huvi ettevõtte aktsiate vastu küllaltki väike.

Tabel 2. Väärtpaberi kauplemisajalugu aastatel 2006–2016

Hind	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Avamishind (euro)	3,10	5,33	4,89	1,05	1,62	1,38	0,92	1,17	1,05	1,02	1,03
Kõrgeim (euro)	6,00	7,18	4,89	1,87	2,60	1,50	1,26	1,29	1,09	1,14	1,35
Keskmine (euro)	3,83	5,66	2,97	1,07	1,53	1,16	1,02	1,13	1,02	1,05	1,14
Madalaim (euro)	2,93	4,41	0,95	0,55	1,05	0,88	0,88	0,99	0,93	0,98	0,98
Viimane hind (euro)	5,28	4,90	1,02	1,58	1,40	0,90	1,16	1,05	1,06	1,05	1,33
Kaubeldud aktsiaid (tuh tk)	5024	7285	6447	9628	8237	4161	3425	2444	1800	1656	1162
Tehingute maht (mln EUR)	36,02	54,01	20,05	12,03	12,70	5,08	3,77	2,81	1,85	1,71	1,30
Turuväärtus 31.12. (mln EUR)	162,55	150,71	31,37	48,60	43,03	27,68	35,68	32,39	34,32	33,99	43,06

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

Märkused:

1. Tulenevalt asjaolust, et 2007. aastal kahekordistati läbi fondiemissiooni esmaemissioonil noteeritud aktsiate arvu, on aastate 2006 ja 2007 aktsiahindasid järgnevate perioodidega võrreldavuse tagamiseks korrigeeritud (Nordecon International AS ... 2009, 22).

Alates aastast 1996 on kontserni (AS Eesti Ehitust ja hiljem Nordecon AS-i) auditeerinud KPMG Baltics AS (AS Eesti Ehitus ... 2006, 6). Analüüsitava perioodi jooksul on audiitori arvamuse kohaselt kontserni konsolideeritud raamatupidamise aastaaruannetes kajastatud ettevõtte finantsseisundit õiglaselt. Alates 2012. aastast on vandeaudiitori aruandes rõhutatud asjaolusid, mis tulenevad tegutsemisest Ukrainas ning sealsest keerulisest poliitilisest ja majanduslikust olukorrast.

Magistritöö autori arvates on nõukogu ja juhatuse liikmed väga olulised ettevõtte hea käekäigu tagamisel, nendest oleneb väga palju. Ettevõtte otsuste ning seega ka finantstulemuste taga on suuresti just nende isikute tegevus ja vahel ka tegevusetus. Sellest sõltub ettevõtte edu või ebaedu. On oluline, et inimesed, kelle kätte on usaldatud ettevõtte juhtimine, oleksid pädevad täitma oma ülesandeid. Kui ettevõttel läheb halvasti, siis võivad põhjuseks olla valed juhtimisotsused. Valed juhtimisotsused võivad olla tingitud teadmiste ja kogemuste puudumisest. Sellest tulenevalt annab autor ülevaate Nordecon AS nõukogu ja juhtkonna liikmete hariduskäigust ning varasemast töökogemusest.



Nõukogu ülesandeks on määrata ametisse juhatus, sealhulgas juhatuse esimees. Nõukogu kontrollib juhatuse tegevust, osaleb oluliste otsuste langetamisel tegutsedes seejuures emitendi ja kõikide aktsionäride huvides. Põhikirjas kindlaks määratud nõukogu liikmete arv on kolm kuni seitse. Nõukogu liikmete arvu määramise ja nende ametisse nimetamise eest vastutab aktsionäride üldkoosolek. Nõukogu liikmete ametiaeg on viis aastat. (Nordecon AS ... 2016, 38) 2016. aastal kuulusid Nordecon AS nõukogusse Toomas Luman, Andri Hõbemägi, Vello Kahro, Sandor Liive ning Meelis Milder (*Ibid.*, 1).

**Toomas Luman**, nõukogu esimees, on AS Nordic Contractors esindaja ning enamusaktsionär. Ta on Nordecon AS-i kontserni asutajaliige ning seotud ettevõtte tegevusega juba rohkem kui 28 aastat. (*Ibid.*, 27) 1982. aastal lõpetas Tallinna Polütehnilise Instituudi (tänapäeval Tallinna Tehnikaülikool) tööstus- ja tsiviilehituse inseneri eriala (Toomas Luman ... 2018). Toomas Luman on osalenud ka teiste tuntud ettevõtete, näiteks Tallinna Kaubamaja Grupp AS-i, AS E-Betoonelemendi ja AS Eesti Energia, juhtimises ja nõukogu töös (Nordecon AS ... 2016, 27). Alates 1995. aastast on Toomas Luman Eesti Kaubandus-Tööstuskoja juhatuse esimees (Toomas Luman ... 2018).

**Andri Hõbemägi**, kes on AS Nordic Contractors esindaja, on lõpetanud Tallinna Tehnikaülikooli, omandades seal majanduslaselise kõrghariduse. Aastatel 1993–2001 töötas ta Hansapank AS-is ning aastatel 2001–2002 FC Flora tegevjuhina. 2002. aastast sai temast tolleaegse AS-i Eesti Ehitus finantsdirektor, kelle ametiajal toimus ka aktsiate noteerimine Tallinna Börsil. (Nordecon AS ... 2016, 28) Aastatel 2002–2007, enne nõukogu liikmeks saamist, oli Andri Hõbemägi juhatuse liige (AS Eesti Ehitus ... 2007, 17).

**Vello Kahro**, kes on samuti AS Nordic Contractors esindaja, omandas kõrghariduse Tartu Ülikooli majandusteaduskonnas. Ta on töötanud Nordecon AS-is juba alates 1989. aastast ning selle emaettevõttes Nordic Contractors AS-is. Nordecon AS-i auditikomitee liikmena tegutses ta aastatel 2012–2015. (Nordecon AS ... 2016, 28)

**Sandor Liive**, kes on Hea Ühingujuhtimise Tava kohaselt nõukogu sõltumatu liige (*Ibid.*, 28), omandas kõrghariduse Tallinna Tehnikaülikoolis, kus aastatel 1990–1992 õppis keemiateaduskonnas ning seejärel majandusteaduskonnas, mille lõpetas aastal 1997 (Sandor Liive ... 2018). Samuti on ta täiendanud end sellistes tuntud ärikoolides nagu IMD, INSEAD ja Stanford. Sandor Liive on palju aastaid töötanud tuntud ettevõtete kõrgetes ametites. Tema varasemate

töökogemuste hulka kuulub näiteks töökoht aastail 1992–1995 Kinnisvarabüroo Uus Maa OÜ juhatuses. Pärast seda kuni aastani 1998 töötas ta Tallinna Sadam AS finantsosakonnas juhatajana ja finantsdirektorina ning aastatel 1996–1998 oli ta ka juhatuse liige. 1998. aastast töötas Sandor Liive Eesti Energia AS-is finantsdirektori ja juhatuse liikmena ning 2005 kuni 2014 juhatuse esimehena. (Nordecon AS ... 2016, 28)

**Meelis Milder**, kes on Hea Ühingujuhtimise Tava kohaselt nõukogu sõltumatu liige, omandas kõrghariduse Tartu Ülikooli majandusteaduskonnas. Meelis Milder osaleb ka mitme teise Tallinna Börsil noteeritud ettevõtte töös. Milder tegutseb Tallinna Kaubamaja Grupp AS-i nõukogus. Samuti tegutseb ta juhatuse esimehena rõivakaubandusettevõttes AS Baltika, kellega on seotud olnud alates 1984. aastast, olles ka ettevõtte üks suuremaid aktsionäre. (*Ibid.*, 28) 2017. aastal see olukord muutus, sest Meelis Milder müüs täielikult oma ettevõtte BMIG OÜ osaluse Baltika AS-is. Pärast seda tehingut jäi tema osaluseks vaid 3,06% (Ivask 2017).

Varem on veel nõukokku kuulunud (AS Eesti Ehitus ... 2007, 18):

- Alar Kroodo;
- Ain Tromp;
- Mait Schmidt;
- Tiina Mõis.

Kõigi eelpool nimetatud nõukogu liikmete ametiaeg algas 09.01.2006 ning pidi lõppema 09.01.2011 (*Ibid.*, 18). A. Kroodo, A. Trompi ja T. Mõisa teenistusaegu otsustati 2010. aasta mais pikendada veel viieks aastaks ehk kuni 13.05.2015 (Nordecon AS ... 2010, 34).

2008. aasta mais otsustati nõukogu liikme ametikohalt tagasi kutsuda Mait Schmidt ning tema asemele määrati Andri Hõbemägi (AS Nordecon International ... 2008, 34). Aastaruannetes pole täpsustatud, miks Mait Schmidt tagasikutsumine enne teenistusaja lõppu aset leidis. Meedias leidis kajastust uudis, mille kohaselt olid Toomas Lumani ning Mait Schmidt vahel erimeelsused. Selle tulemusena omandas Toomas Luman 2013. aastal Mait Schmidt osaluse Nordecon AS-i emafirmas Nordic Contractors AS-is. (Gabral 2013) Mait Schmidt on 2012. aastal asutatud ehitusfirma Bauschmidt OÜ omanik. Bauschmidt jõudis kiiresti Ehitusfirmade TOP-i ning samuti Eesti Edukamate Ettevõtete TOP 100. (OÜ Bauschmidt ... 2018) Nüüdseks on teada, et esialgu saneerimist soovinud ehitusfirma on läinud pankrotti. Teade saneerimisest mõjus ettevõttele karmilt. Teate järel hakati lõpetama lepinguid ning samuti ei laekunud enam maksed. Pankrotti

minekul oli oluline osa vaidlusel arendusfirmaga Endover, paljud Bauschmidtile kahjumlikud objektid ning samuti julge laienemine. (Väikenurm 2017) See on selge viide, et juhtide otsused mõjutavad oluliselt ettevõtte käekäiku ning halbadel otsustel võivad olla rasked tagajärjed. Sellest tulenevalt võiks tekkida küsimus, mis seisus oleks Nordecon AS praegu, kui Mait Schmdtilt poleks osalust ära ostetud. Kui Nordecon AS-ilt oleks soovitud niisama kiiret laienemist ja riskide võtmist, kas ka Nordecon AS võiks tänaseks samas seisus olla?

Juhatuse ülesandeks on juhtida ja esindada Nordecon AS-i. Juhatus peab vahetama infot nõukoguga ning andma nõukogule ülevaate Nordecon AS äritegevuse ja finantsolukorra kohta. Juhatuse liikmete arv ja ametiaeg on kindlaks määratud põhikirjas, mille kohaselt Nordecon AS juhatuse liikmete arv on üks kuni viis ning juhatuse ametiaeg on kolm aastat. (Nordecon AS ... 2016, 36) Nordecon AS juhatusse kuuluvad Jaano Vink, Avo Ambur ja Erkki Suurorg (*Ibid.*, 1).

**Jaano Vink**, juhatuse esimees, omandas tööstus- ja tsiviilehituse eriala 1993. aastal Tallinna Tehnikaülikoolis. Ta on täiendanud end rahvusvahelise ärijuhtimise erialal Estonian Business Schoolis. Jaano Vink on diplomeeritud ehitusinsener, kellele Ehitusinseneride Liit on omistanud ehitusinseneri V taseme üldehituse valdkonnas. Varem on ta tegutsenud ka AS Muuga CT arendusdirektorina ja juhtinud sadama infrastruktuuriehituse valdkonda AS-is Tallinna Sadam. Nordecon AS-is alustas ta tööd peadirektori asetäitjana 2002. aastal. Juhatuse esimehena kuulub tema vastutusalasse Nordecon AS-i emaettevõtte ja kontserni üldjuhtimine. (*Ibid.*, 28–29)

**Avo Ambur** lõpetas samuti 1993. aastal Tallinna Tehnikaülikooli tööstus- ja tsiviilehituse eriala. Avo Ambur asus tööle Nordecon AS-i aastal 2002, vastutades aastate jooksul kontserni (sealhulgas emaettevõtte) juhatuse liikmena paljude valdkondade eest. 2009. aastal sai temast müügidirektor. Ka talle on Eesti Ehitusinseneride Liit omistanud üldehituse valdkonna diplomeeritud ehitusinseneri V taseme. Tema vastutusalasse kuulub Nordecon AS-i müügi- ja ettevalmistustegevus. (*Ibid.*, 29)

**Erkki Suurorg** lõpetas Tallinna Tehnikaülikoolis tsiviilehituse eriala 1997. aastal. Ta on täitnud ajavahemikul 1999–2005 kontsernis projektijuhi ja divisjonijuhi ülesandeid ning alates 2005. aastast asus ta kontserni ettevõtetes (sealhulgas emaettevõttes) täitma juhatuse liikme kohuseid. Erkki Suurorg on Eesti Ehitusinseneride Liidu liige (alates 2016. aastast juhatuses). Talle on omistatud volitatud ehitusinseneri, mis on ühtlasi ka kõrgeim, kutsetase. Erkki Suurorg vastutab juhatuse liikmena Nordecon AS-i ehitustegevuse juhtimise eest. (*Ibid.*, 29)

Varem on juhatusse kuulunud ka (AS Nordecon International ... 2008, 32):

- Sulev Luiga;
- Priit Pluutus;
- Priit Tiru;
- Marko Raudsik (Nordecon AS ... 2010, 8).

2008. aasta lõpus otsustas nõukogu enneaegselt tagasi kutsuda juhatuse liikmed Avo Amburi ja Priit Pluutuse. Tagasikutsumise põhjusena märgiti aastaaruandes kontserni 2009. aastal toimuv ümberstruktureerimine. Nende tegevus jätkus Nordecon AS-i kontserni tütarettevõtete juhatustes. (AS Nordecon International ... 2008, 32) Seoses tütarettevõtete ühendamise ja emaettevõttega sai Avo Amburist 2010. aastal taas juhatuse liige. (Nordecon AS ... 2010, 24).

Tolleaegne finantsdirektor Sulev Luiga kutsuti nõukogu otsusega juhatuse liikme ametikohalt 16. oktoobril 2009. aastal enneaegselt tagasi (Nordecon International AS ... 2009, 31). Ajakirjanduses leidis see uudis kajastamist. Tema tagasikutsumise põhjusena tõi nõukogu esimees Toomas Luman välja, et Sulev Luiga arusaamad ettevõtte juhtimisest erinesid oluliselt sellest, kuidas nägi kontserni juhtimist ette strateegilise juhtimisega tegelev meeskond. Finantsdirektori igapäevatöö tegemise suhtes etteheited puudusid. (Nordeconi nõukogu kutsus ... 2009) Tekib küsimus, milles sai finantsdirektori arusaam nii oluliselt erineda, et peeti vajalikuks ta enneaegselt tagasi kutsuda. Kas lahkarvamused tekkisid sellest, et ta soovis midagi, mis oli teistele vastuvõetamatu või hoopis ei teinud ta seda, mida teised soovisid. Ta jõudis olla ametis veidi üle kahe aasta. Tema puhul on oluline ka asjaolu, et vahetult enne Nordecon AS juhatuse liikmeks saamist oli ta Arco Vara AS juhatuses, kus ta jõudis olla samuti vaid veidi üle kahe aasta. Samas töökogemused teistes ettevõtetes on tal väga pikaajalised. Tema taustast võib arvata, et tegu on haritud inimesega, kes on õppinud nii Eestis kui ka välismaal. Seega ei ole alust väita, et Luiga kutsuti finantsdirektori kohalt tagasi teadmiste puudumise tõttu. (Sulev Luiga ... 2018)

01.11.2010 otsustas nõukogu ennetähtaegselt ametist tagasi kutsuda Nordecon AS juhatuse liikme Priit Tiru, kelle üheks ülesandeks oli tegevuse koordineerimine välisurgudel. Tagasikutsumise põhjusena toodi välja äritegevuse vähenemine välisurgudel. (Nordecon AS ... 2010, 24) Marko Raudsiku ennetähtaegse tagasikutsumise põhjuseks 2012. aasta aprillis olid muudatused juhtimisstruktuuris. Kui enne juhtis põhitegevust kaks juhatuse liiget, siis muudatuse tagajärjel koondati põhitegevuse juhtimine juhatuse ühe liikme kätte. (Nordecon AS ... 2012, 23)

Juhatus ja nõukogu liikmete taustaga tutvudes on näha, et kõigil on kõrgharidus. 2016. aasta kõik juhatuse ja nõukogu liikmed, peale Vello Kahro ja Meelis Milderi, kes on lõpetanud Tartu Ülikooli, on Tallinna Tehnikaülikooli vilistlased. Põhiliselt võib omandatud kõrghariduse jagada kaheks: on majandushariduse omandanud inimesi ning neid, kes on omandanud ehitusalase kõrghariduse. Kõik kolm juhatuse liiget on Eesti Ehitusinseneride Liidu poolt tunnustatud ehitusinsenerid. Kolmest juhatuse liikmest kaks kuuluvad ka Eesti Ehitusinseneride Liitu. Peaaegu kõikidel juhatuse ning nõukogu liikmetel on pikaajalised kogemused ka teistes suurtes Eesti ettevõtetes ja seda kõrgetel ametikohtadel. Autori arvates võib juhatuse ja nõukogu liikmete tausta pidada heaks. Heaks näitajaks on autori arvates asjaolu, et on lõpetanud just majanduse ja ehitusvaldkonnaga seotud erialasid. Samuti on autori arvates olulised pikaajalised töökogemused erinevate tegevusaladega suurtes ettevõtetes. Esindatud olid näiteks rõivakaubandusettevõtte Baltika, Tallinna Sadam, endine Hansapank. Sellest võib järeldada, et juhtidel on laialdased teadmised ja kogemused. Aastate jooksul on nõukogu ja juhatuse liikmete hulgas toimunud palju muutusi ning ametikohtadelt ennetähtaegselt tagasikutsumisi. Üldjuhul on ettevõtte oma aastaaruandes selliste ümberkorralduste põhjuseid selgitatud. Analüüsitava perioodi jooksul on toimunud kaks ennetähtaegset ametist tagasikutsumist, mille kohta oluliselt informatsiooni aastaaruannetes avaldatud ei ole. Tagasikutsumiste põhjuseid on kajastatud meedias, kuid küllaltki üldsõnaliselt. Aastail 2005–2016 võib märkida nelja inimest, kes on kogu analüüsitava perioodi olnud seotud ettevõtte tegevusega, olles kas juhatuses või nõukogus. Nendeks on Toomas Luman, Meelis Milder, Jaano Vink ning Andri Hõbemägi.

Nõukogu liikmetest oli 31.12.2016 seisuga Nordecon AS-i aktsiaid 3 liikmel. Toomas Lumani osalus oli 51,21%, Andri Hõbemägil 0,15% ning Vello Kahrol 0,03%. Nõukogu sõltumatutel liikmetel Sandor Liivel ja Meelis Milderil ettevõtte aktsiaid ei olnud. Juhatus liikmetest oli 31.12.2016 seisuga Jaano Vinki osalus 0,12% ja Avo Amburi osalus 0,10%. Erkki Suurorg ettevõtte aktsiaid ei oma. (Nordecon AS ... 2016, 26)

Vaatamata sellele, et aastad 2017 ja 2018 magistritöös ei analüüsita, pidas autor vajalikuks välja tuua ka informatsiooni, mis puudutab nendel aastatel juhatuse koosseisu muutumist. 2017. aasta jooksul muutus praktiliselt kogu juhatuse koosseis. 31.12.2017 seisuga oli varasema kolme liikme asemel juhatuses neli liiget. 2016. aasta juhatuse liikmetest jätkas ainsana Erkki Suurorg. 31.12.2017 seisuga kuulusid juhatusse Erkki Suurorg, Priit Luman, Maret Tambek ning Ando Voogma. 2018. aasta jaanuaris nimetati juhatuse uueks esimeheks Gert Müller. Märtsis lõpetati poolte kokkuleppel Erkki Suurorgi teenistusleping. (Nordecon AS ... 2017, 42) See tähendab, et

2017. aasta majandusaasta aruande kinnitamise ajaks 2018. aasta aprillis oli juhatuse koosseis täielikult muutunud. Nõukogu jätkas samas koosseisus ning nõukogu liikmete hulgas muutusi ei olnud.

### **1.3. Kasutatav metoodika**

Magistritöös kasutatakse Nordecon AS analüüsimiseks kasumiaruande (vt lisa 3) ja finantsseisundi aruande (vt lisa 4) horisontaal- ja vertikaalanalüüsi (dünaamika- ja struktuurianalüüsi), analüüsitakse rahakäibe aruandeid (vt lisa 5), teostatakse suhtarvuanalüüsi ning pankrotiohu analüüsi aastatel 2005 kuni 2016.

Finantsanalüüsi eesmärk on anda hinnang ettevõtte mineviku ja oleviku rahanduslikule olukorrale ning hinnata tulevikus oodatavat finantsolukorda. Selle põhjal saab anda hinnangu ettevõtte üldisele finantsolukorrale. (Tearu, Krumm 2005, 15) Finantsanalüüs on hea metoodika, mis aitab tuvastada ettevõtte tugevusi ja nõrkusi, andes sellega sisendi ka juhtimisotsuste tegemiseks.

Lühiajalised laenuandjad ja tarnijad on peamiselt huvitatud ettevõtte lühiajalisest maksevõimest ehk likviidsusest, samal ajal kui pikaajalisi laenuandjaid huvitab pigem pikaajaline maksevõime. Kreditoride huvides on minimeerida riske ja olla kindel, et ettevõtte on võimeline tasuma nii intresse kui ka (laenu)põhiosa. Investoreid huvitab peamiselt ettevõtte pikaajaline teenimisvõimalus. (White *et al.* 1998, 140–141)

Finantsaruannete analüüsimisel kasutatakse peamiselt kolme lähenemist. Esimese lähenemise ehk horisontaalanalüüsi puhul kõrvutatakse võrreldavate perioodide aruandeid ja seejärel leitakse ning analüüsitakse aruannete rahalisi ja protsentuaalseid muutusi aastast aastasse. Vertikaalanalüüsi puhul viiakse aruanded üldistatud kujule (väljendatakse protsentides). (Rünkla 1996, 36–37) Vertikaalanalüüsi puhul leitakse näitajate osatähtsus kogumist. Bilansi puhul leitakse iga üksiku kirje osatähtsus vastavalt kogugarast ning kogukapitalist. See näitab ettevõtte vara ja finantseerimisallikate koosseisu ning võimaldab analüüsida nende muutumist. Kasumiaruande puhul leitakse üksikute kasumiaruande kirjete suhe müügitulusse. Vertikaalanalüüsi kasutades näeb, kui suur osa müügitulust kulub protsentuaalselt erinevatele kulurühmadele ning kui suur osa müügitulust jääb pärast kulusid kasumina alles. (Tearu, Krumm 2005, 17) Suhtarvuanalüüs aitab

hinnata ettevõtte finantsolukorda ja annab eri osapooltele infot just neid huvitavate asjaolude kohta (Rünkla 1996, 36–37).

Suhtarvuanalüüs on hea meetoodika, sest see võimaldab omavahel võrrelda erineva suurusega ettevõtteid (Delen *et al.* 2013, 3970). Suhtarvuanalüüsi kasutades saab (Palepu, Healy 2013, 5-1):

- 1) võrrelda ettevõtte enda suhtarve läbi aastate (*a time-series comparison*);
- 2) võrrelda ettevõtte suhtarve teiste sama valdkonna ettevõtete suhtarvudega (*cross-sectional comparison*);
- 3) võrrelda ettevõtte suhtarve üldiste võrdlusalustega/kriteeriumitega.

Suhtarvuanalüüsis klassifitseeritakse suhtarve peamiselt viide kategooriasse, kuigi kirjanduses võib kohata ka teistsuguseid lähenemisi suhtarvude klassifitseerimisel. Nendeks kategooriateks on: likviidsussuhtarvud, kapitali struktuuri suhtarvud, toimimissuhtarvud, rentaablussuhtarvud ning aktsiate väärtusnäitajad. (Alver, Reinberg 2002, 306–307)

**Likviidsussuhtarvud** võrdlevad ettevõtte kõige likviidsemaid varasid potentsiaalsete tasumisele kuuluvate kohustistega. Likviidsussuhtarvud aitavad kiiresti hinnata, kui likviidne on ettevõtte ning kas ja kuidas ettevõtte tuleb toime oma lühiajaliste kohustiste tasumisega. (Vasiu *et al.* 2015, 188)

**Kapitali struktuuri suhtarvud** näitavad, milline on ettevõtte finantseerimisstruktuur, st kui suures ulatuses rahastab ettevõtte vara oma- ja võõrkapitaliga. Tänapäeval ei ole suurtel ettevõtetel mõistlik rahastada kogu oma vara kasutades ainult oma- või ainult võõrkapitali. Ainult omakapitali kasutamine põhjustaks investeeritud kapitali tasuvuse vähenemise. Samas ei ole ka seadustest tulenevalt võimalik kogu tegevust rahastada ainult võõrkapitaliga. Üks põhjus, miks rahastada ettevõtte tegevust pigem võõrkapitaliga tuleneb sellest, et see on sageli soodsam võrreldes omakapitali kasutamisega. (Baran *et al.* 2016, 80)

Kui likviidsussuhtarvud näitavad ettevõtte võimet tasuda lühiajalisi kohustisi, siis pikaajalist maksevõimet iseloomustavad suhtarvud näitavad, kui riskantne on ettevõtte pikaajaliste võlausaldajate jaoks (Delen *et al.* 2013, 3970). Likviidsuse (lühiajalise maksevõime) ja pikaajalise maksevõime suhtarvude analüüsimine on ettevõtete jaoks äärmiselt oluline, sest üldjuhul on ettevõtete pankrotid seotud just eelkõige nende näitajatega. Enamasti põhjustab pankrotte maksevõimetuse ning suutmatus oma kohustisi tasuda. (Kõomägi 2006, 119)

**Toimimissuhtarve** kasutatakse ettevõtte vara juhtimiseks, sest need näitavad, kui tõhusalt ettevõtte oma vara haldab. Kui ettevõttel on vara rohkem, kui on otstarbekas, võivad tekkida ebavajalikud kulud, mis mõjutavad kasumit. Vastupidises olukorras, see tähendab kui ettevõttel on liiga vähe vara, võib see tähendada tulu kaotamist. (Baran *et al.* 2016, 75) Toimimissuhtarvud näitavad, kui edukalt ettevõtte teenib tulu vara kasutamisest, nõuete sissenõudmisest ja varude müümisest. (Delen *et al.* 2013, 3970) Vältimaks liiga suuri hälbeid, on toimimissuhtarvude puhul oluline näitajate arvutamisel kasutada bilansikirjete keskmisi. Seda seetõttu, et kui bilansis kajastatakse vara ja kohustised kindla hetke seisuga, siis kasumiaruandes kajastatakse tulusid ja kulusid kogu perioodi vältel. (Baran *et al.* 2016, 75)

**Tasuvussuhtarvud**, mida nimetatakse sageli ka rentaabluuse-, kasumlikkuse- ning tootlikkuse suhtarvudeks, näitavad, kui palju kasumit teenib ettevõtte oma tegevusega, tuginedes mõnele võrdlusbaasile (sisendile) (*Ibid.*, 77). Tasuvussuhtarvud näitavad ettevõtte kasumi teenimise võimet põhinedes müügile, omakapitalile ja varale (Delen *et al.* 2013, 3970). Tasuvussuhtarvude tõlgendamine käib sarnaselt, sest need näitavad, kui palju rahaühikuid kasumit (vastavalt kas bruto-, äri- või puhaskasumit) saadi näitaja kohta, mis on konkreetse tasuvussuhtarvu valemi nimetajas (Baran *et al.* 2016, 77).

