

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Rahanduse ja majandusteooria instituut

Martin Aasa

**BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE
HARJU ELEKTER NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Ärindus

Ärerahandus

Juhendaja: Kristjan Liivamägi, PhD

Tallinn 2019

Deklareerin, et olen töö koostanud iseseisvalt. Töö koostamisel on teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ning andmetele viidatud korrektselt.

Autor: Martin Aasa

Üliõpilase kood: 155740TABB

Üliõpilase email: aasamartinaasa@gmail.com

.....

(allkiri, kuupäev)

Juhendaja Kristjan Liivamägi arvamus:

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimehe arvamus:

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

ABSTRAKT	4
SISSEJUHATUS	5
1 ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	7
1.1 Õiglase väärtuse hindamise kirjeldus ning peamised meetodid	7
1.2 Võrreldavate suhtarvude meetod	11
1.3 Diskonteeritud rahavoogude meetod	17
2 HARJU ELEKTER	25
2.1 Ettevõtte Harju Elektri tutvustus.....	25
2.2 Ettevõtte Harju Elekter finantsanalüüs	27
2.3 Harju Elektri aktsia ülevaade	32
3 HARJU ELEKTRI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE	35
3.1 Õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil.....	35
3.2 Õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil.....	37
3.3 Hinnang analüüsi tulemustele	43
4 KOKKUVÕTE	45
5 KASUTATUD ALLIKAD	47
6 SUMMARY	50

ABSTRAKT

Käesoleva bakalaureusetöö pealkiri on „Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine Harju Elekter näitel“. Töö eesmärk on välja selgitada Harju Elektri õiglase väärtus läbi kahe erineva ettevõtte väärtuse hindamise meetodi ning kuidas saadud tulemused erinevad aktsia turuhinnast. Esimene analüüsimeetod on võrreldavate suhtarvude meetod ning teine on diskonteeritud rahavoogude meetod. Ettevõtte aktsia turuväärtus 7. märtsi seisuga oli 4,84 eurot.

Võrreldavate suhtarvude meetodi põhjal saab leida ettevõtte aktsia väärtuse kui võrrelda suhtarve teiste sarnaste ettevõtetega börsil. Võrdlusgruppi valitakse ettevõtted, mis sarnanevad võimalikult täpselt nii suuruse, tegevuse kui ka asukoha järgi.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal leitav aktsia väärtus kujuneb põhjalikul prognoosil tulevaste rahavoogude alusel ning erinevate maksumäärade täpses hindamises, lisaks tuleb siinkohal arvesse võtta tulevikuga seotud riskid.

Võrreldavate suhtarvude meetodi analüüsi tulemusel on aktsia väärtus 5,82 eurot. Analüüsi kaasati neli erinevat suhtarvu. Diskonteeritud rahavoogude meetodi analüüsi tulemusel on ettevõtte koguväärtus 88,7 miljonit eurot, seega ühe aktsia hinnaks kujunes 5,00 eurot. Mõlemad analüüsimeetodid viitasid, et aktsia on alahinnatud. Kahe analüüsi tulemusel saadud keskmine aktsia õiglase väärtus on 5,41 eurot ehk 12% kõrgem kui aktsia turuhind 7. märtsi seisuga aastal 2019.

Võtmesõnad: võrreldavate suhtarvude meetod, diskonteeritud rahavoogude meetod, ettevõtte õiglase väärtuse hindamine, nüüdisväärtus, suhtarvud.

SISSEJUHATUS

Käesoleva bakalaureusetöö pealkiri on „Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine Harju Elekter näitel“. Teema sai valitud huvist investeerimise vastu ning soovist rakendada bakalaureuseõppe vältel õpitud teooriat praktikas. Kuna töö analüüs on objektiivne, siis tulemused on abiks Harju Elektri aktsionäridele ning potentsiaalsetele aktsionäridele tulevikus, samuti võivad leitud tulemused olla abiks ka laenuandjatele.

Päev-päevalt on investeerimine saanud aina kodusemaks sõnaks paljudele kodanikele ning seda põhjusel, et internet annab võimaluse ka keskmisele isikule kodutoolis istudes näha reaalses turgude hetkeseisu, uudiseid ning muud vajalikku infot, et teha informeeritud investeerimisotsus. Mida digitaalsemaks meie ümbruskond tervikuna muutub, seda kiiremini liigub info ühest allikast teiseni. Kiirem ligipääs tagab pärijale aktuaalsema info ning avab ukse ka suuremale massile, keda varasemalt hoiti suletud uste taga.