**Aktsiate väärtusnäitajad** on olulised analüüsimaaks aktsia hinda ning aitavad langetada investeerimisotsuseid. Aktsiate väärtusnäitajad annavad investorile informatsiooni näiteks aktsia väärtuse kohta ning kui palju maksab ettevõtte dividende. (Alver, Reinberg 2002, 322)

Erinevad suhtarvude kategooriad pakuvad huvi eri osapooltele ning on vajalikud erinevate otsuste langetamiseks. Likviidsussuhtarvudest ja kapitali struktuuri suhtarvudest on huvitatud peamiselt laenuandjad, finantsasutused ning tarnijad. Toimimissuhtarvud võiksid huvitada peamiselt juhtkonda. Töötajate huvides on ettevõtte jätkusuutlikkus. Tasuvussuhtarvud ja aktsiate väärtusnäitajad huvitavad peamiselt ettevõtte praeguseid ja tulevaseid aktsionäre.



## **2. FINANTSARUANNETE ANALÜÜS 2005–2016**

Vertikaal- ehk struktuurianalüüsis toob autor välja bilansikirjete suhte bilansimahtu ning kasumiaruande kirjete suhte müügitulusse perioodil 2005 kuni 2016. Horisontaal- ehk dünaamikaanalüüsis on võrreldud Nordecon AS konsolideeritud majandusaasta aruannete näitajaid aastatel 2005 kuni 2016 ning selgitatud välja aruandekirjete absoluut- ja suhtelised muutused. Kasumiaruande vertikaal- ja horisontaalanalüüsi tulemused on toodud lisades 6 ja 7. Bilansi vertikaal- ja horisontaalanalüüsi tulemused on lisades 8 ja 9. Suhtarvuanalüüsi valemid ning arvutustulemused on toodud lisades 10 ja 11 ning pankrotianalüüsi tulemused lisas 12.

Nordecon AS lähtub konsolideeritud raamatupidamise aruannete koostamisel rahvusvahelistest finantsarvestuse standarditest, nagu need on vastu võetud Euroopa Liidu poolt (lühend IFRS EL). (Nordecon AS ... 2016, 46)

### **2.1. Kasumiaruanne**

Kõige olulisemad ja suurimad kulud ettevõtte jaoks on müüdid teenuste ja kaupade eest. Vertikaalanalüüs (vt lisa 6) näitab, et müüdid teenuste ja kaupade omamaksumus on alati olnud väga suur (vt tabel 3). Aastate jooksul on mainitud kulu suhe müügitulusse jäänud vahemikku 86,7% kuni 100,7%. Suurest müüdid teenuste ja kaupade omamaksumusest tingituna jääb ettevõtte tegevuseks vajalike muude kulude tasumiseks alles vaid väga väike osa müügitulust. 2010. aastal, mis oli ehitusettevõtete jaoks majanduskriisi tõttu üks keerulisemaid, oli Nordecon AS-il koguni 700 tuhande euro suurune brutokahjum. Seega oli ainuüksi müüdid teenuste ja kaupade omamaksumus suurem kui ettevõtte müügitulu. Kuni aastani 2008 suurenes brutokasum iga aastaga.

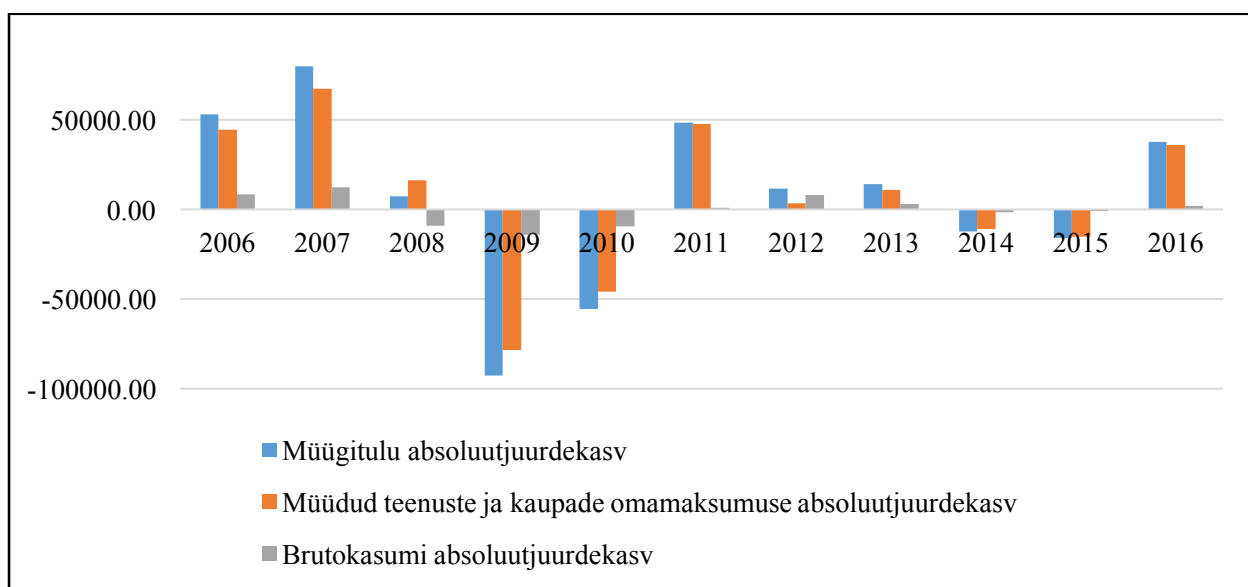
Tabel 3. Kasumiaruande vertikaalanalüüs aastatel 2005–2016 (protsentides)

Kirje	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Müügitulu	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Müüdüd teenuste/ kaupade maksumus	(89,5)	(87,8)	(86,7)	(90,7)	(94,4)	(100,7)	(99,9)	(94,8)	(93,5)	(93,9)	(93,8)	(94,0)
Brutokasum	10,5	12,2	13,3	9,3	5,6	(0,7)	0,1	5,2	6,5	6,1	6,2	6,0
Äri kasum	7,0	8,2	8,2	5,5	(5,3)	(9,0)	(3,2)	1,7	3,1	2,6	2,6	2,4
Maksustamiselne kasum	6,7	8,1	8,1	5,6	(3,4)	(12,8)	(3,2)	1,3	2,8	1,8	0,3	2,4
Puhaskasum	5,6	7,6	7,7	4,5	(3,7)	(12,8)	(3,2)	1,3	2,7	1,7	0,1	2,3

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 6

Horisontaalanalüüsi (vt lisa 7) selgub, et nii aastal 2006 kui ka 2007 oli müügitulu juurdekasvutempo eelmise aastaga võrreldes 50% aastas. Absoluutjuurdekasvuna vastavalt 53 008 tuhat eurot ning 79 773 tuhat eurot (vt joonis 7). Samal ajal oli müüdüd teenuste ja kaupade juurdekasvutempo vastavalt 47% ning 48%, absoluutjuurdekasvuna 44 670 tuhat eurot ning 67 410 tuhat eurot. Seega jäi müügitulust pärast müüdüd teenuste ja kaupade omamaksumuse maha arvamist brutokasumina iga aastaga aina rohkem alles. Majanduses keerulisel perioodil toimus aga müügitulu ning brutokasumi oluline vähenemine. Aastatel 2009 ja 2010 vähenes müügitulu eelneva aastaga võrreldes vastavalt 37% ning 36%. Nii suur müügitulu vähenemine oli tingitud nõudluse vähenemisest. Majanduskriis mõjutas kõiki valdkondi ja nii eraisikuid kui ka era- ja avalikku sektorit. Kõigest kahe aastaga (2008 vs 2010) vähenes müügitulu ligi 2,5 korda. Brutokasum vähenes aastatel 2009 ja 2010 eelneva perioodiga võrreldes koguni vastavalt 62% ning 108%, millest tulenevalt tekkis ettevõtte brutokahjum. Brutokasumi vähenemist mõjutab oluliselt ehituseks vajalike materjalide ja ostetud teenuste maksumuse tõus. Kuna ehitustegevuse puhul on olulised lepingud, siis tuleb lepingutest tulenevaid kohustusi täita, sõltumata sellest, milliseks kujunevad materjali/teenuse sisseostuhinnad. Ka konkurentidest tulenev hinnasurve mõjutab oluliselt ettevõtte müügitulu. Oluline roll brutorentaabluse langusel võis olla tingitud asjaolust, et tulenevalt tihedast konkurentsist võeti vastu objekte, mis olid madalama kasumlikkusega, kuid majanduskriisist tulenevalt muutusid sellised objektid koguni kahjumlikeks. Liiga kõrget hinda pakkudes võib tekkida oht, et ettevõtte jääb projektidest ilma. 2011. aastast oli taas märgata müügitulu ning brutokasumi suurenemist. 2012. aastal oli eelneva aastaga võrreldes brutokasumi absoluutjuurdekasv 8023 tuhat eurot, brutokasum suurenes 194 tuhandelt eurot 8217 tuhande euroni (vt joonis 7). See teeb juurdekasvutempoks koguni 4136%! Sellest hoolimata pole

brutoretaablus majanduskriisieelse perioodi tasemele siiski tõusnud. Aastatel 2013–2016 on see näitaja püsinud stabiilsena (vt tabel 3), mis tähendab, et müügitulust jääb pärast müüdnud kaupade ja teenuste omamaksumuse maha arvamist brutokasumina alles veidi rohkem kui 6%. Seega võib märkida, et müügitulu ühe euro kohta jääb Nordecon AS-il brutokasumina alles veidi rohkem kui 6 senti. Joonisel 7 on näha, et müügitulu absoluutjuurdekasv on suurem kui müüdnud kaupade ja teenuste omamaksumuse absoluutjuurdekasv. Vastupidine olukord oli aastal 2008, kui müügitulu absoluutjuurdekasv oli üle kahe korra väiksem kui müüdnud kaupade ja teenuste kulu juurdekasv. See tähendab, et tulu suurenes aeglasemas tempos kui kulud ning see põhjustas brutokasumi vähenemist. Aastatel 2009 ja 2010 on märgata, kuidas müügitulu vähenes suuremas mahus kui kulud. Tulenevalt sellest, et brutokasum on väike, peavad ka muud kulud olema eelarvestatud väga täpselt, et vältida kahjumit. Igasugused ebaregulaarsed kulud, näiteks kadum valuutakursi muutustest või nõuete allahindlusest, võivad mõjutada ettevõtte tulemusi väga oluliselt.



Joonis 7. Müügitulu, müüdnud teenuste ja kaupade omamaksumuse ning brutokasumi absoluutjuurdekasvud

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 7

Järgmine suurem kulurühm on üld- ja halduskulud. Üld- ja halduskulude hulka arvestatakse kõik ettevõtte igapäevaseks tegevuseks vajalikud kulud ning tööjõukulud. Kõige suurem üld- ja halduskulude suurenemine toimus 2006 vs 2005, kui juurdekasvutempo oli koguni 73%. Selline kasv oli tingitud peamiselt suurest tööjõukulude kasvust (AS Eesti Ehitus ... 2006, lk 7). Järgneval paaril aastal hakkas nende kulude suurenemine aeglustuma. Aastatel 2009 ja 2010 vähenesid üld- ja halduskulud üsna palju, juurdekasvutempod olid eelmiste aastatega võrreldes negatiivsed.

Selline muutus oli tingitud ettevõtte teadlikust tegevusest. Ettevõtte nägi ette brutokasumi vähenemise ning otsustati rakendada mitmesuguseid võimalusi kulude kokkuhoiuks. Eesmärgiks oli seatud kulude vähendamine eelmise aastaga võrreldes 30%. (Nordecon International AS ... 2009, 14) Kulude kokkuhoiust hoolimata oli 2009. aastal üld- ja halduskulude suhe müügitulusse analüüsitava perioodi jooksul kõige kõrgem, 5,2%. 2013. aasta aastaaruandes on ühe finantseesmärgina aastateks 2014–2017 välja toodud, et üld- ja halduskulude suhet müügitulusse soovitakse hoida tasemel kuni 4% (Nordecon AS ... 2013, 7). Seda eesmärki on suudetud ka täita, sest aastatel 2014–2016 on üld- ja halduskulude suhe müügitulusse olnud vahemikus 3,3%–3,5%.

Muude ärikulude suhe müügitulusse oli tavapärasega võrreldes mitu korda suurem aastatel 2009 ning 2010. Kui teistel aastatel oli muude ärikulude suhe müügitulusse üldiselt alla 1%, siis mainitud aastatel oli nende kulude suhe müügitulusse vastavalt 6,4% ja 3,8%. 2009. aastal suurenesid muud ärikulud 2008. aastaga võrreldes absoluutjuurdekasvuna 8383 tuhande euro võrra, mis teeb juurdekasvutempoks 574%! 2009. aastal oli selline suur muutus muudes ärikuludes tingitud peamiselt firmaväärtuse ning nõuete allahindamisest (Nordecon International AS ... 2009, 85). Ka 2010. aastal jäi suur osa nõuetest laekumata ning see tähendas taaskord nõuete allahindamist. Alla tuli hinnata Eston Ehitus AS nõuded, mis tulenesid Pärnu Keskuse ning selle parkimismaja ehitustöödest. (Nordecon AS ... 2010, 14, 85)

Finantstulude ja -kulude analüüsist selgus, et üldiselt ületavad finantskulud igal aastal finantstulusid, välja arvatud aastatel 2007–2009. Finantstulude suhe müügitulusse oli kõrge perioodil 2008–2010, kui finantstulud olid vahemikus 2,5%–3,6%. Teistel aastatel on finantstulude suhe müügitulusse olnud alla 1%. Aastaaruannete lisadest selgub, et peamiselt tulenes finantstulude suurenemine tütar- ja sidusettevõtete osade müügist teenitud tulust ning muude investeeringutega seotud finantstuludest. Kõige kõrgem oli finantskulude suhe müügitulusse 2010. aastal, mil näitaja oli 6,4%, mis on tavapärasest palju kordi kõrgem. Samal aastal oli finantskulude juurdekasvutempo 192% võrreldes eelneva aastaga. 2010. aasta aruandest selgus, et finantskulude hulgas kajastati juriidilistele isikutele väljastatud laenude allahindlus, sest nende laekumine oli ebatõenäoline (Nordecon AS ... 2010, 14).

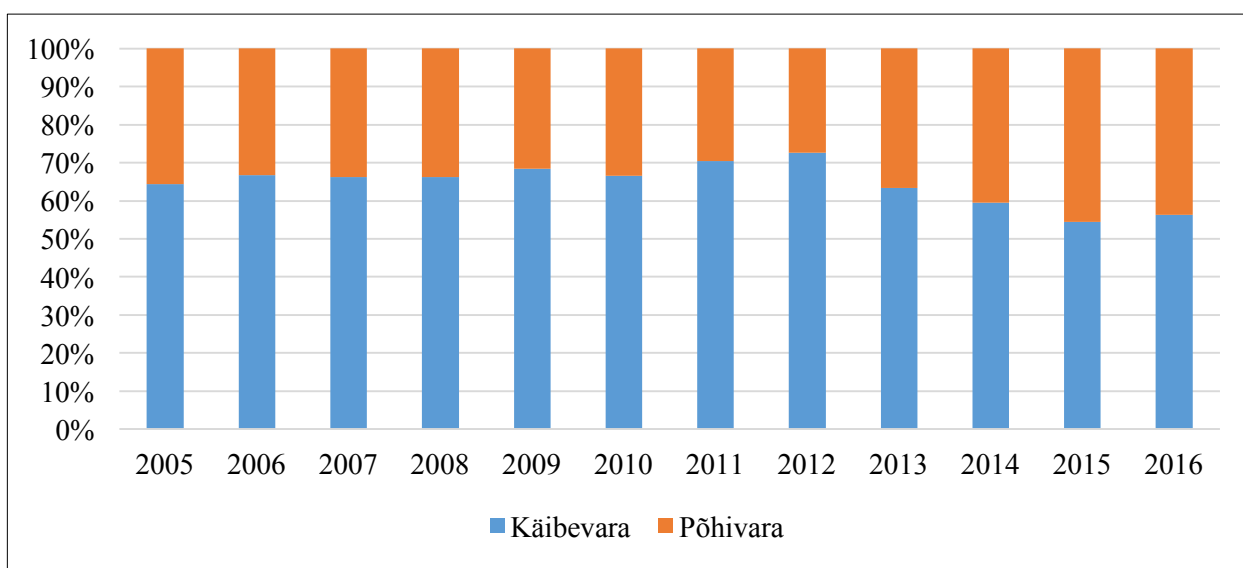
Nii maksustamiseelne kasum kui ka puhaskasum muutusid kõige rohkem 2016. aastal võrreldes 2015. aastaga (vt tabel 3). Nii maksustamiseelse kasumi kui ka puhaskasumi puhul oli absoluutjuurdekasv ligi 3800 tuhat eurot, mis teeb maksustamiseelse kasumi juurdekasvutempoks 873% ning puhaskasum juurdekasvutempoks 2160%! Üldiselt jääb müügitulust puhaskasumina

alles väga väike osa. Enne 2008. aastat jäi müügitulust puhaskasumina alles üle 7%, viimastel aastatel jääb puhaskasumina alles vähem kui 3%. 2008. aasta puhaskasumile avaldas suurt mõju tavapärasest suurem tulumaksukulu, mis tulenes suure summa dividendide maksmisest. Kuna 2008. aastal maksti dividendide eelmiste perioodide tulemuste eest, siis viitab suures summas dividendide maksmine eelnevate perioodide headele tulemustele.

Kasumiaruande analüüsi põhjal võib väita, et Nordecon AS-i jaoks olid kõige keerulisemad aastad 2009 ja 2010, kui ettevõtte kasum vähenes suure kiirusega. Nende aastate kasumit mõjutasid palju ka nõuete allahindamised, mis olid tingitud ehitustööde tellija pankrotistumisest. 2010. aasta lõppes ettevõtte jaoks koguni 12 738 tuhande euro suuruse puhaskahjumiga. Aastal 2011 olid ettevõttel kasumiaruannet analüüsides küll veel küllaltki halvad näitajad ning ettevõtte lõpetas majandusaasta koguni 4700 tuhande euro suuruse puhaskahjumiga, kuid siiski oli märke olukorra parenemisest.

## 2.2. Finantsseisundi aruanne

Vertikaalanalüüsist (vt lisa 8) selgub, et käibevara ja põhivara osatähtsus koguarvas (vt joonis 8) on muutunud aastate jooksul vähe. Kuigi ehitusettevõtte puhul võiks arvata, et põhivara on ettevõttel palju, on põhivara osatähtsus koguarvas alati olnud väiksem kui käibevara osatähtsus.



Joonis 8. Käibevara ja põhivara osatähtsus koguarvas  
Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 8

Nagu ka joonisel 8 näha, on viimastel aastatel põhivara osatähtsus olnud varasemast suurem, moodustades üle 40% varast. Kõige vähem oli põhivara aastal 2012, kui põhivara moodustas koguvarest vaid 27,3%. Aastatel 2006 ja 2007 suurenesid nii käibevara kui ka põhivara eelmiste perioodidega võrreldes märkimisväärselt (vt lisa 9). 2006. aastal oli käibevara juurdekasvutempo 56% ning põhivara juurdekasvutempo 39%. Järgmisel aastal olid juurdekasvutempod vastavalt 54% ning 59%. Käibevara eraldi analüüsides selgub, et raha ja rahalähendite osatähtsus oli aastani 2009 üle 10% varast, 2005. aastal koguni umbes viiendik varast. Alates 2010. aastast on märgata raha ja rahalähendite osatähtsuse vähenemist koguvaras, nende osatähtsus on olnud üldjuhul alla 10%. Raha ja rahalähendeid on kõige vähem aastal 2010. Võrreldes eelneva perioodiga vähenes rahajääk oluliselt (60%). Hilisemast rahakäibe aruande analüüsist selgus, et just sel aastal oli raha puhaskäive suures miinuses. Varusid oli aastatel 2005–2008 10–20% koguvarest. Alates 2009. aastast on varude osatähtsus koguvarest suurenenud, olles üle 20%. Kõige rohkem oli varusid aastatel 2010 ning 2015 – mõlemal aastal moodustasid varud 26,2% koguvarest. Horisontaalanalüüsist (Lisa 9) nähtub, kuidas 2006. aastal suurenesid varud eelmise perioodiga võrreldes 166%. Varude absoluutjuurdekasv oli 10 581 tuhat eurot ning vertikaalanalüüsi andmetel suurenes varude osatähtsus koguvaras 10,6%-lt 18,8%. Nii suures mahus varude soetamise põhjal võib eeldada, et suurenes teostatavate tööde arv ning ettevõttel oli rohkem projekte, mis võiks suurendada ka ettevõtte müügitulu ja kasumit. Aastaruandest selgub, et varudena on kajastatud ka elamuehituse tarbeks soetatud kinnistud ning samuti on oluliselt suurenenud varude koosseisus lõpetamata toodanguna kajastatavad lõpetamata ehitusprojektide mahud (AS Eesti Ehitus ... 2006, 26). Kui jälgida, kuidas muutusid varud majanduskriisi perioodil, siis horisontaalanalüüsi põhjal ei ole olulisi muutusi märgata. Varud olid üsna samal tasemel, ei toimunud olulist suurenemist ega vähenemist. Nii nõuded ostjate vastu kui ka muud nõuded on alates 2013. aastast vähenenud. Kuni aastani 2013 moodustasid nõuded umbes pool kogu käibevarast. Pärast seda on nõuete osatähtsus käibevarast aastate jooksul vähenenud.

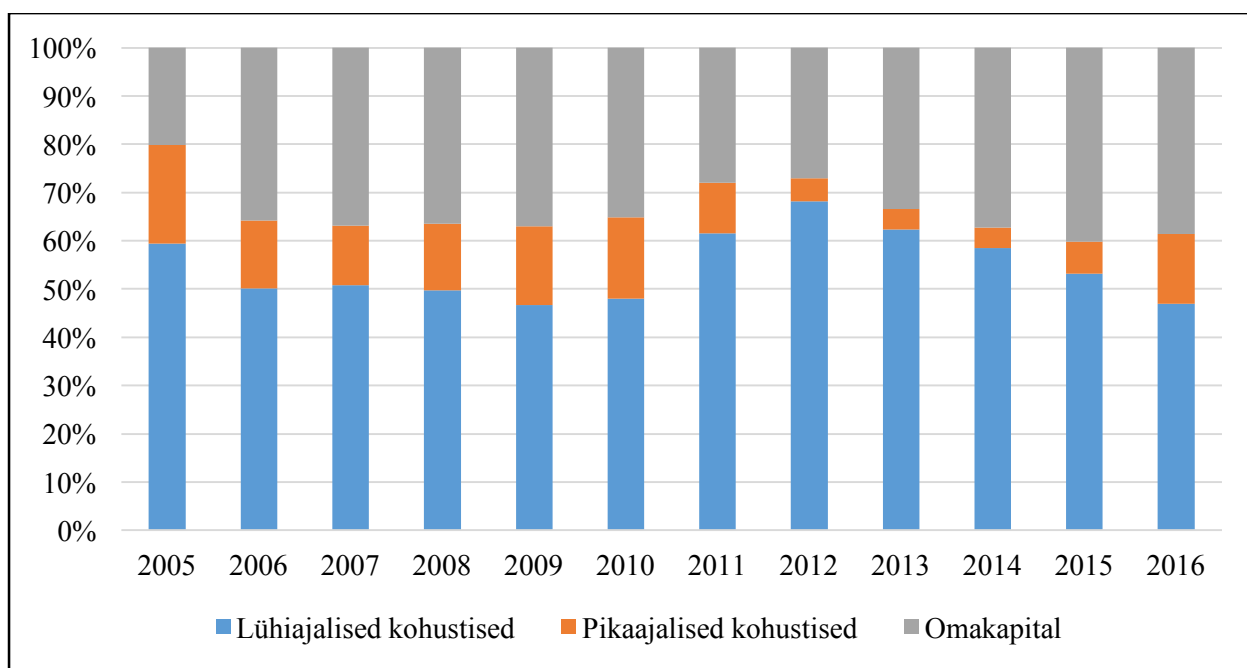
Põhivara kirjetest on kõige suurema osatähtsusega materiaalne ja immateriaalne põhivara. Seejuures immateriaalne põhivara on suurema osatähtsusega kui materiaalne põhivara. Immateriaalse põhivara osatähtsus koguvaras on muutunud vähesel määral. Seevastu horisontaalanalüüsist on näha, kuidas aastal 2007 toimusid suuremad muutused, immateriaalse põhivara juurdekasvutempo oli võrreldes eelneva aastaga koguni 66% ning kinnisvara-investeeringute juurdekasvutempo 454%. Suurenemise põhjusena toodi aastaruandes välja positiivne firmaväärtus, mille tingis tütarettevõtete soetamine ning liivamaardla uuringutega seotud uurimis- ja arendustegevus (AS Eesti Ehitus ... 2007, 6) ning kinnisvarainvesteeringute

suurenemine oli tingitud lisandumisest äriühendustest (*Ibid.*, 50). Samuti on märgata pikaajaliste nõuete olulist suurenemist. Alates 2013. aastast moodustavad pikaajalised nõuded üle 10% koguvarast varasema mõne protsendi asemel. See on suurel määral seotud nõuete ümberklassifitseerimisega lühiajalistest pikaajalisteks. Nagu käibevara analüüsimise puhul sai kirjeldatud, on lühiajaliste nõuete osatähtsus alates 2013. aastast vähenenud.

Kui võrrelda kohustiste ja omakapitali osatähtsusi (vt joonis 9), siis on ettevõttel alati olnud kohustisi oluliselt rohkem kui omakapitali. Omakapital moodustab kogupassivast ligikaudu kolmandiku. Omakapitali osatähtsus muutus enim 2006. aastal. Muutuse põhjusena võib välja tuua ettevõtte aktsiate börsil noteerimise. Omakapitali osatähtsus tõusis 2006. aastal eelneva aastaga võrreldes 20,2%-lt 35,8%-ni kogupassivast. Võrreldes 2005. aastaga oli omakapitali juurdekasvutempo 167%. Omakapitali suurenemise põhjustasid peamiselt aktsiakapitali (osatähtsus kogupassiva suurenes 3,7%-lt 10,9%-ni) ning ülekursi (osatähtsus kogupassivas suurenes 0,9%-lt 7,7%-ni) suurenemine. 2006. aasta aprillis toimus aktsiakapitali suurendamine fondi emissiooni teel, kui iga olemasoleva aktsia kohta lasti välja 3 uut aktsiat. Sellega suurenes aktsiakapital 2225 tuhandelt eurolt 8901 tuhande euroni. Sama aasta mais emiteeriti veel täiendavalt aktsiaid, mille tulemusena suurenes aktsiakapital 9829 tuhande euroni. (AS Eesti Ehitus ... 2006, 39) 2007. aastal suurendati aktsiakapitali veel poole võrra, mis tähendab, et absoluutjuurdekasv oli 9828 tuhat eurot.

80% võõrkapitali, mis 2005. aastal Nordecon AS-il oli, on küllaltki kõrge näitaja. See võib kreditorid muuta ettevaatlikuks. Raskendatud võib olla uute laenude saamine või soovivad kreditorid saada kõrgemat intressimäära riskantsema laenu tõttu. Viimane mõjutab aga ettevõtte kasumit. Omakapitali suurenemine tähendas samal ajal kohustiste osatähtsuse ligi 15%-list vähenemist. 2005. ja 2008. aasta majandusaasta aruannete lisadest selgus, et alates 2006. aastast suurenes mitmesuguste laenude hulk. Kui 2005. aastal oli ettevõttel laenukohustiste all kajastatud kaheksa laenukohustist, siis 2008. aastal oli neid juba 15. Samuti olid oluliselt suurenenud kapitali- ja kasutusrendikohustised. 2007. aastal oli eelmise perioodiga võrreldes lühiajaliste kohustiste juurdekasvutempo 94% ning pikaajalistel laenudel 35%. Aastal 2008 oli juurdekasvutempo vastavalt 74% ning 35%. Selle põhjal võiks väita, et ettevõtte oli oma näitajate alusel kreditoride silmis sellest hetkest paremas seisus. Ka aktsiakapitali suurendamine fondi emissiooni kaudu võis suurendada pankade kindlustunnet. Kuna seda tehti jaotamata kasumi arvel, siis tähendas see vaba omakapitali vähenemist. Suurenes seotud osakapital, millega takistati ettevõttest raha välja viimist.

Vaadates kohustiste jagunemist lühi- ja pikaajalisteks (vt joonis 9), on lühiajalisi kohustisi olnud alati märkimisväärselt rohkem kui pikaajalisi. Pikaajaliste kohustiste osatähtsus oli eriti väike aastatel 2012–2015. Nendel aastatel oli pikaajalisi kohustisi vaid 4,2%–6,7%, samal ajal kui lühiajalisi kohustisi oli 53,1%–68,2%. Lühiajaliste kohustiste suur hulk võib omakorda põhjustada ettevõtte puhaskäibekapitali vähenemise ning likviidsusnäitajate halvenemise.



Joonis 9. Kohustiste ja omakapitali osatähtsused kogupassivas

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 8

Mõnes kohustiste seas kajastatavas kirjes on toimunud olulisi muutusi. Nii on kirje lühiajalised võlad tarnijatele osatähtsus kogupassivas viimastel aastatel suurenenud. 2016. aasta lõpul olid võlad tarnijatele 11 aasta kõige suuremas mahus, 30,2% kogupassivast. Võttes arvesse, et kõik kohustised kokku moodustavad 61,4%, siis ainuüksi võlad tarnijatele moodustavad ligi poole kõikidest kohustistest. Samal ajal lühiajalised laenukohustised on viimastel aastatel vähenenud, 2015. aastaga võrreldes lausa 60%. Aastal 2016 olid lühiajalised laenukohustised vaid 6,4% passivast, kuid aastal 2015 oli nende osatähtsus veel 17,5%. Lühiajalised laenukohustised on 2016. aastal küll oluliselt vähenenud, kuid samas on pikaajalised laenukohustised eelneva perioodiga võrreldes suurenenud koguni 157%, mis tähendab, et pikaajaliste laenukohustiste osatähtsus moodustab kogupassivast varasema 5,7% asemel 13,3%. Pikaajalistest kohustistest ongi kõige suurema osatähtsusega pikaajalised laenukohustised. Muud pikaajaliste kohustiste alla liigitatavad bilansikirjed moodustavad väga väikese osa.



## 2.3. Rahakäibe aruanne

Kuna rahakäibe aruande puhul on tegu kassapõhise aruandega, siis annab see informatsiooni raha allikate ning kasutamise kohta. Rahakäibe aruanne annab informatsiooni likviidsuse ning rahalise seisundi muutumise kohta. (Alver, Alver 2017, 437) Nordecon AS rahakäibe aruanne on aastatel 2005–2016 koostatud kasutades otsemeetodit.

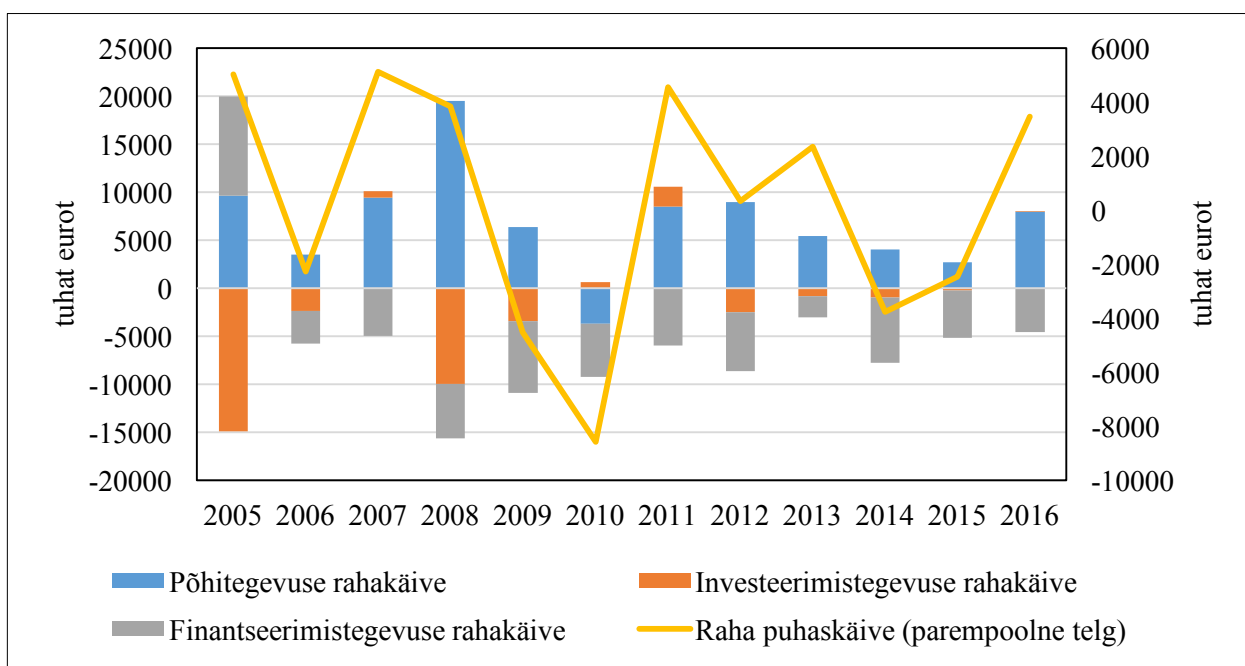
Ettevõtte kasumiaruanne võib näidata väga head kasumit, kuid see ei garanteeri, et ettevõttel on piisavalt ellujäämiseks vajalikku raha (Vause 2009, 109). Kuna rahakäibe aruanne on kassapõhine ning kasumiaruanne tekkepõhine, siis kasumiaruandes kajastatavat tekkepõhist tulu ja kasumit mõjutavad arvestuspõhimõtted ning hinnangud (Alver, Reinberg 2002, 329–330). Kasum on arvestuslik suurus, samal ajal on raha reaalselt mõõdetav suurus. Ettevõtte võib tegutseda ilma kasumit teenimata, seni kuni tal on raha. Samas isegi väga kasumlik ettevõtte ei toimi ilma rahata. (Vause 2009, 109) Tulu ja kasum, millega kaasneb raha laekumine, on olulisem, kui tulu ja kasum, millega raha laekumist ei kaasne (Alver, Reinberg 2002, 329–330). Ideaalses olukorras peaks põhitegevuse rahakäive olema piisav, et katta intresse, laenude tagasimakseid ja tulumaksu ning seejärel võimaldada aktsionäridele dividende (Vause 2009, 118).

Rahakäibe aruande ülesandeks on aidata ennustada ettevõtte võimet säilitada ja/või suurendada raha oma tegevusest. See aruanne annab objektiivset infot (White *et al.* 1998, 104):

- 1) ettevõtte võime kohta teenida raha põhitegevusest;
- 2) rahakäibe trendidest ning investeerimis- ja finantseerimistegevuse tagajärgedest;
- 3) juhtkonna otsuste seostest selliste oluliste valdkondadega, nagu finantspoliitika, dividendipoliitika ning investeeringud ettevõtte kasvuks.

Teadusallikates on finantsraskusi selgitatud ka läbi rahakäibe. Ühe definitsioonina on välja toodud, et finantsraskustes ettevõttel on negatiivne rahakäive nii põhitegevusest, investeerimistegevusest kui ka finantseerimistegevusest (Fawzi *et al.* 2015, 137). Selline olukord on küll võimalik, kuid pikaajaliselt pole see jätkusuutlik. Kui põhitegevuse rahakäive on pidevalt negatiivne, kuid samal ajal tuleb teha investeeringud ning maksta tagasi laene, siis teatud perioodi suudab ettevõtte katta varem kogunenud rahareservidega. Kui rahajäägi muutus põhitegevusest on järjepidevalt negatiivne, saavad reservid mingil hetkel otsa. Põhitegevuse negatiivne rahakäive on üldjuhul nendel ettevõtetel, kes näiteks kasvavad kiiresti, kuid põhitegevuse laekum on vajalik ettevõtte pikaajaliseks ellujäämiseks (White *et al.* 1998, 88).

Analüüsitava perioodi jooksul on raha puhaskäive olnud suurtes muutustes ja kõikunud suures ulatuses (vt joonis 10). On aastaid, kus raha puhaskäive oli negatiivne, kuid järgmisel perioodil taas positiivne. Eelneva analüüsi puhul oli märgata, et 2010. aasta oli ettevõtte jaoks kõige kehvem aasta. Seda on märgata ka raha puhaskäibest. Nagu joonisel 10 näha, oli raha puhaskäive kõige väiksem just 2010. aastal, kui negatiivne raha puhaskäive oli 8586 tuhat eurot. Seda põhjustasid negatiivne põhitegevuse rahakäive (summas 3733 tuhat eurot) ning negatiivne rahakäive finantseerimistegevusest (summas 5491 tuhat eurot).



Joonis 10. Ettevõtte rahakäibe aruannete struktuur aastatel 2005–2016  
Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 5

Raha puhaskäive põhitegevusest (vt joonis 10) on olnud aastate jooksul positiivne, välja arvatud aastal 2010. Positiivne raha puhaskäive põhitegevusest on hea näitaja, sest annab märku, et ettevõtte suudab oma põhitegevusest teenida raha kohustiste tasumiseks. Kõige suurem oli põhitegevuse rahakäive aastal 2008, kui laekumine põhitegevusest ületas raha väljaminekuid koguni 19 494 tuhande euro võrra. 2008. aasta rahakäibe aruande põhjal võiks arvata, et põhitegevusest laekunud raha kasutati peamiselt investeeringuteks tütarettevõtetesse ja laenude andmiseks (raha väljaminekud vastavalt 13 507 tuhat eurot ning 7718 tuhat eurot). Samuti maksti 2008. aastal väga suures summas dividende. Analüüsitava perioodi jooksul pole ettevõtte rohkem nii palju dividende maksnud. Raha väljamaksed dividendideks olid koguni 6655 tuhat eurot, mis on palju kordi suurem, kui teistel aastatel. 2010. aastal oli põhitegevuse rahakäive negatiivne. Sel

aastal olid põhitegevusega seotud väljamaksed koguni 3733 tuhande euro võrra suuremad kui raha laekumine klientidelt. Samal aastal vähenesid oluliselt ka laekumised klientidelt. Aastal 2009 laekus klientidelt 213 303 tuhat eurot, järgneval aastal vaid 120 719 tuhat eurot. Seega 2009. aastal laekus klientidelt ligi 43% vähem kui varasemal perioodil. Nõuete allahindamine, mis mõjutas oluliselt 2010. aasta kasumit, avaldas omakorda mõju ka rahakäibe aruandele. Ettevõtte oli teinud ära töö, millest tulenevalt tuli tasuda tarnijatele ostetud materjalide ja teenuste eest, ettevõtte oli arvestanud raha laekumisega. Reaalsuses tekkis olukord, et seda raha ettevõtte ei saanudki. 2010. aasta negatiivset põhitegevuse rahakäivet oli ka aastaaruandes väga põhjalikult lahti seletatud. Põhjustena toodi välja projektidest tingitud rahakäibe tsüklilisus ning kahjumlikud projektid. Samuti mõjutas põhitegevuse rahakäivet negatiivselt otsus maksta eurole üleminekust tulenevalt töötajatele detsembri töötasud välja jaanuari asemel juba detsembris. (Nordecon AS ... 2010, 15) Seega võib öelda, et negatiivne põhitegevuse rahakäive 2010. aastal oli tingitud paljude asjaolude koosmõjust. Ehitustegevus on valdavalt pikaajaline protsess, mida pole tavaliselt võimalik teostada ettemakse alusel. Seega mõjutab põhitegevuse rahakäivet oluliselt ka asjaolu, kus tööde teostamiseks tuleb tasuda materjalide ning ostetud teenuste eest, mis viib raha ettevõtetest välja, kuid tulenevalt maksetähtaegadest tellijalt raha ei laeku. See nõuab väga selget ülevaadet raha sissetulekutest ja väljaminekutest. Mõni suurem erakorraline muutus (näiteks arvete laekumata jäämine) võib tekitada rahapuuduse. Kreditorid on huvitatud sellest, et nemad saaksid oma laenu põhiosa ja intressid õigeaegselt kätte, sõltumata sellest, kas ettevõtte põhitegevusest suudetakse piisavalt raha teenida.

Rahajäägi muutus investeerimistegevusest on enamikul aastatel olnud negatiivne (vt joonis 10). Investeerimistegevusest olid ettevõtetel tavapärasest märkimisväärselt suuremad väljamaksed aastatel 2005 ning 2008 (vt joonis 10). Mõlemal aastal oli selline tulemus tingitud peamiselt tütarettevõtete soetusest. 2005. aastal tasus ettevõtte tütarettevõtete soetamise eest 11 057 tuhat eurot ning 2008. aastal 13 507 tuhat eurot. 2008. aastal toimus küll palju tütarettevõtete soetamisi, kuid kõige suurem summa tasuti AS Eston Ehitus omandamise eest (AS Nordecon International ... 2008, 68). 52%-lise enamusosaluse omandamine Edela-Eesti juhtivas ehitusettevõttes toimus küll juba 2007. aasta viimases kvartalis, kuid osaluse soetamise eest tasuti alles 2008. aastal (AS Eesti Ehitus ... 2007, 45). See on ka üks olulisemaid põhjuseid, millest tulenes 2008. aasta investeerimistegevuse negatiivne rahakäive. Nordecon AS on kõikidel aastatel teinud investeeringuid põhivarasse. Enim on materiaalse põhivara eest tasutud aastatel 2006, 2007 ning 2012, kui väljamaksed põhivara soetamiseks olid vastavalt 1284 tuhat, 1572 tuhat ning 1792 tuhat eurot. Üldiselt on Nordecon AS-i antud laenude väljamaksed suuremas summas kui antud laenude

tagasimaksete laekum. Erandiks oli aasta 2011, kui antud laenude väljamaksed (summas 213 tuhat eurot) olid üle 8 korra väiksemas summas kui raha laekumine väljastatud laenudest (summas 1745 tuhat eurot).

Raha puhaskäive finantseerimistegevusest (vt joonis 10) oli vaadeldava perioodi jooksul positiivne vaid aastal 2005, kui rahakäive finantseerimistegevusest oli 10 373 tuhat eurot. Enim mõjutas seda täiendava laenuraha laekumine summas 16 359 tuhat eurot. Samal aastal oli rahajäägi muutus investeerimistegevusest negatiivne. Sellest võib eeldada, et laekunud laenuraha kasutati eelkõige kinnisvarainvesteeringute, tütarettevõtete ning sidusettevõtete soetamiseks. Investeeringud mainitud põhivara rühmadesse olid 2005. aastal tunduvalt suuremad kui teistel aastatel. Laenude puhul on näha, et ettevõtte on suutnud edukalt tasuda laenude tagasimakseid. Igal aastal on ettevõtte saanud küll laene, kuid samas on paljudel aastatel laenude tagasimaksed olnud suuremas summas. Kuid mõne aasta puhul hakkab rahakäibe aruandest silma olukord, kus ettevõttel poleks olnud ilma täiendavat laenu saamata perioodi lõpus raha ja poleks olnud võimalik maksta ka aktsionäridele dividende. Sellest võib tekkida küsimus, kas laenude võtmine oli tingitud sellest, et aktsionärid ootasid dividende ning ettevõtte tahtis teha nii suure mahus täiendavad investeeringud, kuid põhitegevusest sellist raha teenida ei suudetud. Selline olukord hakkab eriti silma aastatel 2008 ning 2009. 2006. aastal oli saadud laenude summa küll väiksem, kuid lisaks laenule saadi raha ka aktsiate emiteerimisest. Seejuures tähelepanu väärib ka asjaolu, et 2006. aastal, kui ettevõtte maksis aktsionäridele erakordselt suure summas dividende, oli ka saadud laenude summa kõige suurem.

Rahakäibe aruande analüüsimiseks on mitmesuguseid suhtarve (vt lisa 10 ja 11). Raamatus "*Financial Accounting*" on toodud hulk rahakäibe aruandel (eelkõige põhitegevuse rahakäibel) põhinevaid suhtarve. Lühiajaliste kohustiste rahasiduvus ja koguvõlgnevuse rahasiduvus võivad anda parema ülevaate ettevõtte likviidsuse ning maksevõimelisuse kohta kui finantsseisundi aruande näitajatel põhinevad suhtarvud, sest arvutamisel võetakse arvesse raha puhaskäivet põhitegevusest, mis kajastab tervet aastat, mitte kindla hetke. (Weygandt *et al.* 2003, 642–643)

Tulenevalt sellest, et rahajäägi muutus põhitegevusest oli 2010. aastal negatiivne, olid ka mõlemad põhitegevuse rahakäibest tulenevad näitajad negatiivsed (vt tabel 4). Seega ei teeninud ettevõtte põhitegevusest raha, et tasuda kohustiste eest. Näitajad olid kõige kõrgemad aastal 2008, kui lühiajaliste kohustiste rahasiduvus oli 0,27 ning koguvõlgnevuse rahasiduvus 0,2. Alates 2011. aastast, pärast kaheaastast langust, mõlemad näitajad parenesid tingituna põhitegevuse rahakäibe olulisest suurenemisest. Lühiajaliste kohustiste käibesiduvus suurenes –0,07-lt 0,16-ni ning

kohustiste käibesiduvus –0,05-lt 0,13-ni. Näitajate parenemine asendus kohe uue langusega, mis kestis 2011–2015. 2016. aastal toimus eelnevate perioodidega võrreldes oluline parenemine. 2016. aastal teenis Nordecon AS põhitegevusest 1 eurose lühiajalise kohustise tasumiseks 0,17 eurot ning kõikide kohustiste 1 euro tasumiseks 0,14 eurot.

Tabel 4. Nordecon AS rahakäibe suhtarvud 2006–2016

Näitaja	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lühiajaliste kohustiste rahasiduvus	0,09	0,16	0,27	0,10	(0,07)	0,16	0,13	0,08	0,07	0,05	0,17
Kohustiste rahasiduvus	0,07	0,13	0,21	0,07	(0,05)	0,13	0,12	0,07	0,06	0,05	0,14
Põhitegevuse puhaskäive/dividendid	1,71	2,83	2,93	3,13	N/A	N/A	111,76	44,84	4,27	2,46	7,43
Võlgade tasumisaeg	16,46	9,39	4,93	11,91	N/A	8,59	9,10	12,86	15,22	20,06	7,63

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 11

Üheks väga heaks kassapõhiseks suhtarvuks peetakse ka võlgade tasumisaega (*total debt to cash flow*). See suhtarv annab infot selle kohta, mitme aastaga oleks ettevõtte võimeline jooksva aasta põhitegevuse puhaskäivega tasuma kõikide oma kohustiste eest. See suhtarv on hea võimalus ettevõtte krediitvõimelisuse hindamiseks. (Fridson, Alvarez 2011, 289) Selle valemi puhul tuleb aga arvestada sellega, et ükski ettevõtte ei kasuta kogu põhitegevuse puhaskäivet ainult selleks, et tasuda kohustiste eest. Ettevõtetel on põhitegevusest teenitud raha vaja lisaks laenude tagasimaksmisele näiteks ka põhivara soetamiseks ja dividendide maksmiseks. Seega kulub kohustiste täielikuks tasumiseks veelgi kauem aega. Nordecon AS-i puhul on see näitaja küllaltki kõrge olnud (vt tabel 4). 2010. aastal on selle suhtarvu tõlgendamine võimatu, kuna ettevõttel oli rahajäägi muutus põhitegevusest negatiivne, mis tähendab, et ettevõtte põhitegevusest läks raha rohkem välja kui laekus. Sellest tulenevalt ei ole võimalik tasuda põhitegevusest teenitud rahaga ka kohustiste eest. 2015. aastal oli näitaja väga kõrge, selle kohaselt peaks ettevõtte suutma oma kohustiste eest tasuda alles 20 aastaga, eeldusel, et kogu põhitegevusest teenitud puhaskäive läheb laenude tasumiseks.

Veel pakub huvi suhtarv, mis aitab hinnata ettevõtte võimet maksta dividende põhitegevuse puhaskäivest. Mida suurem on põhitegevuse puhaskäive, seda paremini suudab ettevõtte maksta dividende. (Gibson 2013, 403) Suhtarvu väärtus on väga suur aastatel 2012 ja 2013 (vt tabel 4). Nendel aastatel ei saa seda näitajat pidada adekvaatseks, sest tulenevalt keerulisest

olukorrast majanduses olid dividendid praktiliselt olematud. Kui jätta välja eelnevalt mainitud aastad, mil selle suhtarvu väärtus oli ebaloomulikult suur (tulenevalt äärmiselt väikestest dividendidest), siis on 2016. aastal ettevõtte näitaja tunduvalt parenenud. Põhitegevuse puhaslaekumist suudaks ettevõtte maksta dividende 7,43 korda aastas.

## 2.4. Suhtarvuanalüüs

Aastaid peeti lühivõlgade üldise kattekordaja puhul reeglits, et käibevara ja kohustiste suhe peaks olema 2:1, mille korral oleks ettevõtte võimeline tasuma lühiajaliste kohustiste eest ka juhul, kui käibevara väheneb poole võrra. Kui saadud näitaja on alla 1, mis tähendab, et lühiajalised kohustised ületavad käibevara, võib olla tegu ohumärgiga ning sellele tuleks tähelepanu pöörata. (Vasiu *et al.* 2015, 188) Tänapäeval peetakse heaks väärtuseks vähemalt 1,6<sup>1</sup> (Alver, Reinberg 2002, 309). Nordecon AS likviidsussuhtarvud on toodud tabelis 5.

Tabel 5. Nordecon AS likviidsussuhtarvud 2006–2016 (korda)

Näitaja	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lühivõlgade üldine kattekordaja	1,33	1,30	1,33	1,47	1,39	1,14	1,07	1,02	1,02	1,03	1,20
Kiire maksevalmiduse kordaja	0,92	0,89	0,94	0,99	0,81	0,71	0,70	0,62	0,56	0,50	0,66
Vahetu maksevalmiduse kordaja	0,22	0,21	0,25	0,26	0,13	0,16	0,13	0,19	0,15	0,13	0,21

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 11

Nordecon AS-i puhul on lühivõlgade üldine kattekordaja olnud alati üle 1, kuid samas võiks antud näitaja olla kõrgem (vt tabel 5). Kõige madalam oli lühivõlgade üldine kattekordaja aastatel 2012–2015, kui näitaja jäi vahemikku 1,02–1,07. See tähendab, et 1 euro lühiajaliste kohustiste kohta oli ettevõttel vaid 1,02–1,07 eurot käibevara. Eelnevalt mainitud soovitusliku suhteni pole ettevõtte näitajad ühelgi aastal jõudnud. Analüüsitava perioodi jooksul oli lühivõlgade üldine kattekordaja kõige kõrgem aastal 2009, olles 1,47. Kiire maksevalmiduse kordaja väljendab ettevõtte võimet tasuda lühiajaliste kohustiste eest käibevaraga, välja arvatud varudega (Vasiu *et al.* 2015, 188). Kiire maksevalmiduse kordaja puhul jäetakse lisaks varudele välja ka ettemaksed, sest neid ei saa muuta rahaks ning nendega ei ole võimalik tasuda lühiajaliste kohustiste eest (Siegel *et al.* 1992,

<sup>1</sup> Suhtarvude rusikareegleid ei saa tõlgendada absoluutse tõena. Need sõltuvad oluliselt ettevõtte tegevusvaldkonnast.

8). Näitajat loetakse heaks, kui see jääb vahemikku 0,8–1 (Vasiu *et al.* 2015, 188). Euroopa riikides võib ehitussektori puhul sobilikuks pidada kiire maksevalmiduse kordaja väärtusena 1. Nii Prantsusmaal, Saksamaal, Itaalias kui ka Suurbritannias on see igati sobilik väärtus. (Vause 2009, 287) Mainitud vahemikku jäi Nordecon AS-i kiire maksevalmiduse kordaja aastatel 2006–2010 (vt tabel 5). Aastal 2009 oli see näitaja koguni 0,99, mida võib pidada heaks tulemuseks. Sellest aastast alates on antud näitaja olnud valdavalt pigem langustrendis. Vahetu maksevalmiduse kordaja näitab ettevõtte võimet tasuda kohustiste eest ettevõttel olemasoleva rahaga. Minimaalne aktsepteeritav tulemus võiks olla 0,2–0,3. (Vasiu *et al.* 2015, 189) Ka mujal kirjanduses on soovituslik vahetu maksevalmiduse kordaja vahemikus 0,2–0,3, kuid on ka autoreid, kes väidavad, et soovituslik väärtus on 1, mis näitab ettevõtte head likviidsust (Breuer *et al.* 2012, 80). Vahetu maksevalmiduse kordaja (vt tabel 5) on analüüsitava perioodi jooksul jäänud vahemikku 0,13–0,26. Nagu ka eelnevate likviidsusnäitajate puhul, oli vahetu maksevalmiduse kordaja kõige kõrgem aastal 2009. 2016. aastal on kõigi kolme likviidsussuhtarvu puhul märgata parenemist. See on tingitud lühiajaliste kohustiste vähenemisest samal ajal kui käibevara, sealhulgas ka valdavalt kõik käibevara kirjed eraldi vaadatuna, on suurenenud.

Käibekapitali juhtimine aitab kindlustada, et ettevõtte suudab oma tegevust jätkata ning on võimeline tasuma nii lühiajalisi kohustisi kui ka tegevuse käigus tekkivaid kulusid (Tarnóczy, Fenyves 2011, 531). Puhaskäibekapitali ebapiisavus võib olla põhjustatud olukorrast, kus ettevõtte finantseerib põhivara, kasutades selleks lühiajalist laenu, sest lühiajaline laen tuleb tagastada varem, kui ettevõtte saab raha põhivara müügist (Siegel *et al.* 1993, 71). Puhaskäibekapital on analüüsitava perioodi jooksul olnud alati positiivne (vt tabel 6). Seda näitas ka eelnevalt arvatud lühivõlgade üldine kattekordaja. Seega on käibevara olnud suuremas mahus kui lühiajalisi kohustisi. Samas on märgata, et puhaskäibekapital on muutunud aastate jooksul väga suures ulatuses. Perioodil 2006–2009 suurenes puhaskäibekapital igal aastal. 2009. aastal oli puhaskäibekapital 26 343 tuhat eurot. 2010. aastal algas puhaskäibekapitali vähenemine ning aastaks 2014 oli see langenud 1044 tuhande euroni, mis on küllaltki madal tulemus. Huvitav on asjaolu, et kui 2010. aastal olid paljud teised näitajad halvad (näiteks müügitulu vähenes, ettevõttel oli väga suur kahjum, ainus aasta kui rahajäägi muutus põhitegevusest oli negatiivne), siis puhaskäibekapital küll vähenes, kuid oli siiski analüüsitava perioodi üks paremaid. 2010. aastal oli käibekapital koguni 17 756 tuhat eurot. Sel aastal oli ka lühiajalisi kohustisi ettevõttel tavapärasega võrreldes väiksemas mahus. Puhaskäibekapital on küll viimastel aastatel suurenenud, kuid jääb siiski madalale tasemele. See näitab, et ettevõtte likviidsus on üsna madal.

Tabel 6. Nordecon AS puhaskäibekapital 2006–2016 (miljonites eurodes)

Näitaja	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Käibevara kokku	60,2	92,8	100,3	82,7	63,4	71,5	81,2	66,4	58,0	49,0	55,5
Lühiajalised kohustused kokku	45,1	71,2	75,2	56,4	45,7	62,5	76,1	65,2	57,0	47,8	46,4
Puhaskäibekapital	15,1	21,6	25,1	26,3	17,7	9,0	5,1	1,2	1,0	1,2	9,1

Allikas: autori arvutatud, aluseks lisad 4 ja 11

Võlakordaja (vt tabel 7) on analüüsitava perioodi jooksul olnud alati üle 0,6. Võlakordajat analüüsides võib näha, et üldiselt on ettevõtte kohustuste osatähtsus umbes 2/3 kogukapitalist. Seega finantseerib ettevõtte oma vara küllaltki suures mahus võõrkapitaliga. Võlakordaja puhul on oluline tähelepanu pöörata ka ettevõtte tegevusalale. Kuna tegemist on siiski ehitusettevõttega ning ehitustegevus nõuab palju raha, siis võib sellist võõrkapitali osatähtsust kogukapitalis pidada küllaltki tavapäraseks. Oluline oleks jälgida, et võlakoormus ei suureneks oluliselt üle 2/3, see võib mõjuda kreditoridele ohumärgina. Kreditorid huvitab, et võõrkapitali ei oleks omakapitaliga võrreldes liiga palju (ehk võlakordaja oleks madalam), sest suurema võlakoormuse korral muutub ettevõtte nende jaoks riskantsemaks. Liiga kõrge võlakordajaga võib kaasneda oht, et ettevõtte ei ole suuteline kreditoridele tasuma. Suur võlakoormus võib omakorda põhjustada laenuandjate intressimäära tõusu või koguni keeldutakse laenu andmisest. Suurem intressikulu hakkab otseselt mõjutama ettevõtte kasumit. Suurel määral oli vara finantseeritud võõrkapitaliga aastatel 2011–2012, kui võlakordaja oli üle 0,7. Ka omandikordisti (vt tabel 7) oli aastatel 2011 ja 2012 kõige kõrgem. Nendel aastatel ületas ettevõtte kogukapital omakapitali rohkem kui 3,5 korda.

Tabel 7. Nordecon AS kapitali struktuuri suhtarvud 2006–2016 (korda)

Näitaja	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Võlakordaja	0,64	0,63	0,64	0,63	0,65	0,72	0,73	0,67	0,63	0,60	0,61
Omandikordisti	2,79	2,71	2,74	2,70	2,85	3,58	3,68	3,00	2,68	2,49	2,59
Omakapitali võlasiduvus	1,79	1,71	1,74	1,70	1,85	2,58	2,58	2,00	1,68	1,49	1,59
Intressikulude katekordaja	16,17	18,28	6,61	(2,07)	(11,11)	(3,71)	2,81	5,53	3,53	1,56	7,16

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 11

Intressikulude katekordaja näitab, kui hästi tuleb ettevõtte toime kasumi (täpsemalt kasum enne intresse ja makse) arvelt intressikulude tasumisega. Mida kõrgem on intressikulude katekordaja, seda paremini tuleb ettevõtte toime intressikulude tasumisega. Kui intressikulude katekordaja väärtus on 1, siis see tähendab, et tegu on riskantse olukorraga ning ettevõtte tuleb vaevu toime

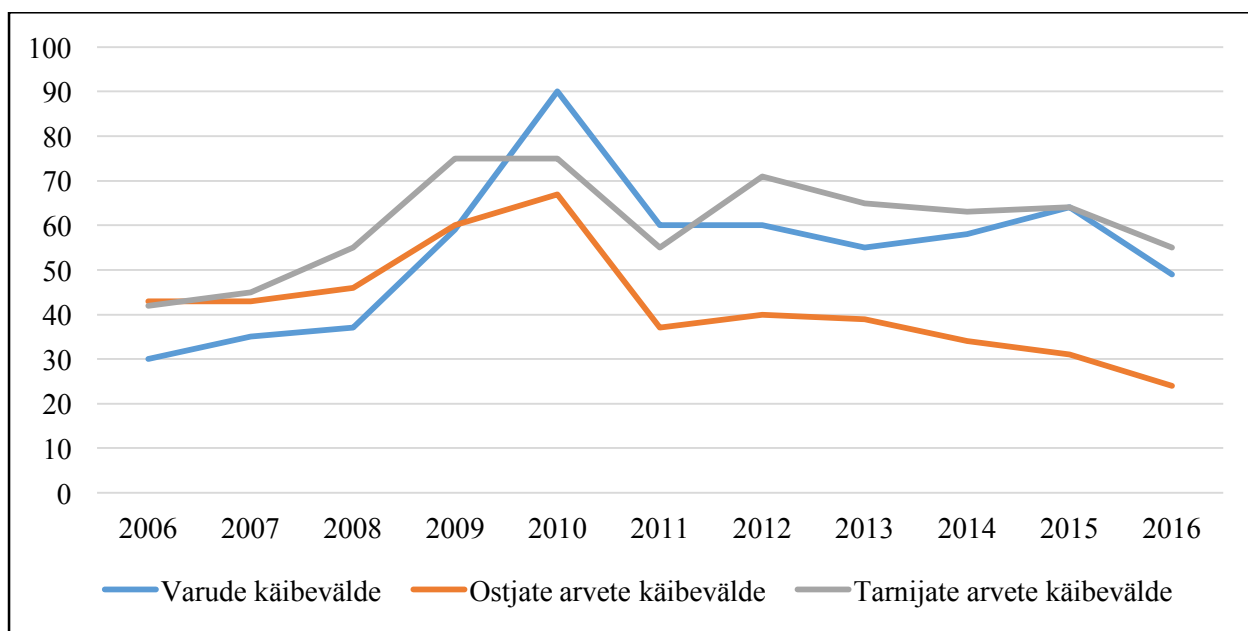


intresside tasumisega (Palepu, Healy 2013, 5-18). Intressikulude katekordaja puhul on oluline võtta arvesse, et ärikasum ning EBIT (*earnings before interest and taxes*) pole alati samatähenduslikud. Nordecon AS-i intressikulude katekordajat (vt tabel 7) võib üldiselt pidada heaks. Aastatel 2006 ja 2007 oli näitaja väga kõrge, vastavalt 16,17 ning 18,28 korda. Halb oli olukord aastatel 2009–2011, kui näitaja oli negatiivne. Negatiivne tulemus oli tingitud kahjumist. Samas ei tähenda see kohe, et ettevõtte ei suuda intresse tasuda, sest ettevõttel võivad olla reservid, mille arvelt intresse katta. Ettevõtte ei olnud lihtsalt võimeline oma tegevusest teenima piisavalt kasumit, et tasuda intresse. Üldiselt on intressikulude katekordaja hea ning selle kohaselt peaks ettevõtte tulema hästi toime intressikulude tasumisega. 2016. aastal oli näitaja koguni 7,16. Võrreldes 2015. aastaga, kui näitaja oli 1,56, on toimunud oluline suurenemine. Suurenemine toimus ligi 4 korda suurenenud EBIT-i ja vähenenud intressikuludest tulenevalt.

Mida suurem on varude käibesagedus, seda parem näitaja on. See annab infot, et ettevõtte kasutab oma varusid efektiivselt. Samuti võib varude suurem käibesagedus vähendada likviidsusriske. Varude suurema käibesageduse korral on vähem raha varude all kinni ning varude vananemise võimalus on väiksem. Mida suurem on varude käibesagedus, seda väiksem on varude käibevälde. Analüüsitava perioodi algusaastatel oli varude käibesagedus kõrgem kui viimastel aastatel (vt joonis 11). Seega varem suudeti varusid realiseerida kiiremini ehk lühema perioodi jooksul. Aastal 2009 ja 2010 läksid antud näitajad eelnevate perioodidega võrreldes järsult halvemaks. 2009. aastal langes varude käibesagedus 9,76-lt 6,11-ni ning järgmisel perioodil koguni 4,01ni. Varude realiseerimiseks kulus 2008. aasta 37 päeva asemel 2010. aastal koguni 90 päeva. Kahe aastaga toimus rohkem kui kahekordne langus. Seega võib eeldada, et ettevõttel oli probleeme varude realiseerimisega. Varude väärtuses olulisi muutusi ei toimunud. Viimastel aastatel suudetakse varud müüa umbes 50–60 päevaga. Kindlasti on selle näitaja puhul oluline võtta arvesse ka seda, et tegu on ehitusettevõttega.

Ka nii ostjatelt raha laekumise kui ka tarnijatele tasumise perioodid muutusid pikemaks (vt joonis 11). Võib eeldada, et üheks põhjuseks, miks tarnijatele maksti pikema perioodi jooksul oli asjaolu, et ettevõtte sai ka oma klientide käest raha pikema ajaperioodi möödudes. Teine põhjus oli Nordecon AS-i rahapuudus. Sellele viitavad selgesti aastate 2009 ja 2010 rahakäibe aruanded. Ostjate käibevälte suurenemine võib tähendada, et neil oli makseraskuseid. Selle näitaja suurenemine peaks ettevõtte ettevaatlikumaks tegema. Nagu eelnevast analüüsist selgus, pidi ettevõtte 2010. aastal hindama alla nõudeid, mis tähendas raha mittelaekumist. Kuna ka varude realiseerimise periood pikenes 2010. aastal oluliselt, siis oli ettevõttel raha pikema perioodi varude

all kinni. Vertikaalanalüüsisist tuli ka välja, et varude osatähtsus käibevaras oli aastal 2010 küllaltki kõrge (26,2%).



Joonis 11. Varude-, ostjate arvete- ning tarnijate arvete käibevalde (päevades)

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 11

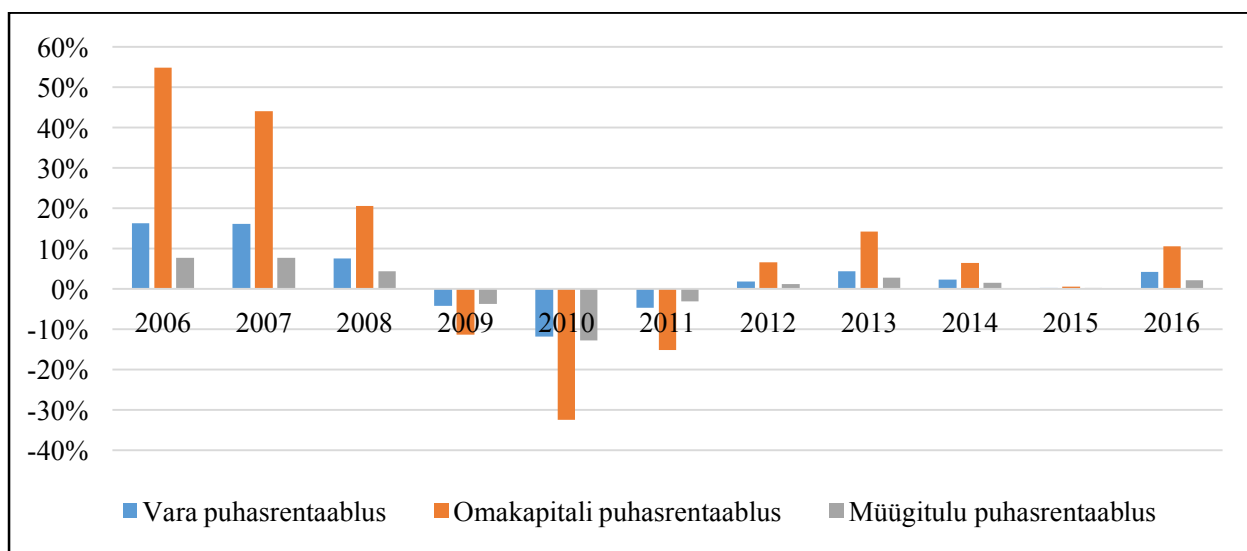
Nii vara kui ka põhivara tulusiduvuse puhul olid näitajad kõige madalamad aastatel 2009 ning 2010 (vt tabel 8). See tähendab, et iga põhivarasse investeeritud euro pealt teeniti müügitulu oluliselt vähem ning vara kasutamise efektiivsus müügitulu teenimisel oli madal. Nendel aastatel vähenes küll nii müügitulu kui ka vara (sh põhivara), kuid müügitulu vähenes suuremas mahus kui vara ja põhivara. Müügitulu vähenes horisontaalanalüüsi põhjal vastavalt 37% ning 36%. Samal ajal vähenes põhivara 22% ja 31% ning 20% ja 21%. Seega on nende näitajate vähemine tingitud peamiselt müügitulu vähenemisest. Ettevõtte vara kasutamise efektiivsus on küll aina tõusnud, kuid kriisieelsele tasemele pole jõutud. Seevastu on iga põhivarasse investeeritud euro teeninud ettevõttele rohkem müügitulu kui kriisieelsel perioodil.

Tabel 8. Nordecon AS vara- ja põhivara käibesiduvus 2006–2016 (korda aastas)

Näitaja	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vara tulusiduvus	2,13	2,08	1,70	1,14	0,92	1,50	1,50	1,61	1,60	1,55	1,94
Põhivara tulusiduvus	13,97	16,85	15,95	10,35	8,99	17,94	19,58	19,42	17,58	15,36	17,68

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 11

Tasuvusnäitajate puhul soovitakse, et need oleksid positiivsed ning mida kõrgemad need näitajad on, seda paremaks olukorda peetakse. Rentaablusnäitajad on Nordecon AS-il pigem madalamad (vt joonis 12). Lisaks on kõik rentablusnäitajad muutunud suures ulatuses ning olnud küllaltki ebastabiilsed. Nagu jooniseltki näha, olid aastatel 2006 ja 2007 rentablusnäitajad väga head. Omakapitali puhasrentablus oli 2006. aastal koguni 54,8%. Järgneval aastal küll näitaja langes, kuid oli siiski 44,1%. Antud juhul ei saa langust pidada otseselt halvaks. Puhaskasumi juurdekasvutempo oli 2006 vs 2007 52% (vt lisa 7). Suurenemine toimus ka omakapitali puhul, mille juurdekasvutempo oli samal perioodil 167% (vt lisa 9). Seega tuleneb langus sellest, et omakapital suurenes rohkem kui puhaskasum. 2008. aastal võis juba märgata langust, kui paljud rentablusnäitajad vähenesid koguni poole võrra. Puhaskasumi põhjal arvatavate rentablusnäitajate vähenemine oli tingitud peamiselt puhaskasumi vähenemisest, mis algas 2008. aastast. Puhaskahjumist tingituna olid nii vara, omakapitali kui ka müügitulu puhasrentablus aastatel 2009–2011 negatiivsed. Kõige halvemad olid eelnevalt mainitud näitajad 2010. aastal, kui näitajad olid vastavalt –11,8%, –32,6% ning –12,8%. Bob Vause on ehitussektori omakapitali puhasrentabluse puhul toonud välja mõned Euroopa riigid, kus see näitaja jääb vahemikku 12,3%–23,5% (Vause 2009, 287). Nagu ka joonisel 12 näha, pole Nordecon AS-i omakapitali rentablus nii kõrge valdavalt olnud. Pärast majanduskriisi, alates 2012. aastast, on ettevõtte tasuvusnäitajad küll parenenud, kuid analüüsitava perioodi algusaastate tasemele pole tasuvusnäitajad ligilähedalegi tõusta suutnud. Analüüsi käigus leitud tasuvussuhtarvud jäävad siiski üsna madalale tasemele.



Joonis 12. Nordecon AS rentablusnäitajad aastatel 2006–2016  
Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 11

Dividend aktsia kohta ning aktsiate väärtusnäitajad on olulised peamiselt ettevõtte nii praeguste kui ka tulevaste aktsionäride jaoks. Tulenevalt väikesest kasumist on kasum aktsia kohta (EPS) analüüsitava perioodi algusaastatega võrreldes väga madal (vt tabel 9). Viimase aastakümne kõige kõrgem aktsiakasum oli aastal 2008, kui antud näitaja oli koguni 0,56 eurot. 2015. aastal oli aktsiakasum nullilähedane, vaid 0,01 eurot. Hind-tulu suhtarv (P/E) on üsna kõrge, kuid küllaltki kõikuv (vt tabel 9). 2015. aastal oli antud näitaja väga kõrge, lausa 180,4. Samas on oluline tähele panna, et selline tulemus oli tingitud väga madalast aktsiakasumist, mitte aktsia turuhinna tõusust.

Tabel 9. Nordecon AS dividendid ning aktsia väärtusnäitajad 2006–2016

Näitaja	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dividend aktsia kohta (euro)	0,55	0,19	0,19	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,03
Aktsiakasum (euro)	0,37	0,56	0,30	(0,10)	(0,38)	(0,17)	0,05	0,15	0,06	0,01	0,10
Hind-tulu suhtarv (korda)	14,4	8,8	3,4	–	–	–	23,2	7,0	16,7	180,4	13,3
Dividendimäär (%)	10,4	3,9	18,6	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	2,9	2,3

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016 ja lisa 11

Seega seda näitajat ei saa pidada adekvaatseks äärmiselt madala aktsiakasumi tõttu, mis moonutab oluliselt suhtarvu väärtust. Selline suhtarvu väärtus võib oluliselt eksitada ka investorit, kes lähtub ainult hind-tulu suhtarvu väärtusest ning ei süvene, millest selline väärtus tuleneb. Seetõttu võib öelda, selle näitaja väärtus võib anda väga vale informatsiooni, kui ettevõtte kasum on väga väike või ettevõtte on koguni kahjumis. Viimastel aastatel on dividendimäär jäänud alla 3% (vt tabel 9). Perioodil 2010–2013 oli dividendimäär koguni 0%, sest dividendide maksmine peatati. Dividendide maksmise peatamine oli mõistetav tegevus, kuna ettevõttel ei läinud sel perioodil kuigi hästi (nagu võis välja lugeda ka eelnevast analüüsist). Ettevõttel oli kahjum ning kui ettevõtte ei teeni piisavalt kasumit, et isegi jooksva kasumi arvelt intresse katta (tulenevalt intressikulude kattekordajast), siis sellises olukorras ei ole mõistlik ka aktsionäridele dividende maksta. Analüüsitava perioodi viimase seitsme aasta jooksul on ettevõtte maksnud dividende vaid kolmel aastal. Viimastel aastatel on dividendimäär jäänud 2,3% ning 2,9% vahele. Dividend aktsia kohta on olnud 0,03 eurot. Dividendimäär oli kõrge aastatel 2006 ja 2008, vastavalt 10,4% ning 18,6%.

## 2.5. Pankrotiohu analüüs

Ettevõtete pankrotti on sageli keeruline ette näha. Võimaliku pankrotiohu prognoosimiseks on aastate jooksul välja töötatud palju mudeleid. Neid kasutades on proovitud teada saada, milline mudel suudab pankrotiohtu kõige paremini prognoosida, kuid mudelid võivad anda väga erinevaid tulemusi.

Creditinfo Eesti AS-i (endine Krediidiinfo AS) poolt alates 2000. aastast läbi viidava pankrotiuuringu põhjal oli pankrottide arv tulenevalt ülemaailmsest majanduskriisist kõige suurem 2009. aastal (Pankrotid Eestis ... 2016, 3). Ehitusvaldkonnas on võrreldes teiste tegevusvaldkondadega pankrotte palju. Lisaks majutus-toitlustus ning töötleva tööstuse valdkonna ettevõtetele kuulub ehitus nende kolme tegevusala hulka, kus tegutsevad ettevõtted kõige suurema tõenäosusega pankrotistuvad. Aastatel 2009 ja 2010 pankrotistus kokku 491 ettevõtet, kes olid oma tegevusvaldkonnaks EMTAK klassifikaatori alusel määratlenud ehituse. (*Ibid.*, 11) Samades valdkondades pankrotistub enim ettevõtteid ka Euroopa Liidu teistes liikmesriikides (*Ibid.*, 12). Ehitus on üks nendest valdkondadest, mis on tundlik mitmesuguste ärikeskkonna muutuste suhtes (Rybárová *et al.* 2016, 299).

Ettevõtted kuulutavad pankrotte välja mitmesugustel põhjustel. Pankrotti võib pidada ka turu puhastamiseks “haigetest” ettevõtetest. Üheks äritegevuse ebaõnnestumise põhjuseks on kindlasti puudulik kontroll ettevõtete finantsolukorra üle. (Tomczak 2014, 153) Ettevõtete ebaõnnestumine ja pankrotistumine võivad mõjutada negatiivselt nii ettevõtteid kui ka majandust üldisemalt. Investorid, valitsused, teadurid ning paljud teised osapooled on pikalt uurinud võimalusi, mille abil oleks võimalik tuvastada ettevõtete ebaõnnestumise põhjuseid ning seeläbi vähendada pankrottide majanduslikku kahju. (Liang *et al.* 2016, 561)

Ettevõtete pankroti ennustamiseks kasutatakse mitmesuguseid mudeleid. Sellised mudelid aitavad hinnata ettevõtet terviklikult, kiiresti ja madalate kuludega ning nende abil saab liigitada ettevõtte kas heas või halvas olukorras olevaks. (Tomczak 2014, 151) Aja jooksul on välja töötatud mitmesuguseid pankrotiohu prognoosimeetodeid ja seda mitmel põhjustel. Esiteks on sellise info tarbijate hulk suurenenud, kes on huvitatud ettevõtete käekäigust ja tegevusega seotud riskidest. Teiseks on väga kasulik ette näha probleeme võimalikult vara. (Petrisor, Lupu 2013, 154)

Pankroti prognoosimismudelid põhinevad valitud näitajate analüüsil, mis aitavad hinnata ettevõtte finantsseisundit ning hoiatada varakult ohtude eest. Pankroti- ja prognoosimismudelid põhinevad eeldusel, et mõned aastad enne ettevõtte pankrotti on võimalik tuvastada sellele ettevõttele omaseid ja võimalikke tulevikus tekkivaid probleeme. (Rybárová *et al.* 2016, 301) Finantssuhtarvudest saadava informatsiooni kvaliteet ning õigsus on väga oluline pankroti prognoosimisel, sest see mõjutab pankrotiprognooosi täpsust (Maricica, Georgeta 2012, 729).

W. Beaver sai tuntuks 1966. aastal ühemõõtmelise pankrotiuuringuga. (Bellovary *et al.* 2007, 1) Beaver võrdles 1966. aastal 38 tööstusharu 79 ebaõnnestunud ja 79 õnnestunud ettevõtte 30 finantssuhtarvu keskmisi väärtuseid. Tema soovitusena tulevaste uuringute jaoks oli, et vaadeldes samaaegselt paljusid suhtarve võib pankroti ennustusvõime olla parem kui üksikute suhtarvude puhul. (Ibid., 3–4) Ettevõtete pankrottide ennustamist on uuritud väga põhjalikult USAs. Seal on avaldatud palju uuringuid. Näiteks tootmisettevõtete üldiselt on uurinud Altman (1968), Deakin (1972, 1977), Blum (1974) ja Ohlson (1980), väikseid ettevõtteid Edmister (1972), pankasid Sinkey (1979) ning kindlustusettevõteteid Trieschmann ja Pinches (1973). (Taffler 1982, 342) Lisaks tegevusvaldkondadele on pankrotimudeleid töötatud välja ka teatud riikide ettevõtetele. Näiteks Suurbritannia ettevõtete jaoks töötas pankrotimudeli välja Taffler. (Bellovary *et al.* 2007, 2)

Jätkusuutlikkuse ja ettevõtte finantsolukorra hindamisel on väga populaarne 1968. aastal välja töötatud E. Altmani *Z-score* (edaspidi *Z-skoor*) pankrotiohu mudel. (Grice, Ingram 2001, 54). Selle mudeli eesmärk on eristada hästi toimivaid ettevõtteid pankrotistuvatest ettevõtetest (Rybárová *et al.* 2016, 301). Altman töötas esimesena mitmemõõtmelist diskriminantanalüüsi kasutades välja viie teguriga mudeli, mis ennustab tootmisettevõtete pankroti prognoosimiseks (Bellovary *et al.* 2007, 4) 1968. aastal avaldatud uurimuses “*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*” võttis 22 suhtarvu ja klassifitseeris need viide suhtarvukategooriasse. Nende seast leidis ta viis muutujat, mis suudavad koos kõige paremini pankrotti prognoosida (Altman 1968, 593–594) Altman lähtus suhtarvude valimisel eelkõige sellest, kui populaarsed olid need kirjanduses ning oma veendumustest selle kohta, kui asjakohased antud näitajad pankroti ennustamisel olla võivad. Mida madalam tuleb mudeli põhjal leitud tulemus (*Z-skoor*), seda suurem on oht, et arvutuste aluseks olev ettevõtte võib pankrotistuda. (Grice, Ingram 2001, 54)

Altmani Z-skoor mudelil on suur pankroti prognoosivõime, üks aasta enne pankrotti koguni 95% täpsusega. Järgnevate aastatega pankroti prognoosimise võime väheneb. Prognoosimise täpsus on vastavalt 2 aastat enne 72%, 3 aastat enne 48%, 4 aastat enne 29% ning 5 aastat enne pankrotti 36%. (Bellovary *et al.* 2007, 4)

Altmani 1968. aastal välja töötatud mudeli põhjal, mis on mõeldud eelkõige börsiettevõtetele, saab Z-skoori välja arvutada, kasutades valemit

$$Z = 1,2 \times X_1 + 1,4 \times X_2 + 3,3 \times X_3 + 0,6 \times X_4 + 0,999 \times X_5 \text{ (edaspidi } Z_1)$$

kus

$X_1$  – puhaskäibekapital / vara kokku,

$X_2$  – jaotamata kasum / vara kokku,

$X_3$  – EBIT (*earnings before interest and taxes*) / vara kokku,

$X_4$  – omakapitali turuväärtus / kohustised,

$X_5$  – müügitulu / vara kokku (Grice, Ingram 2001, 54).

Kui Z väärtus on suurem kui 2,99, siis on ettevõtte pankrotistumise tõenäosus väike, samal ajal kui ettevõtted, kelle Z väärtus on alla 1,80, võivad suure tõenäosusega pankrotistuda. vahemik 1,81–2,99 on nii-öelda hall tsoon või teadmatus tsoon (Altman 1968, 606). Omakorda võib kaheks jagada nii-öelda halli tsooni. vahemikus 1,81 kuni 2,675 võib prognoosida, et ettevõttel võib tekkida raskusi ning olukord on ebakindel, kuid Z väärtuse korral vahemikus 2,675 kuni 2,99 on risk madal. (Petrisor, Lupu 2013, 157) Näitajad  $X_3$ ,  $X_5$  ja  $X_4$  (olulisuse järjekorras) aitavad eristada kõige paremini likviidsus- ja maksevõimeprobleemidega ettevõtteid nendest ettevõtetest, kellel need probleemid puuduvad. (Gallinger, Healey 1991, 94)

Pankrotiohtu hinnatakse ka modifitseeritud E. Altmani pankrotiohu mudeliga, mis on mõeldud pigem börsil mittenoteeritud tootmisega tegelevatele ettevõtetele. See sisaldab samu suhtarve nagu esialgne 1968. aasta mudel, kuid muudatus on toimunud näitajas  $X_4$ .  $X_4$  väärtuse leidmisel on omakapitali turuväärtus asendunud omakapitali bilansilise väärtusega. (Rybárová *et al.* 2016, 301)

Z-skoori on võimalik välja arvutada valemi järgi

$$Z = 0,717 \times X_1 + 0,847 \times X_2 + 3,107 \times X_3 + 0,420 \times X_4 + 0,998 \times X_5 \text{ (edaspidi } Z_2)$$

kus

$X_1$  – puhaskäibekapital / vara kokku,

$X_2$  – jaotamata kasum / vara kokku,

$X_3$  – EBIT / vara kokku,

$X_4$  – omakapitali bilansiline väärtus / kohustised,

$X_5$  – müügitulu / vara kokku.

Selle mudeli puhul tähendab  $Z$  väärtus, mis on kõrgem kui 2,90, et ettevõtte finantsseisund on hea ning finantsraskusi pole ette näha. Kui näitaja on alla 1,2, on ettevõtte finantsseisund halb ning on oht pankrotistumiseks. Kui saadud tulemus jääb vahemikku 1,21–2,89, on tegu nii-öelda halli alaga. (Rybárová *et al.* 2016, 301)

Autor otsustas kasutada ka E. Altmani  $Z$ -skoori mudelit, mida uuendati 1995. aastal ning mida kasutatakse mitte-tootmisettevõtete jaoks. Sellest valemist eemaldati näitaja  $X_5$ .

$$Z = 6,56 \times X_1 + 3,26 \times X_2 + 6,72 \times X_3 + 1,05 \times X_4 \text{ (edaspidi } Z_3)$$

kus

$X_1$  – puhaskäibekapital / vara kokku,

$X_2$  – jaotamata kasum / vara kokku,

$X_3$  – EBIT / vara kokku,

$X_4$  – omakapitali bilansiline väärtus / kohustised.

Kui  $Z$  väärtus on suurem kui 2,61, siis pankrotiohtu pole ette näha. Kui saadud tulemus on alla 1,1, siis tähendab see, et ettevõtte finantsolukord on halvas seisus. Kui  $Z$ -skoor jääb vahemikku 1,11–2,6, siis asub ettevõtte nii-öelda hallis tsoonis. (*Ibid.*, 302)

$Z$ -skoori arvutuste tulemustest (vt lisa 12) selgub, et kolm pankrotimudelit annavad veidi erinevaid tulemusi, mida võib pidada ka ootuspäraseks. Arvutuste käigus leitud  $Z$ -skoor väärtused on toodud tabelis 10. Peamiselt asub ettevõtte oma  $Z$ -skoori tulemusega kõigi kolme mudeli puhul hallis tsoonis ehk siis ettevõtte finantsseisundit ei saa pidada ei heaks ega halvaks. Esimese pankrotimudeli puhul pole arvutatud  $Z$ -skoori ( $Z_1$ ) 2005. aastal. Kuna ettevõtte aktsiad polnud veel börsil noteeritud, siis polnud teada aktsiate turuväärtust ning sellest tulenevalt omakapitali turuväärtust, mis on vajalik näitaja  $X_4$  arvutamiseks. Teistel aastatel  $X_4$  arvutamiseks vajalik turuväärtus on toodud leheküljel 16 asuvas tabelis 2.

Tabel 10.  $Z$ -skoor väärtused aastatel 2005–2016

Näitaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
$Z_1$	–	3,52	3,66	2,63	2,08	1,43	1,73	1,91	2,27	2,29	2,23	2,74
$Z_2$	2,44	2,72	2,68	2,47	1,74	1,11	1,60	1,75	2,13	2,12	2,05	2,45
$Z_3$	1,89	3,17	3,21	2,99	2,45	1,32	0,89	1,05	1,30	1,33	1,28	2,03

Allikas: autori koostatud, aluseks lisa 12



Börsiettevõtetele mõeldud pankrotimudel prognoosis Nordecon AS-ile pankrotiohtu aastatel 2010 ning 2011 (vt tabel 10). Kõige kriitilisem olukord oli aastal 2010, kui  $Z_1$  väärtus oli vaid 1,43. Võrreldes 2009. aastaga vähenesid praktiliselt kõik pankrotimudelis kasutatavad näitajad. Näitajas  $X_4$ , mis on omakapitali turuväärtuse ning kohustiste jagatis, küll parenes, aga kuna selle näitaja muutus oli väike ning see on valemis kõige väiksema osatähtsusega, siis see ei suutnud tasakaalustada teiste näitajate olulist halvenemist. Enim mõjutas  $Z$ -skoori halvenemist  $X_3$  (EBIT/vara kokku) vähenemine. 2010. aasta  $X_3$  oli väga madal, sest ettevõtte EBIT oli suures miinuses. See näitaja on pankrotimudelis ka kõige suurema kaaluga ning mõjutab oluliselt  $Z_1$  väärtust. Nende kahe asjaolu koosmõju vähendas  $Z$ -skoori tulemust märkimisväärselt. Ka 2011. aastal asus ettevõtte kriteeriumite kohaselt veel ohtlikus piirkonnas, kuid võrreldes 2010. aastaga võis märgata siiski parenemise märke. Kuigi viiest näitajast kolm jätkuvalt vähenesid edasi (koguni poole võrra), suutsid näitajate  $X_3$  ning  $X_5$  (vastavalt EBIT-i ja vara ning müügitulu ja vara jagatis) parenemine pankrotimudeli kõige madalamast seisust välja tuua. Paremine oli tingitud eelkõige müügitulu suurenemisest ning sellest tulenevalt ka EBIT-i suurenemisest. Ettevõttel polnud küll veel kasumit, kuid kahjum vähenes oluliselt. Head finantsseisundit näitas antud pankrotimudel aastatel 2006–2007, kus tulemus oli oluliselt kõrgem piirist, millest ülespoole ettevõttel pankrotioht puudub.

Börsil mittenoteeritud tootmisettevõtete pankrotimudel ennustas ohtu ettevõtte jätkusuutlikkusele ainult ühel aastal, samuti 2010. aastal (vt tabel 10). Võrreldes eelmise pankrotimudeliga, ei olnud selle mudeli puhul hindamiskriteeriumite kohaselt ettevõtte nii halvas seisus. 2010. aastal oli  $Z_2$  väärtus 1,11, kuid hall tsoon algab juba väärtusest 1,21. Ka selle mudeli puhul tulenes pankrotioht suuresti negatiivsest EBIT-ist ja EBIT-i ning vara jagatise tähtsusest valemis. See pankrotimudel on ainus, mis ei näidanud analüüsitava perioodi jooksul mitte ühelgi aastal ettevõtte head finantsseisundit.  $Z_2$  (2,72) väärtus oli aastal 2006 heale finantsolukorrale kõige lähemal.

Börsil mittenoteeritud mitte-tootmisettevõtetele mõeldud pankrotimudeli kohaselt oli olukord halb aastal 2011 ning ka 2012 (vt tabel 10). Samal ajal näitasid eelmised mudelid juba paranemise märke. Kuigi antud mudeli puhul oli samuti EBIT-i ja vara suhe aastal 2010 väga halb, ei viinud see ettevõtet pankrotiohu piirkonda. Pankrotiohtu näitasid hoopis kaks järgnevat aastat, kui mainitud näitaja oli tunduvalt parenenud. Olulist mõju  $Z_3$  kehvale tulemusele avaldasid pigem käibekapitali ja vara suhe ning jaotamata kasumi ja vara suhe. Head olukorda näitas see mudel aastatel 2006–2008.

Pankrotimudelite tulemustest tulenevalt võib öelda, et üks olulisemaid näitajaid, miks ettevõtte pankrotimudelite kohaselt ohtlikku piirkonda jõudis, oli tingitud näitajast  $X_3$  (EBIT/vara kokku) ning negatiivsest EBIT-ist. Kõigis kolmes pankrotimodelis on see näitaja kõige suurema kaaluga ning avaldab pankrotimudeli tulemusele suurt mõju.

Oluline on täheldada, et Z-skoori väärtustes on kõigi kolme pankrotimudeli puhul märgata tulemuste olulist parenemist. Esimese kahe pankrotimudeli puhul on alates 2010. aastast Z-skoori väärtused aina paranenud. Alates aastast 2010, mis oli kahe esimese mudeli puhul kõige suurema pankrotiohuga aasta, on  $Z_1$  tõusnud 1,43-lt 2,74-ni ning  $Z_2$  väärtus on tõusnud 1,11-lt 2,45-ni. Kolmanda pankrotimudeli puhul hakkas  $Z_3$  tõusma alates 2011. aastast.  $Z_3$  väärtus on tõusnud 0,89-lt, mis oli ühtlasi ka madalaim väärtus, 2,03-ni. Seega pankrotimudelite kohaselt pole ettevõtte hetkel enam olukorras, kus peaks kartma pankrotiohtu ning pankrotistumise risk on madal. Kuigi Z väärtused on kõikide mudelite puhul märkimisväärselt paranenud, pole 2016. aastaks siiski jõutud veel nii-öelda turvalisse piirkonda.

Börsile mineku algusaastatel läks Nordecon AS-il pankrotimudelite kohaselt hästi ning võib öelda, et pankrotioht puudus. Need aastad olid analüüsitava perioodi jooksul ka ainsad, kui kaks mudelit kolmest näitasid ettevõttele head finantsseisundit. Seega selle alusel ei ole põhjust väita, et börsile minek oleks vajalik olnud selleks, et pankrotti mineku vältimiseks lisaraha leida. Pigem tundub, et tulenevalt majanduskasvust, mis mõjus hästi ka ehitussektorile, ning sellest, et ettevõttel olid edukad aastad, mindi börsile selleks, et saada lisaraha tegevuse laiendamiseks. Pankrotioht, mida näitasid kõik kolm mudelit, tulenes majanduskriisist, sest pankrotiohu aastad kattuvad üldjoontes selle perioodiga, mil kriis just ehitussektorit tugevalt mõjutas.

## KOKKUVÕTE

Magistritöö annab hea ülevaate ettevõtte tegevuse kohta rohkem kui 10 tegutsemisaasta jooksul. Nende aastate jooksul on olnud palju olulisi sündmusi, mis on mõjutanud ettevõtet. 2006. aastal noteeriti ettevõtte aktsiad Tallinna Börsil ning 2010. aastal mõjutas ülemaailmne majanduskriis oluliselt ehitussektorit. Magistritöö eesmärk oli uurida, kuidas on mõjutanud ettevõtte näitajaid aktsiate börsil noteerimine ja majanduskriis ning sellele tuginedes otsustada, kas Nordecon AS on investori seisukohast ettevõtte, kuhu tasuks investeerida.

Magistritöö on suunatud peamiselt investoritele, kes plaanivad investeerida ettevõttesse ning soovivad ettevõtte varasemast tegevusest ning ettevõtte tulemustest ülevaadet saada. Huvitatud võivad olla ka need inimesed, kes juba on investeerinud Nordecon AS-i. Samuti võib magistritöös teostatud analüüs huvitada paljusid teisi huvigruppe, näiteks konkurente, tarnijaid, kliente, laenuandjaid ning töötajaid.

Tolleaegse AS Eesti Ehituse aktsiate börsil noteerimine 2006. aasta mais tuli paljudele üllatusena. Kuigi uue ettevõtte lisandumist börsile peeti heaks uudiseks, oli asjaolusid, mis Eesti Ehituse edu börsil kahtluse alla seadsid. Sellegipoolest tõusis Nordecon AS-i aktsia hind oluliselt, saavutades 2007. aasta veebruaris kõige kõrgema taseme. Sellele järgnes kiire langus ning alates aastast 2011 on aktsia hind olnud küllaltki stabiilne. Aktsia keskmine hind on püsinud umbes 1 euro piires. Aktsia tootlus on 31.12.2016 seisuga alates börsil noteerimisest langenud 56,18% võrra. Samuti on kaubeldud aktsiate arv ning tehingute maht iga aastaga aina vähenenud, millest võib arvata investorite huvi vähenemist. Sellest võib arvata, et investorite huvi ettevõtte aktsia vastu on väike.

Juhatuse ja nõukogu liikmed on kõik omandanud kõrghariduse (peamiselt on esindatud Tallinna Tehnikaülikooli ja Tartu Ülikooli majandus- või ehitusalase kõrgharidusega inimesed). Samuti on juhatuse ja nõukogu liikmetel pikaajalised kogemused teistes suurtes Eesti ettevõtetes (sh börsiettevõtetes). Perioodil 2005–2016 võib esile tuua nelja inimest, kes on kogu analüüsitava perioodi olnud juhatuses või nõukogus. Nendeks on Toomas Luman, Meelis Milder, Jaano Vink ning Andri Hõbemägi. Perioodil 2017–2018 vahetus kogu töös analüüsitud juhatuse koosseis.

Kasumiaruande vertikaalanalüüsisist selgus, et müüdüd teenuste ja kaupade suhe müügitulusse on väga kõrge (üle 90%). Sellest tulenevalt jääb ettevõttel muude tegevuseks vajalike kulude tasumiseks väga väike osa müügitulust. Teine suurem kulurühm on üld- ja halduskulud. Finantsseisundi aruande vertikaalanalüüsisist selgus, et ettevõttel on käibevara põhivarast rohkem. Käibevara koosneb peamiselt nõuetest ja varudest, põhivara peamiselt materiaalsest ja immateriaalsest põhivarast. Kohustisi on ettevõttel olnud alati oluliselt suuremas mahus kui omakapitali. Omakapitali osatähtsuses toimus suurem muutus 2006. aastal, kui eelneva perioodiga võrreldes suurenes omakapital 20,2%-lt 35,8%-ni, mis tõttu kohustiste osatähtsus kogupassivas langes 79,8%-lt 64,2%-ni. Kohustistest moodustavad suurema osa lühiajalised kohustised, pikaajalisi kohustisi on väga vähe.

Raha puhaskäive on kõikunud suures ulatuses. Raha puhaskäive oli äärmiselt madal 2010. aastal. Raha puhaskäive põhitegevusest on olnud analüüsitava perioodi jooksul positiivne, välja arvatud aastal 2010. Selle olukorra tingis paljude asjaolude koosmõju. Rahajäägi muutus investeerimis- ja finantseerimistegevusest on valdavalt negatiivne.

Töö käigus analüüsiti paljusid olulisi finantsnäitajaid. Likviidsussuhtarvud on ettevõttel küllaltki kehvad. Puhaskäibekapital on kõik aastad olnud positiivne, kuid on muutunud aastate jooksul väga suures ulatuses. Võlakordaja on olnud küllaltki kõrge, moodustades ligikaudu 2/3 kogukapitalist. Seega finantseerib ettevõtte vara suures mahus võõrkapitaliga. Tasuvusnäitajate puhul oli langust märgata alates aastast 2008. 2010. aastal olid kõik magistritöös kasutatud rentaablussuhtarvud (müügikäibe bruto-, äri-, puhasrentaablus ning vara ja omakapitali puhasrentaablus) negatiivsed. Vahepeal peatas ettevõtte dividendide maksmise. Perioodil 2010–2013 oli Nordecon AS-i dividendimäär 0%.

Creditinfo Eesti AS 2016. aasta pankrotiuuringu põhjal kuulub ehitussektor nende kolme tegevusala hulka, kus tegutsevad ettevõtted kõige suurema tõenäosusega pankrotistuvad. Pankrotianalüüsis kasutas autor kolme E. Altmani pankrotiohu prognoosimudelit. Mudelid andsid veidi erinevaid tulemusi. Peamiselt näitasid pankrotimudelid, et ettevõtte asub nii-öelda hallis tsoonis. Head finantsolukorda näitasid erinevad pankrotimudelid aastatel 2006–2008 ning pankrotiohtu aastatel 2010–2012.

Ehitussektor on väga sõltuv ehitusturul toimuvatest muutustest. Ettevõtte tulemusi mõjutab majanduse olukord nii Eesti siseselt kui ka maailmas üldiselt, suur konkurentide arv, muutused

nõudluses ning oluline roll ettevõtte tulemustel on ka ehituseks vajalike sisendite hindade tõusul. See võib tähendada, et tulenevalt konkurentsist ning hinnasurvest tuleb võtta vastu ka väikese tasuvusega projekte, mis aga võivad ootamatult kujuneda koguni kahjumlikeks. Ettevõtet analüüsidest selgus, et ettevõtte tegeleb aktiivselt sellega, et näha ette turul toimuvaid muutusi ja kohandada ettevõtte tegevust sellele vastavalt. Ettevõtte tegeleb aktiivselt riskide hajutamisega.

# **SUMMARY**

## **ANALYSIS OF THE FINANCIAL REPORTS OF NORDECON AS**

Elina Einholm

Nordecon AS (former AS Eesti Ehitus) is an Estonia construction company founded in 1989, which has become one of the biggest building groups in Estonia. Since May 2006, the shares of Nordecon AS are quoted on the main list of Tallinn Stock Exchange. The activity of Nordecon AS depends much on the economic situation, primarily on the situation in the construction and real estate sector.

The Master's thesis analyses the activity of Nordecon AS at Estonian and foreign markets, the background of the management board and council and annual reports and financial results during the period from 2005 up to 2016. This period includes the quoting of shares at the stock exchange and the economic recession period. The Master's thesis is based on information reflected on financial statements of Nordecon AS and other information publicly accessible.

The aim of the Master's thesis is to study how quoting shares on the stock exchange and economic recession has influenced the enterprise's indicators and based on that decide whether Nordecon AS is an enterprise worth investing into from the investor's point of view.

For the accomplishment of the aim of the paper the author has established research tasks as follows:

- To give an overview of the enterprise's activity so far;
- To analyse the enterprise's financial indicators by applying horizontal and vertical analysis;
- To carry out the analysis of ratio;
- To study whether bankruptcy models showed any danger to the company's sustainability during the studied period;

- To analyse the share of Nordecon AS from the investor's point of view.

The Master's thesis is targeted to those people who plan to invest into the company and want to get an overview of the company's earlier activities and results. People who have already invested into Nordecon AS may also be interested. The analysis completed within the Master's thesis may be interesting for many other target groups (e.g. competitors, suppliers, clients, creditors and employees) as well.

The quoting of the shares of AS Eesti Ehitus - the predecessor of Nordecon AS in May 2006 came as a surprise for many people. Although the appearance of a new company at the stock exchange was considered to be good news, there were circumstances that put the success of Eesti Ehitus at the stock market under suspicion. Despite that the price of the share increased significantly and in February 2007 it reached its highest level. A fast decline followed and since 2011 the share has been rather stable without any major increase. The price of the share has dominantly been a little over one Euro. The rate of return of the share as of 31.12.2016 -since the share was quoted at the stock exchange has decreased by 56.18%. Also, the number of traded shares and the capacity of transactions have decreased every year due to the decreasing interest among investors.

All members of the management board and council have acquired higher education (mainly higher education in the area of economics and construction in Tallinn University of Technology and Tartu University). The members of the management board and council have long-term experience in other Estonian enterprises (including publicly traded companies). During the period 2005–2016 there were four people, who belonged to the board or council during the entire period analysed. These people are Toomas Luman, Meelis Milder, Jaano Vink and Andri Hõbemägi. During the years 2017–2018 all the members of the board were exchanged.

The vertical analysis of the profit statement shows that the ratio of sold services and goods against the sales revenue was very high (over 90%). Due to that the company has a very small part of the sales return for the payment of other expenses. The second bigger expenditure group includes general and administrative expenses. The vertical analysis of financial report shows that the company has more current assets than fixed assets. The current assets include mainly claims and stock, the fixed assets include mainly tangible and intangible assets. The company's amount of liabilities has always been bigger than equity capital. A major change in the importance of equity capital took place in 2006 when compared to the previous period the equity capital increased from

20.2% to 35.8%, which means that the importance of liabilities in total passive decreased from 79.8% to 64.2%. The majority of liabilities are short-term; the amount of long-term liabilities is very small.

The cash net turnover has been fluctuating within a wide range. Cash net turnover from the main activity has been positive during the analysed period, except in 2010. The change of cash residue from investing and financing activity has mainly been negative.

Many important financial indicators are analysed in the paper. The company's liquidity ratios have always been relatively low. The net working capital has been positive throughout the years; however, it has changed in a very big range within these years. The debt coefficient has been relatively high, forming approximately 2/3 of the total capital. Hence – the company has been financing its assets from foreign capital in a considerable amount. As for performance indicators, a decline is observed since 2008. In 2010 all profitability ratios calculated in the Master's thesis (gross, business and net profitability of sales turnover and net profitability of assets and equity capital) were negative. Due to modest financial indicators the company halted the payment of dividends. During the years 2010–2013 the dividend rate of Nordecon AS was 0%.

Building sector belongs to these three activity areas in which companies most probably may go bankrupt. In the bankruptcy analysis the author used several bankruptcy risk models by E. Altman. Bankruptcy models gave slightly different results. The bankruptcy models mainly showed that the company is in the so-called grey zone. Good financial situation was indicated by bankruptcy models during the years 2006–2008 and a bankruptcy hazard during 2010–2012.

The building sector greatly depends on the changes taking place at the building market. The results of the company are influenced by the economic situation both – in Estonia and in the world in general, a big number of competitors, changes in demand and an important role in the results of the company are played by the increase of the prices of the required input. It may mean that due to competition and price pressure less profitable projects have to be accepted although they may become non-profitable unexpectedly. The analysis of the company shows that the company is actively dealing with it in order to be able to predict changes at the market and adjust the company's activity according to it and mitigate risks correspondingly.



## KASUTATUD ALLIKAD

- Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. – *The Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, 589–609.
- Alver, J., Reinberg, L. (2002). *Juhtimisarvestus*. 2. tr. Tallinn: Deebet.
- Alver, L., Alver, J. (2017). *Finantsarvestus*. 3. tr. Tallinn: Deebet.
- AS Eesti Ehitus 2006. majandusaasta aruanne.
- AS Eesti Ehitus 2007. konsolideerimisgrupi majandusaasta aruanne.
- AS Nordecon International 2008. kontserni majandusaasta aruanne.
- Baran, D., Pastýr, A., Baranová, D. (2016). Financial analysis of a selected company. – *Research Papers. Faculty of Materials Science and Technology in Trnava*, Vol. 24, No. 37, 73–92.
- Bellovary, J. L., Giacomino, D. E., Akers, M. D. (2007). A Review of Bankruptcy Prediction Studies: 1930 to Present. – *Journal of Financial Education*, Vol. 33, 1–42.
- Breuer, A., Frumușanu, M. L., Breuer, B. L., Manciu, A. (2012). Cash and liquidity/liquidity and liquidity ratio. – *Analele Universității Constantin Brâncuși Din Târgu Jiu: Seria Economie*. Vol. 4, 78–82.
- Delen, D., Kuzey, C., Uyar, A. (2013). Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach. – *Expert Systems with Applications*, Vol. 40, 3970–3983.
- Eesti Statistikaamet. (2018) EM008: ettevõtete lisandväärtus ja tootlikkusnäitajad tegevusala (EMTAK 2008) ja tööga hõivatud isikute arvu järgi. – [E-andmebaas] <http://pub.stat.ee> (25. aprill 2018)
- Ehitusmahud jäid varasema aasta tasemele*. (2014). Eesti Statistikaamet. Kättesaadav: <https://www.stat.ee/pressiteade-2014-025>, 1. märts 2018.
- Ehitusmahud kasvasid mullu enam kui neljandiku*. (2012). Eesti Statistikaamet. Kättesaadav: <https://www.stat.ee/pressiteade-2012-035>, 1. märts 2018.
- Ehitusmahud mullu suurenesid*. (2017). Eesti Statistikaamet. Kättesaadav: <https://www.stat.ee/pressiteade-2017-020>, 1. märts 2018.
- Ehitusmahud mullu vähenesid*. (2015). Eesti Statistikaamet. Kättesaadav: <https://www.stat.ee/pressiteade-2015-023>, 1. märts 2018.

- Ehitusmahud mullu vähenesid.* (2016). Eesti Statistikaamet. Kättesaadav: <https://www.stat.ee/pressiteade-2016-021>, 1. märts 2018.
- Ehitusmahud vähenesid mullu enam kui neljandiku.* (2010). Eesti Statistikaamet. Kättesaadav: <https://www.stat.ee/pressiteade-2010-030>, 1. märts 2018.
- Fawzi, N. S., Kamaluddin, A., Sanusi, Z. M. (2015). Monitoring Distressed Companies through Cash Flow Analysis. – *Procedia Economics and Finance*, Vol. 28, 136–144.
- Fridson, M., Alvarez, F. (2011). *Financial Statement Analysis. A Practitioner Guide*. 4th ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Gabral, K. (2013). "*Olen rahul, et saan temast vabaks*". Kättesaadav: [https://www.aripaev.ee/uudised/2013-09-27/olen\\_rahul\\_et\\_saan\\_temast\\_vabaks](https://www.aripaev.ee/uudised/2013-09-27/olen_rahul_et_saan_temast_vabaks), 25. märts 2018
- Gallinger, G. W., Healey, P. B. (1991). *Liquidity Analysis and Management*. 2nd ed. Addison-Wesley Publishing Company, Inc.
- Gibson, C. H. (2013). *Financial Statement Analysis*. 13th ed. South-Western, Cengage Learning.
- Grice, J. S., Ingram, R. W. (2001). Tests of the generalizability of Altman's bankruptcy prediction model. – *Journal of Business Research*, Vol. 54, No. 1, 53–61.
- Ivask, P. (2017). *Meelis Milderi firma müüis osaluse Baltikas*. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/borsiuudised/2017/08/30/baltika-osalustes-muudatused>, 1. aprill 2018.
- Kõomägi, M. (2006). *Ärerahendus*. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.
- Liang, D., Lu, C.-C., Tsai, C.-F., Shih, G.-A. (2016). Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction: A comprehensive study. *European Journal of Operational Research*, Vol. 252, 561–572.
- Maricica, M., Georgeta, V. (2012). Business Failure Risk Analysis using Financial Ratios. – *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 62, 728–732.
- Nasdaq Baltic. *Nordecon*. Kättesaadav: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100039496&list=2&currency=EUR&pg=details&tab=historical&lang=et&date=&start=18.05.2006&end=31.12.2016>, 29. märts 2018
- Nordecon AS 2010. konsolideeritud majandusaasta aruanne.
- Nordecon AS 2011. konsolideeritud majandusaasta aruanne.
- Nordecon AS 2012. konsolideeritud majandusaasta aruanne.
- Nordecon AS 2013. konsolideeritud majandusaasta aruanne.

- Nordecon AS 2014. konsolideeritud majandusaasta aruanne.
- Nordecon AS 2015. konsolideeritud majandusaasta aruanne.
- Nordecon AS 2016. konsolideeritud majandusaasta aruanne.
- Nordecon AS 2017. konsolideeritud majandusaasta aruanne.
- Nordecon International AS 2009. konsolideeritud majandusaasta aruanne.
- Nordeconi nõukogu kutsus tagasi juhatuse liikme Sulev Luiga.* (2009). Äripäev. Kättesaadav: [https://www.aripaev.ee/uudised/2009/10/16/Nordeconi\\_noukogu\\_kutsus\\_tagasi\\_juhatus\\_e\\_liikme\\_Sulev\\_Luiga](https://www.aripaev.ee/uudised/2009/10/16/Nordeconi_noukogu_kutsus_tagasi_juhatus_e_liikme_Sulev_Luiga), 1. aprill 2018.
- OÜ Bauschmidt.* Äripäev. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/profiilid?id=3304&profile=bauschmidt>, 25. märts 2018.
- Palepu, K. G., Healy, P. M. (2013). *Business Analysis and Valuation Using Financial Statements*. 5th ed. Mason, Ohio: South-Western, Cengage Learning.
- Pankrotid Eestis 2016. Paneeluuring.* (2016). Creditinfo Eesti AS. Kättesaadav: <https://web.creditinfo.ee/pankrotid2016.pdf>, 20. märts 2018.
- Petrisor, M. B., Lupu, D. (2013). The Forecast of Bankruptcy Risk Using Altman Model. – *The USV Annals of Economics and Public Administration*, Vol. 13, No. 2 (18), 154–161.
- Reinap, A. (2006). *Eesti Ehitus tuleb segasel ajal börsile.* Kättesaadav: <https://majandus24.postimees.ee/1547251/eesti-ehitus-tuleb-segasel-ajal-borsile>, 15. märts 2018.
- Rünkla, J. (1996). *Ettevõtte finantsseisund, konkurents ja strateegia.* Tallinn: Külim.
- Rybárová, D., Braunová, M., Jantošová, L. (2016). Analysis of the Construction Industry in the Slovak Republic by Bankruptcy Model. – *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 230, 298–306.
- Sandor Liive.* LinkedIn. Kättesaadav: <https://ee.linkedin.com/in/sandor-liive-9579384>, 29. märts 2018.
- Siegel, J. G., Shim, J. K., Hartman, S. W. (1992). *The McGraw-Hill Pocket Guide to Business Finance – 201 Decision-Making Tools for Managers.* New York: McGraw-Hill, Inc.
- Siegel, J. G., Shim, J. K., Minars, D. (1993). *The Financial Troubleshooter: Spotting and Solving Financial Problems in Your Company.* New York: McGraw-Hill, Inc.
- Sinisaar, M. (2013). Ehitus buumist kriisini. – *Eesti Statistika Kvartalikirj 4/2013.* (Toim.) E. Narusk. Tallinn: Eesti Statistikaamet, 6–13.

- Sormunen, R. (2006). *Eesti Ehitus üllatas börsiletulekuga*. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/uudised/2006/05/02/eesti-ehitus-ullatas-borsiletulekuga>, 15. märts 2018.
- Sulev Luiga. LinkedIn. Kättesaadav: <https://ee.linkedin.com/in/sulevluiga>, 09. mai 2018.
- Taffler, R. J. (1982). Forecasting Company Failure in the UK Using Discriminant Analysis and Financial Ratio Data. – *Journal of the Royal Statistical Society*, Vol. 145, No. 3, 342–358.
- Tarnóczi, T., Fenyves, V. (2011). Liquidity management and corporate risk. *Annals of the University of Oradea: Economic Science*, Vol. 20(1), 530–536.
- Tearu, A., Krumm, E. (2005). *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Tallinn: Pegasus.
- Terminite sõnastik. Eesti Statistikaamet. Kättesaadav: <https://www.stat.ee/76870#e>, 1. märts 2018.
- Tomczak, S. (2014). Comparative analysis of liquidity ratios of bankrupt manufacturing companies. – *Business and Economics Horizons*, Vol. 10, No. 3, 151–164.
- Toomas Luman. Nordic Contractors. Kättesaadav: <http://www.nordiccontractors.com/7217>, 11. märts 2018.
- Vasiu, D. E., Baltas, N., Gheorghe, I. N. (2015). Liquidity ratios. A structural and dynamic analysis, during 2006–2012, of the companies having the business line in industry and construction, listed and traded on the Bucharest Stock Exchange. – *Theoretical and Applied Economics*, Vol. 22, No. 3(604), 187–206.
- Vause, B. (2009). *Guide to Analysing Companies*. 5th ed. London: Profile Books Ltd.
- Väikenurm, M. (2017). *Saneerimist üritanud Bauschmidt läheb ikkagi pankrotti*. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/uudised/2017/03/09/saneerimist-uritanud-bauschmidt-laheb-ikkagi-pankrotti?kmi=%252BmANAvbNT3fQdsiObggZIJ4MMzI%253D>, 12. märts 2018.
- Weygandt, J. J., Kieso, D. E., Kimmel, P. D. (2003). *Financial Accounting*. 4th ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- White, G. I., Sondhi, A. C., Fried, D. (1998). *The Analysis and Use of Financial Statements*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.

**LISAD**

## Lisa 1. Kontserni ettevõtted

Ettevõtte ärinimi	Asukohamaa	Osalus 31.12.2016 (%)
<b>Tütarettevõtted</b>		
Nordecon Betoon OÜ	Eesti	52
Eston Ehitus AS	Eesti	100
Järva Teed AS	Eesti	100
Hiiu Teed OÜ	Eesti	100
Kaurits OÜ	Eesti	66
EE Ressursid OÜ	Eesti	100
Kalda Kodu OÜ	Eesti	100
Magasini 29 OÜ	Eesti	100
Eurocon OÜ*	Eesti	100
Eurocon Vara OÜ	Eesti	100
SWENCN OÜ	Eesti	60
Eurocon Ukraine TOV	Ukraina	100
Instar Ukraine TOV*	Ukraina	98
Estcon OY	Soome	52
Nordecon Statyba UAB	Leedu	80
SWENCN AB	Rootsi	60
OÜ Eesti Ehitus*	Eesti	100
OÜ Aspi*	Eesti	100
OÜ Linnaehitus*	Eesti	100
Infra Ehitus OÜ*	Eesti	66
Eurocon Bud TOV*	Ukraina	100
OÜ Paekalda 2*	Eesti	100
OÜ Paekalda 3*	Eesti	100
OÜ Paekalda 7*	Eesti	100
OÜ Paekalda 9*	Eesti	100
<b>Sidusettevõtted</b>		
V.I. Center TOV*	Ukraina	44
Technopolis-2 TOV*	Ukraina	50
Kastani Kinnisvara OÜ	Eesti	26
Embach Ehitus OÜ	Eesti	46
Pigipada OÜ	Eesti	49
<b>Ühisettevõtted</b>		
Unigate OÜ*	Eesti	50

Allikas: autori koostatud, aluseks (Nordecon AS ... 2016, 13; 68)

Märkused:

1. \* tähistab aktiivse majandustegevuse puudumist.
2. Aastal 2017 müüdi AS Merko Ehitusele osalus Unigate OÜ, OÜ Paekalda 2, OÜ Paekalda 3, OÜ Paekalda 7, OÜ Paekalda 9. (Nordecon AS ... 2017, 16)

## Lisa 2. Müügitulu jaotus

Müügitulu hoonete segmendis	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Korterelamud (%)	34	22	18	5	3	3	10	6	11	14	17	11
Ühiskondlikud hooned (%)	30	16	7	21	36	45	35	18	14	19	18	35
Tööstus- ja laohooned (%)	20	12	33	29	35	40	36	10	16	9	24	17
Ärihooned (%)	16	50	42	45	26	12	19	66	59	58	41	37
KOKKU (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

Müügitulu rajatiste segmendis	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Teedeehitus ja -hooldus (%)	86	81	72	54	51	47	62	49	45	41	58	56
Muud rajatised (%)	9	14	19	26	27	35	28	31	25	13	0	44
Keskkonnaehitus (%)	5	4	7	12	7	8	9	8	6	13	27	–
Inseneriehitus (sh vesiehitus) (%)	0	1	2	8	15	10	1	12	24	33	14	–
KOKKU (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

Märkused:

2005. aastal ei olnud rajatiste segmendi kohta detailset ülevaadet.

Geograafilised turud	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Eesti (%)	93	96	94	95	98	97	94	86	80	88	91	93
Rootsi (%)	4	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Ukraina (%)	2	3	2	–	–	–	2	3	12	11	9	7
Soome (%)	1	1	4	5	2	2	1	–	–	–	–	–
Valgevene (%)	–	–	–	–	–	1	3	–	–	–	–	–
Läti (%)	–	–	–	–	–	–	–	11	6	–	–	–
Leedu (%)	–	–	–	–	–	–	–	–	2	1	–	–
KOKKU (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

### Lisa 3. Koondkasumiaruanded aastatel 2005–2016 (tuhandetes eurodes)

Kasumiaruande kirje/rühm	2016	2015	2014	2013
Müügitulu	183 329	145 515	161 289	173 651
Müüdnud teenuste ja kaupade kulu	(172 350)	(136 484)	(151 476)	(162 342)
<b>Brutokasum (kahjum)</b>	<b>10 979</b>	<b>9 031</b>	<b>9 813</b>	<b>11 309</b>
Turunduskulud	(413)	(412)	(558)	(452)
Üldhalduskulud	(6 106)	(5 026)	(5 656)	(4 922)
Muud äritulud	362	464	792	464
Muud ärikulud	(614)	(124)	(376)	(1 096)
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>4 208</b>	<b>3 933</b>	<b>4 015</b>	<b>5 303</b>
Finantstulud	463	655	738	668
Finantskulud	(1 088)	(4 383)	(2 301)	(1 027)
sh intressikulud	(681)	(770)	(1001)	(1055)
<b>Finantstulud ja –kulud kokku</b>	<b>(625)</b>	<b>(3 728)</b>	<b>(1 563)</b>	<b>(359)</b>
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	609	226	85	(170)
<b>Maksustamiselne kasum (kahjum)</b>	<b>4 192</b>	<b>431</b>	<b>2 537</b>	<b>4 774</b>
Tulumaks	(259)	(257)	(239)	(135)
<b>Puhaskasum (kahjum)</b>	<b>3 933</b>	<b>174</b>	<b>2 298</b>	<b>4 639</b>
Muu koondkasum (kahjum):				
Tulevikus ümber klassifitseeritavad kirjed puhaskasumisse või -kahjumisse				
Realiseerumata kursivahed	191	587	1 069	106
Kokku muu koondkasum (kahjum)	191	587	1 069	106
<b>KOKKU KOONDKASUM (KAHJUM)</b>	<b>4 124</b>	<b>761</b>	<b>3 367</b>	<b>4 745</b>
Puhaskasum (kahjum):				
emaettevõtte aktsionäridele kuuluv osa	3 044	179	1 956	4 642
mittekontrollivale osalusele kuuluv osa	889	(5)	342	(3)
<b>Kokku puhaskasum (kahjum)</b>	<b>3 933</b>	<b>174</b>	<b>2 298</b>	<b>4 639</b>
Koondkasum (kahjum):				
emaettevõtte aktsionäridele kuuluv osa	3 235	766	3 025	4 748
mittekontrollivale osalusele kuuluv osa	889	(5)	342	(3)
<b>Kokku koondkasum (kahjum)</b>	<b>4 124</b>	<b>761</b>	<b>3 367</b>	<b>4 745</b>
Aruandeperioodi puhaskasum aktsia kohta emaettevõtte aktsionäridele:				
Tavapuhaskasum aktsia kohta (eurodes)	0,10	0,01	0,06	0,15
Lahustatud puhaskasum aktsia kohta (eurodes)	0,10	0,01	0,06	0,15

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016



Kasumiaruande kirje/rühm	2012	2011	2010	2009
Müügitulu	159 422	147 802	99 312	154 594
Müüdüd teenuste ja kaupade kulu	(151 205)	(147 608)	(100 012)	(145 883)
<b>Brutokasum (kahjum)</b>	<b>8 217</b>	<b>194</b>	<b>(700)</b>	<b>8 711</b>
Turunduskulud	(389)	(317)	(401)	(602)
Üldhalduskulud	(5 385)	(4 641)	(4 887)	(8 002)
Muud äritulud	810	806	820	1 636
Muud ärikulud	(566)	(672)	(3 807)	(9 843)
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>2 687</b>	<b>(4 630)</b>	<b>(8 975)</b>	<b>(8 100)</b>
Finantstulud	622	938	3 059	5 529
Finantskulud	(1 248)	(1 086)	(6 338)	(2 169)
sh intressikulud	(1097)	(993)	(1055)	(1703)
<b>Finantstulud ja –kulud kokku</b>	<b>(626)</b>	<b>(148)</b>	<b>(3 279)</b>	<b>3 360</b>
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	(79)	100	(517)	(490)
<b>Maksustamiseelne kasum (kahjum)</b>	<b>1 982</b>	<b>(4 678)</b>	<b>(12 771)</b>	<b>(5 230)</b>
Tulumaks	(56)	(3)	33	(487)
<b>Puhaskasum (kahjum)</b>	<b>1 926</b>	<b>(4 708)</b>	<b>(12 738)</b>	<b>(5 717)</b>
Muu koondkasum (kahjum):				
Tulevikus ümber klassifitseeritavad kirjed puhaskasumisse või -kahjumisse				
Realiseerumata kursivahed	59	(329)	(28)	58
Kokku muu koondkasum (kahjum)	59	(329)	(28)	58
<b>KOKKU KOONDKASUM (KAHJUM)</b>	<b>1 985</b>	<b>(5 037)</b>	<b>(12 766)</b>	<b>(5 659)</b>
Puhaskasum (kahjum):				
emaettevõtte aktsionäridele kuuluv osa	1 477	(5 304)	(11 811)	(2 923)
mittekontrollivale osalusele kuuluv osa	449	596	(927)	(2 794)
<b>Kokku puhaskasum (kahjum)</b>	<b>1 926</b>	<b>(4 708)</b>	<b>(12 738)</b>	<b>(5 717)</b>
Koondkasum (kahjum):				
emaettevõtte aktsionäridele kuuluv osa	1 536	(5 924)	(11 839)	(2 865)
mittekontrollivale osalusele kuuluv osa	449	887	(927)	(2 794)
<b>Kokku koondkasum (kahjum)</b>	<b>1 985</b>	<b>(5 037)</b>	<b>(12 766)</b>	<b>(5 659)</b>
Aruandeperioodi puhaskasum aktsia kohta emaettevõtte aktsionäridele:				
Tavapuhaskasum aktsia kohta (eurodes)	0,05	(0,17)	(0,38)	(0,09)
Lahustatud puhaskasum aktsia kohta (eurodes)	0,05	(0,17)	(0,38)	(0,09)

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

Märkused:

1. jaanuarist 2009. aastal hakkas kehtima IFRS standardi muudatus ning sellest tulenevalt hakati esitama koondkasumiaruannet (Nordecon International AS ... 2009, 44). Võrreldavuse tagamiseks on koondkasumiaruanne esitatus ka 2008. aasta kohta. Varasemate perioodide kohta koondkasumiaruanne puudub.

Kasumiaruande kirje/rühm	2008	2007	2006	2005
Müügitulu	247 205	239 798	160 025	107 017
Müüdüd teenuste ja kaupade kulu	(224 330)	(207 844)	(140 434)	(95 764)
<b>Brutokasum</b>	<b>22 875</b>	<b>31 954</b>	<b>19 591</b>	<b>11 253</b>
Turunduskulud	(512)	(326)	–	–
Üldhalduskulud	(11 666)	(11 093)	(8 036)	(4 633)
Muud äritulud	4 087	1 049	1 844	1 189
Muud ärikulud	(1 460)	(1 934)	(326)	(279)
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>13 324</b>	<b>19 651</b>	<b>13 072</b>	<b>7 530</b>
Finantstulud	6 192	2 012	1 176	408
Finantskulud	(4 347)	(1 919)	(1 217)	(707)
sh intressikulud	(2421)	(1131)	(855)	(478)
<b>Finantstulud ja –kulud kokku</b>	<b>1 844</b>	<b>93</b>	<b>(42)</b>	<b>(299)</b>
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	(1 582)	(203)	(63)	(1)
<b>Maksustamiseelne kasum (kahjum)</b>	<b>13 587</b>	<b>19 541</b>	<b>12 968</b>	<b>7 230</b>
Tulumaks	(2 638)	(1 021)	(820)	(1 224)
<b>Puhaskasum (kahjum)</b>	<b>10 949</b>	<b>18 520</b>	<b>12 148</b>	<b>6 006</b>
Muu koondkasum (kahjum):				
Tulevikus ümber klassifitseeritavad kirjed puhaskasumisse või -kahjumisse				
Realiseerumata kursivahed	(407)	–	–	–
Kokku muu koondkasum (kahjum)	(407)	–	–	–
<b>KOKKU KOONDKASUM (KAHJUM)</b>	<b>10 542</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>
Puhaskasum (kahjum):				
emaettevõtte aktsionäridele kuuluv osa	9 304	17 095	11 313	5 548
mittekontrollivale osalusele kuuluv osa	1 645	1 425	835	458
<b>Kokku puhaskasum (kahjum)</b>	<b>10 949</b>	<b>18 520</b>	<b>12 148</b>	<b>6 006</b>
Koondkasum (kahjum):				
emaettevõtte aktsionäridele kuuluv osa	8 891	–	–	–
mittekontrollivale osalusele kuuluv osa	1 651	–	–	–
<b>Kokku koondkasum (kahjum)</b>	<b>10 542</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>
Aruandeperioodi puhaskasum aktsia kohta emaettevõtte aktsionäridele:				
Tavapuhaskasum aktsia kohta (eurodes)	0,30	0,56	0,37	0,41
Lahustatud puhaskasum aktsia kohta (eurodes)	0,30	0,56	0,37	0,41

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

Märkused:

2006. aastal on analüüsi aluseks võetud korrigeeritud kasumiaruanne.
- 2005–2006 on kajastatud turunduskulud üldhalduskulude ja muude ärikulude hulgas (AS Nordecon International ... 2008, 47).

#### Lisa 4. Finantsseisundi aruanded aastatel 2005–2016 (tuhandetes eurodes)

Bilansikirje/-rühm	31.12. 2016	31.12. 2015	31.12. 2014	31.12. 2013	31.12 2012	31.12. 2011
Raha ja raha ekvivalendid	9 786	6 332	8 802	12 575	10 231	9 908
Lühiajalised finantsinvesteeringud	0	0	0	0	0	0
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	21 055	17 503	23 235	28 101	42 896	34 645
Ettemaksed	1 644	1 599	1 201	1 923	1 840	2 610
Tulumaksu nõuded	0	0	0	0	0	0
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	0	0	0	0	0
Varud	22 992	23 603	24 788	23 785	26 243	24 120
Müügiotel põhivara	0	0	0	0	0	242
<b>Käibevara kokku</b>	<b>55 477</b>	<b>49 037</b>	<b>58 026</b>	<b>66 384</b>	<b>81 210</b>	<b>71 525</b>
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	0	0	0	0	0
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringud	1 640	1 179	694	566	202	199
Pikaajalised finantsinvesteeringud	26	26	26	26	26	26
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	10 816	10 516	11 211	10 645	1 554	2 504
Kinnisvarainvesteeringud	4 929	4 929	3 549	3 549	4 930	4 930
Materiaalne põhivara	11 111	9 623	9 319	9 030	8 851	7 437
Immateriaalne põhivara	14 623	14 609	14 633	14 494	14 857	14 960
<b>Põhivara kokku</b>	<b>43 145</b>	<b>40 882</b>	<b>39 432</b>	<b>38 310</b>	<b>30 420</b>	<b>30 056</b>
<b>VARA KOKKU</b>	<b>98 622</b>	<b>89 919</b>	<b>97 458</b>	<b>104 694</b>	<b>111 630</b>	<b>101 581</b>
Laenukohustused	6 297	15 715	20 588	23 875	27 185	19 130
Võlad hankijatele	29 811	22 538	26 267	26 372	31 968	27 403
Muud võlad	5 389	5 475	7 542	7 982	5 014	4 930
Ettemaksed	4 128	3 233	1 786	6 102	11 404	10 587
Eraldised	753	825	799	913	521	485
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>46 378</b>	<b>47 786</b>	<b>56 982</b>	<b>65 244</b>	<b>76 092</b>	<b>62 535</b>
Pikaajalised laenukohustused	13 102	5 098	3 145	3 303	3 671	9 513
Võlad hankijatele	98	104	109	156	259	199
Muud võlad	117	96	96	96	96	96
Eraldised	881	768	759	969	1 210	841
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>14 198</b>	<b>6 066</b>	<b>4 109</b>	<b>4 524</b>	<b>5 236</b>	<b>10 649</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>60 576</b>	<b>53 852</b>	<b>61 091</b>	<b>69 768</b>	<b>81 328</b>	<b>73 184</b>

Bilansikirje/-rühm	31.12. 2016	31.12. 2015	31.12. 2014	31.12. 2013	31.12 2012	31.12. 2011
Aktiakapital	19 720	20 692	20 692	19 657	19 657	19 657
Omaaktsiad	(1 550)	(1 582)	(1 582)	0	0	0
Ülekurs	564	547	547	0	0	0
Kohustuslik reservkapital	2 554	2 554	2 554	2 554	2 554	2 554
Realiseerumata kursivahed	1 549	1 358	771	(298)	(404)	(463)
Jaotamata kasum	13 091	10 970	11 714	10 681	6 039	4 563
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv omakapital	35 928	34 539	34 696	32 594	27 846	26 311
Mittekontrolliv osalus	2 118	1 528	1 671	2 332	2 456	2 086
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>38 046</b>	<b>36 067</b>	<b>36 367</b>	<b>34 926</b>	<b>30 302</b>	<b>28 397</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>98 622</b>	<b>89 919</b>	<b>97 458</b>	<b>104 694</b>	<b>111 630</b>	<b>101 581</b>

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

Bilansikirje/-rühm	31.12. 2010	31.12. 2009	31.12. 2008	31.12. 2007	31.12. 2006	31.12. 2005
Raha ja raha ekvivalendid	5 818	14 392	18 930	15 090	9 969	10 702
Lühiajalised finantsinvesteeringud	0	0	0	0	137	1 600
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	31 266	41 204	52 100	47 901	31 311	19 228
Ettemaksed	1 060	1 955	6 142	3 648	1 756	634
Tulumaksu nõuded	0	0	205	139	0	0
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	0	0	122	65	0
Varud	24 982	24 883	22 874	23 086	16 957	6 376
Müügiootel põhivara	321	295	0	2 771	0	0
<b>Käibevara kokku</b>	<b>63 447</b>	<b>82 729</b>	<b>100 252</b>	<b>92 754</b>	<b>60 193</b>	<b>38 540</b>
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	0	50	0	0	0
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringud	99	140	379	2 887	1 354	1 362
Pikaajalised finantsinvesteeringud	26	26	48	26	19	22
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	2 215	2 130	6 770	4 224	2 087	665
Kinnisvarainvesteeringud	4 930	5 623	7 464	8 563	1 547	2 339
Materiaalne põhivara	9 038	13 045	16 828	14 172	14 295	8 620
Immateriaalne põhivara	15 486	17 143	19 505	17 462	10 548	8 426
<b>Põhivara kokku</b>	<b>31 794</b>	<b>38 107</b>	<b>51 043</b>	<b>47 336</b>	<b>29 850</b>	<b>21 434</b>
<b>VARA KOKKU</b>	<b>95 241</b>	<b>120 836</b>	<b>151 295</b>	<b>140 089</b>	<b>90 044</b>	<b>59 974</b>
Laenukohustused	19 231	16 806	15 080	8 683	4 476	7 519
Võlad hankijatele	17 429	24 154	36 450	32 573	19 345	13 330
Muud võlad	3 446	6 044	10 052	21 836	8 187	4 435
Ettemaksed	4 425	8 720	12 850	7 283	12 843	10 172
Eraldised	1 160	662	741	796	288	186
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>45 691</b>	<b>56 386</b>	<b>75 173</b>	<b>71 170</b>	<b>45 138</b>	<b>35 642</b>
Pikaajalised laenukohustused	15 377	18 811	20 361	16 855	12 528	10 247
Võlad hankijatele	215	310	162	46	31	1 862
Muud võlad	96	96	0	0	0	0
Eraldised	423	450	424	277	120	131
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>16 111</b>	<b>19 667</b>	<b>20 947</b>	<b>17 177</b>	<b>12 680</b>	<b>12 240</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>61 802</b>	<b>76 053</b>	<b>96 120</b>	<b>88 347</b>	<b>57 818</b>	<b>47 882</b>

Bilansikirje/-rühm	31.12. 2010	31.12. 2009	31.12. 2008	31.12. 2007	31.12. 2006	31.12. 2005
Aktiakapital	19 657	19 657	19 657	19 657	9 829	2 225
Omaaktiad	0	0	0	0	0	0
Ülekurs	0	0	0	0	6 932	523
Kohustuslik reservkapital	2 558	2 557	2 224	752	266	266
Realiseerumata kursivahed	(232)	(205)	(262)	150	140	51
Jaotamata kasum	10 257	22 067	27 290	25 425	12 548	8 244
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv omakapital	32 240	44 077	48 909	45 984	29 714	11 309
Mittekontrolliv osalus	1 199	706	6 267	5 758	2 511	783
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>33 439</b>	<b>44 783</b>	<b>55 176</b>	<b>51 742</b>	<b>32 226</b>	<b>12 092</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>95 241</b>	<b>120 836</b>	<b>151 296</b>	<b>140 089</b>	<b>90 044</b>	<b>59 974</b>

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

## Lisa 5. Rahakäibe aruanded aastatel 2005–2016 (tuhandetes eurodes)

Rahakäibe aruande kirje/rühm	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Laekumised ostjatelt	214 871	179 119	192 701	204 768	193 524	185 147
Maksed hankijatele	(179 312)	(151 004)	(163 690)	(175 465)	(161 447)	(160 805)
Makstud käibemaks	(7 217)	(5 407)	(5 429)	(5 131)	(6 192)	(2 384)
Maksed töötajatele ja töötajate eest	(20 208)	(19 921)	(19 384)	(18 647)	(16 888)	(13 476)
Makstud tulumaks	(197)	(103)	(184)	(99)	(56)	41
<b>Netorahavoog äritegevusest</b>	<b>7 937</b>	<b>2 684</b>	<b>4 014</b>	<b>5 426</b>	<b>8 941</b>	<b>8 523</b>
Materiaalse põhivara soetamine	(148)	(480)	(355)	(458)	(1 792)	(58)
Immateriaalse põhivara soetamine	(25)	(21)	(13)	0	0	0
(Materiaalse) põhivara müük	160	337	189	317	379	340
Kinnisvarainvesteeringute soetus	0	0	0	0	0	0
Kinnisvarainvesteeringute müük	0	0	0	0	0	0
Tütarettevõtte soetus	(15)	(8)	(737)	0	0	0
Sidusettevõtte soetus	0	(355)	(44)	(616)	0	0
Tütarettevõtte müük	6	0	0	0	0	0
Sidusettevõtete müük	0	0	1	0	0	0
Ühisettevõtete soetamine	0	0	0	0	0	0
Finantsinvesteeringute müük	0	0	0	0	0	0
Antud laenud	(81)	(291)	(292)	(922)	(1 499)	(213)
Antud laenude laekumised	55	124	227	245	399	1 745
Saadud dividendid	153	108	4	4	0	4
Saadud intressid	2	366	7	616	18	204
Muud investeeringud	0	0	0	0	0	0
<b>Netorahavoog investeerimistegevusest</b>	<b>107</b>	<b>(220)</b>	<b>(1 013)</b>	<b>(814)</b>	<b>(2 495)</b>	<b>2 022</b>
Aktsiate emiteerimine	0	0	0	0	0	0
Saadud laenud	2 847	2 099	7 815	3 440	3 180	1 925
Saadud laenude tagasimaksed	(2 262)	(3 449)	(11 194)	(2 970)	(6 150)	(4 907)
Kapitalirendi maksed	(2 478)	(1 726)	(1 432)	(1 670)	(1 967)	(1 921)
Makstud intressid	(695)	(767)	(852)	(945)	(1 106)	(1 089)
Makstud dividendid	(1 068)	(1 091)	(940)	(121)	(80)	0
Aktsiakapitali vähendamine	(923)	0	0	0	0	0
Muud maksed	0	0	(168)	0	0	(4)
<b>Netorahavoog finantseerimistegevusest</b>	<b>(4 579)</b>	<b>(4 934)</b>	<b>(6 771)</b>	<b>(2 266)</b>	<b>(6 123)</b>	<b>(5 996)</b>
<b>Rahavoog kokku</b>	<b>3 465</b>	<b>(2 470)</b>	<b>(3 770)</b>	<b>2 346</b>	<b>323</b>	<b>4 549</b>
<b>Raha ja raha ekvivalendid perioodi algul</b>	<b>6 332</b>	<b>8 802</b>	<b>12 575</b>	<b>10 231</b>	<b>9 908</b>	<b>5 818</b>
Valuutakursimuutused	(11)	0	(3)	(2)	0	(459)
Raha jäägi muutus	3 465	(2 470)	(3 770)	2 346	323	4 549
<b>Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpul</b>	<b>9 786</b>	<b>6 332</b>	<b>8 802</b>	<b>12 575</b>	<b>10 231</b>	<b>9 908</b>

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016

Rahakäibe aruande kirje/rühm	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Laekumised ostjatelt	120 719	213 303	299 964	282 802	181 428	128 243
Maksed hankijatele	(105 501)	(174 434)	(243 468)	(244 195)	(160 008)	(109 626)
Makstud käibemaks	(3 910)	(4 494)	...	...	...	...
Maksed töötajatele ja töötajate eest	(14 953)	(27 296)	(34 571)	(28 017)	(16 988)	(7 797)
Makstud tulumaks	(88)	(694)	(2 431)	(1 177)	(919)	(1 224)
<b>Netorahavoog äritegevusest</b>	<b>(3 733)</b>	<b>6 385</b>	<b>19 494</b>	<b>9 413</b>	<b>3 513</b>	<b>9 596</b>
Materiaalse põhivara soetamine	(195)	(152)	(758)	(1 572)	(1 284)	(805)
Immateriaalse põhivara soetamine	0	(486)	(59)	(282)	(673)	(7)
(Materiaalse) põhivara müük	850	404	766	1 121	706	329
Kinnisvarainvesteeringute soetus	0	0	0	0	(215)	(2 173)
Kinnisvarainvesteeringute müük	709	708	0	0	3 401	0
Tütarettevõtte soetus	1	(423)	(13 507)	1 050	(3 658)	(11 057)
Sidusettevõtte soetus	(2)	(383)	(487)	(639)	(517)	(1 346)
Tütarettevõtte müük	(615)	10	132	56	234	497
Sidusettevõtete müük	0	430	4 973	666	1 187	0
Ühisettevõtete soetamine	0	(1 278)	0	0	0	0
Finantsinvesteeringute müük	0	18	0	0	0	0
Antud laenud	(549)	(5 166)	(7 718)	(3 761)	(2 159)	(441)
Antud laenude laekumised	177	1 911	5 542	3 607	381	0
Saadud dividendid	4	4	12	0	0	0
Saadud intressid	258	953	1 092	786	220	90
Muud investeeringud	0	0	0	(346)	0	(22)
<b>Netorahavoog investeerimistegevusest</b>	<b>638</b>	<b>(3 450)</b>	<b>(10 011)</b>	<b>687</b>	<b>(2 378)</b>	<b>(14 935)</b>
Aktsiate emiteerimine	0	0	0	0	7 859	832
Saadud laenud	6 642	21 937	26 559	12 567	3 442	16 359
Saadud laenude tagasimaksed	(8 617)	(22 265)	(19 787)	(8 628)	(10 090)	(2 107)
Kapitalirendi maksed	(2 379)	(3 261)	(3 612)	(4 137)	(1 748)	(1 366)
Makstud intressid	(1 122)	(1 808)	(2 127)	(1 449)	(827)	(367)
Makstud dividendid	0	(2 041)	(6 655)	(3 332)	(2 055)	(2 978)
Aktsiakapitali vähendamine	0	0	0	0	0	0
Muud maksed	(15)	(31)	(16)	0	0	0
<b>Netorahavoog finantseerimistegevusest</b>	<b>(5 491)</b>	<b>(7 469)</b>	<b>(5 639)</b>	<b>(4 978)</b>	<b>(3 419)</b>	<b>10 373</b>
<b>Rahavoog kokku</b>	<b>(8 586)</b>	<b>(4 534)</b>	<b>3 843</b>	<b>5 121</b>	<b>(2 284)</b>	<b>5 034</b>
<b>Raha ja raha ekvivalendid perioodi algul</b>	<b>14 392</b>	<b>18 930</b>	<b>15 090</b>	<b>9 969</b>	<b>12 302</b>	<b>7 268</b>
Valuutakursimuutused	12	(4)	(4)	(6)	(49)	0
Raha jäägi muutus	(8 586)	(4 534)	3 843	5 121	(2 284)	5 034
<b>Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpul</b>	<b>5 818</b>	<b>14 392</b>	<b>18 930</b>	<b>15 090</b>	<b>9 969</b>	<b>12 302</b>

Allikas: autori koostatud, aluseks aastaaruanded 2006–2016



## Lisa 6. Kasumiaruande vertikaalanalüüs

Kasumiaruande kirje/rühm	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Müügitulu	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Müüdnud teenuste ja kaupade kulu	(94,0%)	(93,8%)	(93,9%)	(93,5%)	(94,8%)	(99,9%)
<b>Brutokasum (kahjum)</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,2%</b>	<b>0,1%</b>
Turunduskulud	(0,2%)	(0,3%)	(0,3%)	(0,3%)	(0,2%)	(0,2%)
Üldhalduskulud	(3,3%)	(3,5%)	(3,5%)	(2,8%)	(3,4%)	(3,1%)
Muud äritulud	0,2%	0,3%	0,5%	0,3%	0,5%	0,5%
Muud ärikulud	(0,3%)	(0,1%)	(0,2%)	(0,6%)	(0,4%)	(0,5%)
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>1,7%</b>	<b>(3,2%)</b>
Finantstulud	0,3%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%
Finantskulud	(0,6%)	(3,0%)	(1,4%)	(0,6%)	(0,8%)	(0,7%)
sh intressikulud	(0,4%)	(0,5%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,7%)	(0,7%)
<b>Finantstulud ja –kulud kokku</b>	<b>(0,3%)</b>	<b>(2,5%)</b>	<b>(0,9%)</b>	<b>(0,2%)</b>	<b>(0,4%)</b>	<b>(0,1%)</b>
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	0,3%	0,2%	0,1%	(0,1%)	0,0%	0,1%
<b>Maksustamiselne kasum (kahjum)</b>	<b>2,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>1,3%</b>	<b>(3,2%)</b>
Tulumaks	(0,1%)	(0,2%)	(0,1%)	(0,1%)	0,0%	0,0%
<b>Puhaskasum (kahjum)</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,7%</b>	<b>1,3%</b>	<b>(3,2%)</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 3

Kasumiaruande kirje/rühm	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Müügitulu	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Müüdnud teenuste ja kaupade kulu	(100,7%)	(94,4%)	(90,7%)	(86,7%)	(87,8%)	(89,5%)
<b>Brutokasum (kahjum)</b>	<b>(0,7%)</b>	<b>5,6%</b>	<b>9,3%</b>	<b>13,3%</b>	<b>12,2%</b>	<b>10,5%</b>
Turunduskulud	(0,4%)	(0,4%)	(0,2%)	(0,1%)	0,0%	0,0%
Üldhalduskulud	(4,9%)	(5,2%)	(4,7%)	(4,6%)	(5,0%)	(4,3%)
Muud äritulud	0,8%	1,1%	1,7%	0,4%	1,2%	1,1%
Muud ärikulud	(3,8%)	(6,4%)	(0,6%)	(0,8%)	(0,2%)	(0,3%)
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>(9,0%)</b>	<b>(5,3%)</b>	<b>5,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,0%</b>
Finantstulud	3,1%	3,6%	2,5%	0,8%	0,7%	0,4%
Finantskulud	(6,4%)	(1,4%)	(1,8%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,7%)
sh intressikulud	(1,1%)	(1,1%)	(1,0%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,4%)
<b>Finantstulud ja –kulud kokku</b>	<b>(3,3%)</b>	<b>2,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>(0,1%)</b>	<b>(0,3%)</b>
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	(0,5%)	(0,3%)	(0,6%)	(0,1%)	0,0%	0,0%
<b>Maksustamiselne kasum (kahjum)</b>	<b>(12,8%)</b>	<b>(3,4%)</b>	<b>5,6%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>6,7%</b>
Tulumaks	0,0%	(0,3%)	(1,1%)	(0,4%)	(0,5%)	(1,1%)
<b>Puhaskasum (kahjum)</b>	<b>(12,8%)</b>	<b>(3,7%)</b>	<b>4,5%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,6%</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 3

## Lisa 7. Kasumiaruande horisontaalanalüüs

Kasumiaruande kirje/rühm	2016		2015		2014	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo
Müügitulu	37 814	26%	(15 774)	(10%)	(12 362)	(7%)
Müüdnud teenuste ja kaupade kulu	35 866	26%	(14 992)	(10%)	(10 866)	(7%)
<b>Brutokasum (kahjum)</b>	<b>1 948</b>	<b>22%</b>	<b>(782)</b>	<b>(8%)</b>	<b>(1 496)</b>	<b>(13%)</b>
Turunduskulud	1	0%	(146)	(26%)	106	23%
Üldhalduskulud	1 080	21%	(630)	(11%)	734	15%
Muud äritulud	(102)	(22%)	(328)	(41%)	328	71%
Muud ärikulud	490	395%	(252)	(67%)	(720)	(66%)
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>275</b>	<b>7%</b>	<b>(82)</b>	<b>(2%)</b>	<b>(1 288)</b>	<b>(24%)</b>
Finantstulud	(192)	(29%)	(83)	(11%)	70	10%
Finantskulud	(3 295)	(75%)	2 082	90%	1 274	124%
sh intressikulud	(89)	(12%)	(231)	(23%)	(54)	(5%)
<b>Finantstulud ja –kulud kokku</b>	<b>(3 103)</b>	<b>(83%)</b>	<b>2 165</b>	<b>139%</b>	<b>1 204</b>	<b>335%</b>
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	383	169%	141	166%	255	150%
<b>Maksustamiselne kasum (kahjum)</b>	<b>3 761</b>	<b>873%</b>	<b>(2 106)</b>	<b>(83%)</b>	<b>(2 237)</b>	<b>(47%)</b>
Tulumaks	2	1%	18	8%	104	77%
<b>Puhaskasum (kahjum)</b>	<b>3 759</b>	<b>2160%</b>	<b>(2 124)</b>	<b>(92%)</b>	<b>(2 341)</b>	<b>(50%)</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 3

Kasumiaruande kirje/rühm	2013		2012		2011	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo
Müügitulu	14 229	9%	11 620	8%	48 490	49%
Müüdnud teenuste ja kaupade kulu	11 137	7%	3 597	2%	47 596	48%
<b>Brutokasum (kahjum)</b>	<b>3 092</b>	<b>38%</b>	<b>8 023</b>	<b>4136%</b>	<b>894</b>	<b>128%</b>
Turunduskulud	63	16%	72	23%	(84)	(21%)
Üldhalduskulud	(463)	(9%)	744	16%	(246)	(5%)
Muud äritulud	(346)	(43%)	4	0%	(14)	(2%)
Muud ärikulud	530	94%	(106)	(16%)	(3 135)	(82%)
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>2 616</b>	<b>97%</b>	<b>7 317</b>	<b>158%</b>	<b>(4 345)</b>	<b>(48%)</b>
Finantstulud	46	7%	(316)	(34%)	(2 121)	(69%)
Finantskulud	(221)	(18%)	162	15%	(5 252)	(83%)
sh intressikulud	(42)	(4%)	104	10%	(62)	(6%)
<b>Finantstulud ja –kulud kokku</b>	<b>(267)</b>	<b>(43%)</b>	<b>478</b>	<b>323%</b>	<b>(3 131)</b>	<b>(95%)</b>
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	91	115%	(179)	(179%)	617	119%
<b>Maksustamiseelne kasum (kahjum)</b>	<b>2 792</b>	<b>141%</b>	<b>6 660</b>	<b>142%</b>	<b>(8 093)</b>	<b>(63%)</b>
Tulumaks	79	141%	26	87%	(63)	(191%)
<b>Puhaskasum (kahjum)</b>	<b>2 713</b>	<b>141%</b>	<b>6 634</b>	<b>141%</b>	<b>(8 030)</b>	<b>(63%)</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 3

Kasumiaruande kirje/rühm	2010		2009		2008	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo
Müügitulu	(55 282)	(36%)	(92 611)	(37%)	7 407	3%
Müüdnud teenuste ja kaupade kulu	(45 871)	(31%)	(78 447)	(35%)	16 486	8%
<b>Brutokasum (kahjum)</b>	<b>(9 411)</b>	<b>(108%)</b>	<b>(14 164)</b>	<b>(62%)</b>	<b>(9 079)</b>	<b>(28%)</b>
Turunduskulud	(201)	(33%)	90	18%	186	57%
Üldhalduskulud	(3 115)	(39%)	(3 664)	(31%)	573	5%
Muud äritulud	(816)	(50%)	(2 451)	(60%)	3 038	290%
Muud ärikulud	(6 036)	(61%)	8 383	574%	(474)	(25%)
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>875</b>	<b>11%</b>	<b>(21 424)</b>	<b>(161%)</b>	<b>(6 327)</b>	<b>(32%)</b>
Finantstulud	(2 470)	(45%)	(663)	(11%)	4 180	208%
Finantskulud	4 169	192%	(2 178)	(50%)	2 428	127%
sh intressikulud	(648)	(38%)	(718)	(30%)	1290	114%
<b>Finantstulud ja –kulud kokku</b>	<b>(6 639)</b>	<b>(198%)</b>	<b>1 516</b>	<b>82%</b>	<b>1 751</b>	<b>1883%</b>
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	27	6%	(1 092)	(69%)	1 379	679%
<b>Maksustamiselne kasum (kahjum)</b>	<b>7 541</b>	<b>144%</b>	<b>(18 817)</b>	<b>(138%)</b>	<b>(5 954)</b>	<b>(30%)</b>
Tulumaks	520	107%	(2 151)	(82%)	1 617	158%
<b>Puhaskasum (kahjum)</b>	<b>7 021</b>	<b>123%</b>	<b>(16 666)</b>	<b>(152%)</b>	<b>(7 571)</b>	<b>(41%)</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 3

Kasumiaruande kirje/rühm	2007		2006	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo
Müügitulu	79 773	50%	53 008	50%
Müüdnud teenuste ja kaupade kulu	67 410	48%	44 670	47%
<b>Brutokasum (kahjum)</b>	<b>12 363</b>	<b>63%</b>	<b>8 338</b>	<b>74%</b>
Turunduskulud	326	N/A	0	N/A
Üldhalduskulud	3 057	38%	3 403	73%
Muud äritulud	(795)	(43%)	655	55%
Muud ärikulud	1 608	493%	47	17%
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>6 579</b>	<b>50%</b>	<b>5 542</b>	<b>74%</b>
Finantstulud	836	71%	768	188%
Finantskulud	702	58%	510	72%
sh intressikulud	276	32%	377	79%
<b>Finantstulud ja -kulud kokku</b>	<b>135</b>	<b>321%</b>	<b>(257)</b>	<b>(86%)</b>
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	140	222%	62	6200%
<b>Maksustamiselne kasum (kahjum)</b>	<b>6 573</b>	<b>51%</b>	<b>5 738</b>	<b>79%</b>
Tulumaks	201	25%	(404)	(33%)
<b>Puhaskasum (kahjum)</b>	<b>6 372</b>	<b>52%</b>	<b>6 142</b>	<b>102%</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 3

## Lisa 8. Finantsseisundi aruande vertikaalanalüüs

Bilansikirje/-rühm	31.12. 2016	31.12. 2015	31.12. 2014	31.12. 2013	31.12. 2012	31.12. 2011
<b>VARA</b>						
<b>Käibevara</b>						
Raha ja raha ekvivalendid	9,9%	7,0%	9,0%	12,0%	9,2%	9,8%
Lühiajalised finantsinvesteeringud	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	21,3%	19,5%	23,8%	26,8%	38,4%	34,1%
Ettemaksed	1,7%	1,8%	1,2%	1,8%	1,6%	2,6%
Tulumaksu nõuded	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Edasilükkunud tulumaksuvara	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Varud	23,3%	26,2%	25,4%	22,7%	23,5%	23,7%
Müügiotel põhivara	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
<b>Käibevara kokku</b>	<b>56,3%</b>	<b>54,5%</b>	<b>59,5%</b>	<b>63,4%</b>	<b>72,7%</b>	<b>70,4%</b>
<b>Põhivara</b>						
Edasilükkunud tulumaksuvara	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringud	1,7%	1,3%	0,7%	0,5%	0,2%	0,2%
Pikaajalised finantsinvesteeringud	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	11,0%	11,7%	11,5%	10,2%	1,4%	2,5%
Kinnisvarainvesteeringud	5,0%	5,5%	3,6%	3,4%	4,4%	4,9%
Materiaalne põhivara	11,3%	10,7%	9,6%	8,6%	7,9%	7,3%
Immateriaalne põhivara	14,8%	16,2%	15,0%	13,8%	13,3%	14,7%
<b>Põhivara kokku</b>	<b>43,7%</b>	<b>45,5%</b>	<b>40,5%</b>	<b>36,6%</b>	<b>27,3%</b>	<b>29,6%</b>
<b>VARA KOKKU</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>KOHUSTUSED</b>						
<b>Lühiajalised kohustused</b>						
Laenukohustused	6,4%	17,5%	21,1%	22,8%	24,4%	18,8%
Võlad hankijatele	30,2%	25,1%	27,0%	25,2%	28,6%	27,0%
Muud võlad	5,5%	6,1%	7,7%	7,6%	4,5%	4,9%
Ettemaksed	4,2%	3,6%	1,8%	5,8%	10,2%	10,4%
Eraldised	0,8%	0,9%	0,8%	0,9%	0,5%	0,5%
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>47,0%</b>	<b>53,1%</b>	<b>58,5%</b>	<b>62,3%</b>	<b>68,2%</b>	<b>61,6%</b>
<b>Pikaajalised kohustused</b>						
Pikaajalised laenukohustused	13,3%	5,7%	3,2%	3,2%	3,3%	9,4%
Võlad hankijatele	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Muud võlad	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Eraldised	0,9%	0,9%	0,8%	0,9%	1,1%	0,8%
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>14,4%</b>	<b>6,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,7%</b>	<b>10,5%</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>61,4%</b>	<b>59,9%</b>	<b>62,7%</b>	<b>66,6%</b>	<b>72,9%</b>	<b>72,0%</b>

Bilansikirje/-rühm	31.12. 2016	31.12. 2015	31.12. 2014	31.12. 2013	31.12. 2012	31.12. 2011
<b>OMAKAPITAL</b>						
Aktiakapital	20,0%	23,0%	21,2%	18,8%	17,6%	19,4%
Omaaktiad	(1,6%)	(1,8%)	(1,6%)	0,0%	0,0%	0,0%
Ülekurss	0,6%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Kohustuslik reservkapital	2,6%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,5%
Realiseerumata kursivahed	1,6%	1,5%	0,8%	(0,3%)	(0,4%)	(0,5%)
Jaotamata kasum	13,3%	12,2%	12,0%	10,2%	5,4%	4,5%
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv omakapital	36,4%	38,4%	35,6%	31,1%	24,9%	25,9%
Mittekontrolliv osalus	2,1%	1,7%	1,7%	2,2%	2,2%	2,1%
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>38,6%</b>	<b>40,1%</b>	<b>37,3%</b>	<b>33,4%</b>	<b>27,1%</b>	<b>28,0%</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 4

Bilansikirje/-rühm	31.12. 2010	31.12. 2009	31.12. 2008	31.12. 2007	31.12. 2006	31.12. 2005
<b>VARA</b>						
<b>Käibevara</b>						
Raha ja raha ekvivalendid	6,1%	11,9%	12,5%	10,8%	11,1%	17,8%
Lühiajalised finantsinvesteeringud	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	2,7%
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	32,8%	34,1%	34,4%	34,2%	34,8%	32,1%
Ettemaksed	1,1%	1,6%	4,1%	2,6%	2,0%	1,1%
Tulumaksu nõuded	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Edasilükkunud tulumaksuvara	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Varud	26,2%	20,6%	15,1%	16,5%	18,8%	10,6%
Müügiootel põhivara	0,3%	0,2%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%
<b>Käibevara kokku</b>	<b>66,6%</b>	<b>68,5%</b>	<b>66,3%</b>	<b>66,2%</b>	<b>66,8%</b>	<b>64,3%</b>
<b>Põhivara</b>						
Edasilükkunud tulumaksuvara	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringud	0,1%	0,1%	0,3%	2,1%	1,5%	2,3%
Pikaajalised finantsinvesteeringud	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	2,3%	1,8%	4,5%	3,0%	2,3%	1,1%
Kinnisvarainvesteeringud	5,2%	4,7%	4,9%	6,1%	1,7%	3,9%
Materiaalne põhivara	9,5%	10,8%	11,1%	10,1%	15,9%	14,4%
Immateriaalne põhivara	16,3%	14,2%	12,9%	12,5%	11,7%	14,0%
<b>Põhivara kokku</b>	<b>33,4%</b>	<b>31,5%</b>	<b>33,7%</b>	<b>33,8%</b>	<b>33,2%</b>	<b>35,7%</b>
<b>VARA KOKKU</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>KOHUSTUSED</b>						
<b>Lühiajalised kohustused</b>						
Laenukohustused	20,2%	13,9%	10,0%	6,2%	5,0%	12,5%
Võlad hankijatele	18,3%	20,0%	24,1%	23,3%	21,5%	22,2%
Muud võlad	3,6%	5,0%	6,6%	15,6%	9,1%	7,4%
Ettemaksed	4,6%	7,2%	8,5%	5,2%	14,3%	17,0%
Eraldised	1,2%	0,5%	0,5%	0,6%	0,3%	0,3%
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>48,0%</b>	<b>46,7%</b>	<b>49,7%</b>	<b>50,8%</b>	<b>50,1%</b>	<b>59,4%</b>
<b>Pikaajalised kohustused</b>						
Pikaajalised laenukohustused	16,1%	15,6%	13,5%	12,0%	13,9%	17,1%
Võlad hankijatele	0,2%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	3,1%
Muud võlad	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eraldised	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%	0,2%
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>16,9%</b>	<b>16,3%</b>	<b>13,8%</b>	<b>12,3%</b>	<b>14,1%</b>	<b>20,4%</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>64,9%</b>	<b>62,9%</b>	<b>63,5%</b>	<b>63,1%</b>	<b>64,2%</b>	<b>79,8%</b>



Bilansikirje/-rühm	31.12. 2010	31.12. 2009	31.12. 2008	31.12. 2007	31.12. 2006	31.12. 2005
<b>OMAKAPITAL</b>						
Aktiakapital	20,6%	16,3%	13,0%	14,0%	10,9%	3,7%
Omaaktsiad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ülekurss	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,7%	0,9%
Kohustuslik reservkapital	2,7%	2,1%	1,5%	0,5%	0,3%	0,4%
Realiseerumata kursivahed	(0,2%)	(0,2%)	(0,2%)	0,1%	0,2%	0,1%
Jaotamata kasum	10,8%	18,3%	18,0%	18,1%	13,9%	13,7%
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv omakapital	33,9%	36,5%	32,3%	32,8%	33,0%	18,9%
Mittekontrolliv osalus	1,3%	0,6%	4,1%	4,1%	2,8%	1,3%
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>35,1%</b>	<b>37,1%</b>	<b>36,5%</b>	<b>36,9%</b>	<b>35,8%</b>	<b>20,2%</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 4

## Lisa 9. Finantsseisundi aruande horisontaalanalüüs

Bilansikirje/-rühm	2016		2015		2014	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo
<b>VARA</b>						
<b>Käibevara</b>						
Raha ja raha ekvivalendid	3 454	55%	(2 470)	(28%)	(3 773)	(30%)
Lühiajalised finantsinvesteeringud	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	3 552	20%	(5 732)	(25%)	(4 866)	(17%)
Ettemaksed	45	3%	398	33%	(722)	(38%)
Tulumaksu nõuded	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Varud	(611)	(3%)	(1 185)	(5%)	1 003	4%
Müügiototel põhivara	0	N/A	0	N/A	0	N/A
<b>Käibevara kokku</b>	<b>6 440</b>	<b>13%</b>	<b>(8 989)</b>	<b>(15%)</b>	<b>(8 358)</b>	<b>(13%)</b>
<b>Põhivara</b>						
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringud	461	39%	485	70%	128	23%
Pikaajalised finantsinvesteeringud	0	0%	0	0%	0	0%
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	300	3%	(695)	(6%)	566	5%
Kinnisvarainvesteeringud	0	0%	1 380	39%	0	0%
Materiaalne põhivara	1 488	15%	304	3%	289	3%
Immateriaalne põhivara	14	0%	(24)	0%	139	1%
<b>Põhivara kokku</b>	<b>2 263</b>	<b>6%</b>	<b>1 450</b>	<b>4%</b>	<b>1 122</b>	<b>3%</b>
<b>VARA KOKKU</b>	<b>8 703</b>	<b>10%</b>	<b>(7 539)</b>	<b>(8%)</b>	<b>(7 236)</b>	<b>(7%)</b>
<b>KOHUSTUSED</b>						
<b>Lühiajalised kohustused</b>						
Laenukohustused	(9 418)	(60%)	(4 873)	(24%)	(3 287)	(14%)
Võlad hankijatele	7 273	32%	(3 729)	(14%)	(105)	0%
Muud võlad	(86)	(2%)	(2 067)	(27%)	(440)	(6%)
Ettemaksed	895	28%	1 447	81%	(4 316)	(71%)
Eraldised	(72)	(9%)	26	3%	(114)	(12%)
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>(1 408)</b>	<b>(3%)</b>	<b>(9 196)</b>	<b>(16%)</b>	<b>(8 262)</b>	<b>(13%)</b>

Bilansikirje/-rühm	2016		2015		2014	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo
<b>Pikaajalised kohustused</b>						
Pikaajalised laenukohustused	8 004	157%	1 953	62%	(158)	(5%)
Võlad hankijatele	(6)	(6%)	(5)	(5%)	(47)	(30%)
Muud võlad	21	22%	0	0%	0	0%
Eraldised	113	15%	9	1%	(210)	(22%)
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>8 132</b>	<b>134%</b>	<b>1 957</b>	<b>48%</b>	<b>(415)</b>	<b>(9%)</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>6 724</b>	<b>12%</b>	<b>(7 239)</b>	<b>(12%)</b>	<b>(8 677)</b>	<b>(12%)</b>
<b>OMAKAPITAL</b>						
Aktiakapital	(972)	(5%)	0	0%	1 035	5%
Omaaktiad	(32)	(2%)	0	0%	(1 582)	N/A
Ülekurss	17	3%	0	0%	547	N/A
Kohustuslik reservkapital	0	0%	0	0%	0	0%
Realiseerumata kursivahed	191	14%	587	76%	1 069	359%
Jaotamata kasum	2 121	19%	(744)	(6%)	1 033	10%
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv omakapital	1 389	4%	(157)	0%	2 102	6%
Mittekontrolliv osalus	590	39%	(143)	(9%)	(661)	(28%)
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>1 979</b>	<b>5%</b>	<b>(300)</b>	<b>(1%)</b>	<b>1 441</b>	<b>4%</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>8 703</b>	<b>10%</b>	<b>(7 539)</b>	<b>(8%)</b>	<b>(7 236)</b>	<b>(7%)</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 4

Bilansikirje/-rühm	2013		2012		2011	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo
<b>VARA</b>						
<b>Käibevara</b>						
Raha ja raha ekvivalendid	2 344	23%	323	3%	4 090	70%
Lühiajalised finantsinvesteeringud	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	(14 795)	(34%)	8 251	24%	3 379	11%
Ettemaksed	83	5%	(770)	(30%)	1 550	146%
Tulumaksu nõuded	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Varud	(2 458)	(9%)	2 123	9%	(862)	(3%)
Müügiotel põhivara	0	N/A	(242)	(100%)	(79)	(25%)
<b>Käibevara kokku</b>	<b>(14 826)</b>	<b>(18%)</b>	<b>9 685</b>	<b>14%</b>	<b>8 078</b>	<b>13%</b>
<b>Põhivara</b>						
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringud	364	180%	3	2%	100	101%
Pikaajalised finantsinvesteeringud	0	0%	0	0%	0	0%
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	9 091	585%	(950)	(38%)	289	13%
Kinnisvarainvesteeringud	(1 381)	(28%)	0	0%	0	0%
Materiaalne põhivara	179	2%	1 414	19%	(1 601)	(18%)
Immateriaalne põhivara	(363)	(2%)	(103)	(1%)	(526)	(3%)
<b>Põhivara kokku</b>	<b>7 890</b>	<b>26%</b>	<b>364</b>	<b>1%</b>	<b>(1 738)</b>	<b>(5%)</b>
<b>VARA KOKKU</b>	<b>(6 936)</b>	<b>(6%)</b>	<b>10 049</b>	<b>10%</b>	<b>6 340</b>	<b>7%</b>
<b>KOHUSTUSED</b>						
<b>Lühiajalised kohustused</b>						
Laenukohustused	(3 310)	(12%)	8 055	42%	(101)	(1%)
Võlad hankijatele	(5 596)	(18%)	4 565	17%	9 974	57%
Muud võlad	2 968	59%	84	2%	1 484	43%
Ettemaksed	(5 302)	(46%)	817	8%	6 162	139%
Eraldised	392	75%	36	7%	(675)	(58%)
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>(10 848)</b>	<b>(14%)</b>	<b>13 557</b>	<b>22%</b>	<b>16 844</b>	<b>37%</b>

Bilansikirje/-rühm	2013		2012		2011	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvutempo
<b>Pikaajalised kohustused</b>						
Pikaajalised laenukohustused	(368)	(10%)	(5 842)	(61%)	(5 864)	(38%)
Võlad hankijatele	(103)	(40%)	60	30%	(16)	(7%)
Muud võlad	0	0%	0	0%	0	0%
Eraldised	(241)	(20%)	369	44%	418	99%
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>(712)</b>	<b>(14%)</b>	<b>(5 413)</b>	<b>(51%)</b>	<b>(5 462)</b>	<b>(34%)</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>(11 560)</b>	<b>(14%)</b>	<b>8 144</b>	<b>11%</b>	<b>11 382</b>	<b>18%</b>
<b>OMAKAPITAL</b>						
Aktiakapital	0	0%	0	0%	0	0%
Omaaktiad	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Ülekurss	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Kohustuslik reservkapital	0	0%	0	0%	(4)	0%
Realiseerumata kursivahed	(106)	(26%)	(59)	(13%)	231	100%
Jaotamata kasum	4 642	77%	1 476	32%	(5 694)	(56%)
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv omakapital	4 748	17%	1 535	6%	(5 929)	(18%)
Mittekontrolliv osalus	(124)	(5%)	370	18%	887	74%
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>4 624</b>	<b>15%</b>	<b>1 905</b>	<b>7%</b>	<b>(5 042)</b>	<b>(15%)</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>(6 936)</b>	<b>(6%)</b>	<b>10 049</b>	<b>10%</b>	<b>6 340</b>	<b>7%</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 4

Bilansikirje/-rühm	2010		2009		2008	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo
<b>VARA</b>						
<b>Käibevara</b>						
Raha ja raha ekvivalendid	(8 574)	(60%)	(4 538)	(24%)	3 840	25%
Lühiajalised finantsinvesteeringud	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	(9 938)	(24%)	(10 896)	(21%)	4 199	9%
Ettemaksed	(895)	(46%)	(4 187)	(68%)	2 494	68%
Tulumaksu nõuded	0	N/A	(205)	(100%)	66	47%
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	N/A	0	N/A	(122)	(100%)
Varud	99	0%	2 009	9%	(212)	(1%)
Müügiotel põhivara	26	9%	295	N/A	(2 771)	(100%)
<b>Käibevara kokku</b>	<b>(19 282)</b>	<b>(23%)</b>	<b>(17 523)</b>	<b>(17%)</b>	<b>7 498</b>	<b>8%</b>
<b>Põhivara</b>						
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	N/A	(50)	(100%)	50	N/A
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringud	(41)	(29%)	(239)	(63%)	(2 508)	(87%)
Pikaajalised finantsinvesteeringud	0	0%	(22)	(46%)	22	85%
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	85	4%	(4 640)	(69%)	2 546	60%
Kinnisvarainvesteeringud	(693)	(12%)	(1 841)	(25%)	(1 099)	(13%)
Materiaalne põhivara	(4 007)	(31%)	(3 783)	(22%)	2 656	19%
Immateriaalne põhivara	(1 657)	(10%)	(2 362)	(12%)	2 043	12%
<b>Põhivara kokku</b>	<b>(6 313)</b>	<b>(17%)</b>	<b>(12 936)</b>	<b>(25%)</b>	<b>3 707</b>	<b>8%</b>
<b>VARA KOKKU</b>	<b>(25 595)</b>	<b>(21%)</b>	<b>(30 459)</b>	<b>(20%)</b>	<b>11 206</b>	<b>8%</b>
<b>KOHUSTUSED</b>						
<b>Lühiajalised kohustused</b>						
Laenukohustused	2 425	14%	1 726	11%	6 397	74%
Võlad hankijatele	(6 725)	(28%)	(12 296)	(34%)	3 877	12%
Muud võlad	(2 598)	(43%)	(4 008)	(40%)	(11 784)	(54%)
Ettemaksed	(4 295)	(49%)	(4 130)	(32%)	5 567	76%
Eraldised	498	75%	(79)	(11%)	(55)	(7%)
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>(10 695)</b>	<b>(19%)</b>	<b>(18 787)</b>	<b>(25%)</b>	<b>4 003</b>	<b>6%</b>

Bilansikirje/-rühm	2010		2009		2008	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo
<b>Pikaajalised kohustused</b>						
Pikaajalised laenukohustused	(3 434)	(18%)	(1 550)	(8%)	3 506	21%
Võlad hankijatele	(95)	(31%)	148	91%	116	252%
Muud võlad	0	0%	96	N/A	0	N/A
Eraldised	(27)	(6%)	26	6%	147	53%
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>(3 556)</b>	<b>(18%)</b>	<b>(1 280)</b>	<b>(6%)</b>	<b>3 770</b>	<b>22%</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>(14 251)</b>	<b>(19%)</b>	<b>(20 067)</b>	<b>(21%)</b>	<b>7 773</b>	<b>9%</b>
<b>OMAKAPITAL</b>						
Aktiakapital	0	0%	0	0%	0	0%
Omaaktiad	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Ülekurss	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Kohustuslik reservkapital	1	0%	333	15%	1 472	196%
Realiseerumata kursivahed	27	13%	(57)	(22%)	(412)	(275%)
Jaotamata kasum	(11 810)	(54%)	(5 223)	(19%)	1 865	7%
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv omakapital	(11 837)	(27%)	(4 832)	(10%)	2 925	6%
Mittekontrolliv osalus	493	70%	(5 561)	(89%)	509	9%
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>(11 344)</b>	<b>(25%)</b>	<b>(10 393)</b>	<b>(19%)</b>	<b>3 434</b>	<b>7%</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>(25 595)</b>	<b>(21%)</b>	<b>(30 460)</b>	<b>(20%)</b>	<b>11 207</b>	<b>8%</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 4

Bilansikirje/-rühm	2007		2006	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo
<b>VARA</b>				
<b>Käibevara</b>				
Raha ja raha ekvivalendid	5 121	51%	(733)	(7%)
Lühiajalised finantsinvesteeringud	(137)	(100%)	(1 463)	(91%)
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	16 590	53%	12 083	63%
Ettemaksed	1 892	108%	1 122	177%
Tulumaksu nõuded	139	N/A	0	N/A
Edasilükkunud tulumaksuvara	57	88%	65	N/A
Varud	6 129	36%	10 581	166%
Müügioteel põhivara	2 771	N/A	0	N/A
<b>Käibevara kokku</b>	<b>32 561</b>	<b>54%</b>	<b>21 653</b>	<b>56%</b>
<b>Põhivara</b>				
Edasilükkunud tulumaksuvara	0	N/A	0	N/A
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeeringud	1 533	113%	(8)	(1%)
Pikaajalised finantsinvesteeringud	7	37%	(3)	(14%)
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	2 137	102%	1 422	214%
Kinnisvarainvesteeringud	7 016	454%	(792)	(34%)
Materiaalne põhivara	(123)	(1%)	5 675	66%
Immateriaalne põhivara	6 914	66%	2 122	25%
<b>Põhivara kokku</b>	<b>17 486</b>	<b>59%</b>	<b>8 416</b>	<b>39%</b>
<b>VARA KOKKU</b>	<b>50 045</b>	<b>56%</b>	<b>30 070</b>	<b>50%</b>
<b>KOHUSTUSED</b>				
<b>Lühiajalised kohustused</b>				
Laenukohustused	4 207	94%	(3 043)	(40%)
Võlad hankijatele	13 228	68%	6 015	45%
Muud võlad	13 649	167%	3 752	85%
Ettemaksed	(5 560)	(43%)	2 671	26%
Eraldised	508	176%	102	55%
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>26 032</b>	<b>58%</b>	<b>9 496</b>	<b>27%</b>



Bilansikirje/-rühm	2007		2006	
	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo	absoluut-juurdekasv (tuh €)	juurdekasvu-tempo
<b>Pikaajalised kohustused</b>				
Pikaajalised laenukohustused	4 327	35%	2 281	22%
Võlad hankijatele	15	48%	(1 831)	(98%)
Muud võlad	0	N/A	0	N/A
Eraldised	157	131%	(11)	(8%)
Pikaajalised laenukohustused	4 327	35%	2 281	22%
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>4 497</b>	<b>35%</b>	<b>440</b>	<b>4%</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>30 529</b>	<b>53%</b>	<b>9 936</b>	<b>21%</b>
<b>OMAKAPITAL</b>				
Aktiakapital	9 828	100%	7 604	342%
Omaaktsiad	0	N/A	0	N/A
Ülekurs	(6 932)	(100%)	6 409	1225%
Kohustuslik reservkapital	486	183%	0	0%
Realiseerumata kursivahed	10	7%	89	175%
Jaotamata kasum	12 877	103%	4 304	52%
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv omakapital	16 270	55%	18 405	163%
Mittekontrolliv osalus	3 247	129%	1 728	221%
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>19 516</b>	<b>61%</b>	<b>20 134</b>	<b>167%</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>50 045</b>	<b>56%</b>	<b>30 070</b>	<b>50%</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 4

## Lisa 10. Suhtarvude valemid

Valemi nimetus	Valem
<b>Likviisussuhtarvud</b>	
Lühivõlgade üldine kattekordaja (korda)	käibevara / lühiajalised kohustised
Kiire maksevalmiduse kordaja (korda)	(käibevara – varud – ettemaksed) / lühiajalised kohustised
Vahetu maksevalmiduse kordaja (korda)	(raha + turustatavad väärtpaberid) / lühiajalised kohustised
Puhaskäibekapital (eurot)	käibevara – lühiajalised kohustised
<b>Kapitali struktuuri suhtarvud</b>	
Võlakordaja (korda)	kohustised / kogupassiva
Omandikordisti (korda)	kogupassiva / omakapital
Omakapitali võlasiduvus (korda)	kohustised / omakapital
Intressikulude kattekordaja (korda)	(kasum enne tulumaksustamist + intressikulu) / intressikulu
<b>Rentaablus- ehk tasuvussuhtarvud</b>	
Vara puhasrentaablus (%)	(puhaskasum / keskmine vara) × 100
Omakapitali puhasrentaablus (%)	(puhaskasum / keskmine omakapital) × 100
Müügitulu brutorentaablus (%)	(brutokasum / müügitulu) × 100
Müügitulu ärirentaablus (%)	(ärikasum / müügitulu) × 100
Müügitulu puhasrentaablus (%)	(puhaskasum / müügitulu) × 100
<b>Toimimissuhtarvud</b>	
Materiaalse põhivara tulusiduvus (korda aastas)	müügitulu / materiaalse põhivara keskmine maksumus
Vara tulusiduvus (korda aastas)	müügitulu / keskmine koguvara
Varude käibesagedus (korda aastas)	müüdnud toodangu omamaksumus / varude keskmine maksumus
Varude käibevälde (päeva)	360 / varude käibesagedus
Ostjate arvete käibevälde (päeva)	(keskmised nõuded ostjate vastu / müügitulu) × 360
Tarnijate arvete käibevälde (päeva)	(keskmised võlad tarnijatele / müüdnud kaupade kulu) × 360
<b>Aktsiate väärtusnäitajad</b>	
Hind-tulu suhtarv (korda)	aktsia turuhind / aktsiakasum
Dividendimäär (%)	dividend aktsia kohta / aktsia turuhind
Aktsiakasum (eurot)	(puhaskasum – eelisdividend) / perioodi keskmine lihtaktsiate arv
<b>Rahakäibe aruande suhtarvud</b>	
Lühiajaliste kohustiste rahasiduvus	raha puhaskäive põhitegevusest / keskmised lühiajalised kohustised
Kohustiste rahasiduvus	raha puhaskäive põhitegevusest / keskmised kohustised
Põhitegevuse puhaskäive/dividendid	raha puhaskäive põhitegevusest / dividendid
Võlgade tasumisaeg	kohustised / raha puhaskäive põhitegevusest

Allikas: autori koostatud, aluseks (Alver, Reinberg 2002; Weygandt *et al.* 2003, Gibson 2013; Fridson, Alvarez 2011; Gallinger, Healey 1991)

## Lisa 11. Suhtarvud

Näitaja	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Lühivõlgade üldine kattekordaja (korda)	1,20	1,03	1,02	1,02	1,07	1,14	1,39	1,47	1,33	1,30	1,33
Kiire maksevalmiduse kordaja (korda)	0,66	0,50	0,56	0,62	0,70	0,71	0,81	0,99	0,94	0,89	0,92
Vahetu maksevalmiduse kordaja (korda)	0,21	0,13	0,15	0,19	0,13	0,16	0,13	0,26	0,25	0,21	0,22
Puhaskäibekapital (eurot)	9 099	1 251	1 044	1 140	5 118	8 990	17 756	26 343	25 079	21 584	15 055
Võlakordaja (korda)	0,61	0,60	0,63	0,67	0,73	0,72	0,65	0,63	0,64	0,63	0,64
Omandikordisti (korda)	2,59	2,49	2,68	3,00	3,68	3,58	2,85	2,70	2,74	2,71	2,79
Omakapitali võlasiduvus (korda)	1,59	1,49	1,68	2,00	2,68	2,58	1,85	1,70	1,74	1,71	1,79
Intressikulude kattekordaja (korda)	7,16	1,56	3,53	5,53	2,81	(3,71)	(11,11)	(2,07)	6,61	18,28	16,17
Vara puhasrentaablus (%)	4,2	0,2	2,3	4,3	1,8	(4,8)	(11,8)	(4,2)	7,5	16,1	16,2
Omakapitali puhasrentaablus (%)	10,6	0,5	6,4	14,2	6,6	(15,2)	(32,6)	(11,4)	20,5	44,1	54,8
Müügikäibe brutorentaablus (%)	6,0	6,2	6,1	6,5	5,2	0,1	(0,7)	5,6	9,3	13,3	12,2
Müügikäibe ärirentaablus (%)	2,3	2,7	2,5	3,1	1,7	(3,1)	(9,0)	(5,2)	5,4	8,2	8,2
Müügikäibe puhasrentaablus (%)	2,1	0,1	1,4	2,7	1,2	(3,2)	(12,8)	(3,7)	4,4	7,7	7,6
Vara tulusiduvus (korda aastas)	1,94	1,55	1,60	1,61	1,50	1,50	0,92	1,14	1,70	2,08	2,13
Põhivara tulusiduvus (korda aastas)	17,68	15,36	17,58	19,42	19,58	17,94	8,99	10,35	15,95	16,85	13,97
Varude käibesagedus (korda aastas)	7,40	5,64	6,24	6,49	6,00	6,01	4,01	6,11	9,76	10,38	12,04
Varude käibevalde (päeva)	49	64	58	55	60	60	90	59	37	35	30
Ostjate arvete käibevalde (päeva)	24	31	34	39	40	37	67	60	46	43	43
Tarnijate arvete käibevalde (päeva)	55	64	63	65	71	55	75	75	55	45	42
Aktsiakasum EPS (eurot)	0,10	0,01	0,06	0,15	0,05	(0,17)	(0,38)	(0,10)	0,30	0,56	0,37
Hind-tulu suhtarv P/E	13,3	180,4	16,7	7,0	23,2	–	–	–	3,4	8,8	14,4
Dividendimäär (%)	2,3	2,9	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	18,6	3,9	10,4
Lühiajaliste kohustiste rahasiduvus (korda)	0,17	0,05	0,07	0,08	0,13	0,16	(0,07)	0,10	0,27	0,16	0,09
Kohustiste rahasiduvus (korda)	0,14	0,05	0,06	0,07	0,12	0,13	(0,05)	0,07	0,21	0,13	0,07
Põhitegevuse puhaskäive/dividendid	7,43	2,46	4,27	44,84	111,76	N/A	N/A	3,13	2,93	2,83	1,71
Võlgade tasumisaeg	7,63	20,06	15,22	12,86	9,10	8,59	(16,56)	11,91	4,93	9,39	16,46

Allikas: autori arvutused, aluseks tabel 2, tabel 9, lisa 3, lisa 4, lisa 5 ja lisa 10

## Lisa 12. Altmani Z-skoor arvutused

Näitajad	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
X <sub>1</sub>	0,09	0,01	0,01	0,01	0,05	0,09	0,19	0,22	0,17	0,15	0,17	0,05
X <sub>2</sub>	0,13	0,12	0,12	0,10	0,05	0,04	0,11	0,18	0,18	0,18	0,14	0,14
X <sub>3</sub>	0,05	0,01	0,04	0,06	0,03	(0,04)	(0,12)	(0,03)	0,11	0,15	0,15	0,13
X <sub>4</sub> *	0,71	0,63	0,56	0,46	0,44	0,38	0,70	0,64	0,33	1,71	1,40	–
X <sub>4</sub>	0,63	0,67	0,60	0,50	0,37	0,39	0,54	0,59	0,57	0,59	0,56	0,25
X <sub>5</sub>	1,86	1,62	1,65	1,66	1,43	1,46	1,04	1,28	1,63	1,71	1,78	1,78

Allikas: autori arvutused, aluseks tabel 2, lisa 3, lisa 4 ja lisa 11

Märkused:

1. Näitajad X<sub>1</sub>, X<sub>2</sub>, X<sub>3</sub> ja X<sub>5</sub> on kõikides pankrotimudelites samad. X<sub>4</sub>\* on kasutusel ainult esimeses, X<sub>4</sub> teises ja kolmandas mudelis.
2. 2005. aastal polnud ettevõtte aktsiad börsil noteeritud, seega pole teada aktsiate turuhinda.

Pankrotimudel  $Z = 1,2 \times X_1 + 1,4 \times X_2 + 3,3 \times X_3 + 0,6 \times X_4 + 0,999 \times X_5$

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
1,2×X <sub>1</sub>	0,11	0,02	0,01	0,01	0,06	0,11	0,22	0,26	0,20	0,18	0,20	0,06
1,4×X <sub>2</sub>	0,19	0,17	0,17	0,14	0,08	0,06	0,15	0,26	0,25	0,25	0,20	0,19
3,3×X <sub>3</sub>	0,16	0,04	0,12	0,18	0,09	(0,12)	(0,41)	(0,10)	0,35	0,49	0,51	0,42
0,6×X <sub>4</sub> *	0,43	0,38	0,34	0,28	0,26	0,23	0,42	0,38	0,20	1,02	0,84	–
0,999×X <sub>5</sub>	1,86	1,62	1,65	1,66	1,43	1,45	1,04	1,28	1,63	1,71	1,78	1,78
<b>Z<sub>1</sub>=</b>	<b>2,74</b>	<b>2,23</b>	<b>2,29</b>	<b>2,27</b>	<b>1,91</b>	<b>1,73</b>	<b>1,43</b>	<b>2,08</b>	<b>2,63</b>	<b>3,66</b>	<b>3,52</b>	–

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 3 ja lisa 4

Pankrotimudel  $Z = 0,717 \times X_1 + 0,847 \times X_2 + 3,107 \times X_3 + 0,420 \times X_4 + 0,998 \times X_5$

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
$0,717 \times X_1$	0,07	0,01	0,01	0,01	0,03	0,06	0,13	0,16	0,12	0,11	0,12	0,03
$0,847 \times X_2$	0,11	0,10	0,10	0,09	0,05	0,04	0,09	0,15	0,15	0,15	0,12	0,12
$3,107 \times X_3$	0,15	0,04	0,11	0,17	0,09	(0,11)	(0,38)	(0,09)	0,33	0,46	0,48	0,40
$0,420 \times X_4$	0,26	0,28	0,25	0,21	0,16	0,16	0,23	0,25	0,24	0,25	0,23	0,11
$0,998 \times X_5$	1,86	1,62	1,65	1,66	1,43	1,45	1,04	1,28	1,63	1,71	1,77	1,78
<b><math>Z_2 =</math></b>	<b>2,45</b>	<b>2,05</b>	<b>2,12</b>	<b>2,13</b>	<b>1,75</b>	<b>1,60</b>	<b>1,11</b>	<b>1,74</b>	<b>2,47</b>	<b>2,68</b>	<b>2,72</b>	<b>2,44</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 3 ja lisa 4

Pankrotimudel  $Z = 6,56 \times X_1 + 3,26 \times X_2 + 6,72 \times X_3 + 1,05 \times X_4$

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
$6,56 \times X_1$	0,61	0,09	0,07	0,07	0,30	0,58	1,22	1,43	1,09	1,01	1,10	0,32
$3,26 \times X_2$	0,43	0,40	0,39	0,33	0,18	0,15	0,35	0,60	0,59	0,59	0,45	0,45
$6,72 \times X_3$	0,33	0,09	0,24	0,37	0,19	(0,24)	(0,83)	(0,20)	0,71	0,99	1,03	0,86
$1,05 \times X_4$	0,66	0,70	0,63	0,53	0,39	0,41	0,57	0,62	0,60	0,61	0,59	0,27
<b><math>Z_3 =</math></b>	<b>2,03</b>	<b>1,28</b>	<b>1,33</b>	<b>1,30</b>	<b>1,05</b>	<b>0,89</b>	<b>1,32</b>	<b>2,45</b>	<b>2,99</b>	<b>3,32</b>	<b>3,17</b>	<b>1,89</b>

Allikas: autori arvutused, aluseks lisa 3 ja lisa 4