Investeerimiseks on indiviidil kasutada mitut erinevat instrumenti, millest kõige populaarsem on vaieldamatult aktsiatesse investeerimine. Hetkel oleme pärast viimast suuremat majanduskriisi jõudnud taaskord olukorda, kus firmad püstitavad iga aastaga rekord kasumeid ning aktsiahinnad turgudel on kõrgemad kui kunagi varem.

Käesolevas töös saab huvi keskpunktiks ettevõtte Harju Elektri börsil kauplevate aktsiate väärtus. Investorite eelistatuimad meetodid aktsiate õiglase väärtuse leidmiseks on võrreldavate suhtarvude meetod ning diskonteeritud rahavoogude meetod. Tihti on kasulik kasutada mõlemat koos, täiendades üksteist, sest mõlemad kasutavad erinevat ülesehitust. Nimelt, võrreldavate suhtarvude meetod keskendub nagu nimeski mainitud - suhtarvudele, ning võrdleb neid sarnaste ettevõtetega ja tulemus leitakse kindla võrdlusgrupi alusel. Diskonteeritud rahavoogude meetod omalt poolt keskendub ettevõtte poolt esitatud finantsaruannetele ning aktsia väärtus leitakse kui tuua tuleviku rahavood tänapäeva.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk on kalkuleerida ettevõtte Harju Elektri õiglase turuväärtus tänapäevastes turutingimustes. Esimeses peatükis kirjeldatakse õiglase väärtuse hindamise protsessi, tüüpilisi faktoreid ning erinevaid meetodeid. Teises peatükis antakse täpsemat infot ettevõtte Harju Elektri kohta, spetsiifilisemalt nende tegevusest ning tööstusharust, kus ettevõte

tegutseb ning ülevaate finantsseisust koos finantsanalüüsiga. Kolmandas ning viimases sisulises peatükis rakendatakse varasemalt kirjeldatud kahte meetodit ettevõtte aktsia õiglase väärtuse leidmiseks ning sellele lisaks ka autori omapoolne hinnang tulemustele.

Bakalaureusetööks püsitatud uurimisküsimused:

1. Võrreldavate suhtarvude meetod: mis on ettevõtte Harju Elektri õiglase väärtus?
2. Diskonteeritud rahavoogude meetod: mis on ettevõtte Harju Elektri õiglase väärtus?
3. Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused üksteisest?
4. Kui palju erineb ettevõtte Harju Elektri fundamentaalne õiglase väärtus hetke turuväärtusest?

1 ETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1 Õiglase väärtuse hindamise kirjeldus ning peamised meetodid

Ettevõtte aktsia väärtuse hindamine on rahanduse südamikus ning moodustab suure osa igapäevasest tööst indiviididele, kes eelnimetatud valdkonnas tööpostil on. Olgu selleks turu tõhususe uuring ja sellega soetud küsimused, mis puudutavad peamiselt ettevõtte juhtimispoliitikat; või erinevate investeerimisotsuste reeglite võrdlemine kapitalijuhtimise vaatevinklist. (Damodaran, 2006)

Ettevõtte finantsotsuste tegemisel kaalutakse peamiselt erinevaid viise kuidas tõsta ettevõtte väärtust kõige efektiivsemal viisil, muutes investeerimis-, finantseerimis- ning dividendipoliitikat. Portfellihalduses on eesmärk leida alahinnatud ettevõtteid läbi süva-analüüsi, mis kauplevad turul alla oma õiglase turuhinna ning seejärel loota, et turuhind läheneb õiglasele väärtusele oodatud aja jooksul. Analüüsides turgusid, pannakse suurim rõhk turuhinna hetkeväärtuse ning aktsia õiglase väärtuse vahesse ning kui kiiresti toimuvad hinnamuutused ühes või teises suunas. Mõistes millised peamised faktorid mõjutavad ettevõtte väärtust ning kuidas õiglast väärtust kalkuleerida, on finantsiliste otsuste langetamise alustalaks. Arvestades süva-analüüsi tähtsust, võiks oodata, et ettevõtete õiglase väärtuse kalkuleerimine on põhjalikult kirjeldatud mitmetes teaduslikes paberitöodes, kuid tegelikkus demonstreerib vastupidist. On mudeleid, mis saavad rohkem tähelepanu ning on teisi, mis on jäänud teenitud tähelepanuta. Riskihindamine on leidnud tee paljudesse töödesse ning on analüüsitud üpris põhjalikud, aga vastupidiselt pole suurt tähelepanu saanud rahavoogude hindamiseks loodud meetod ning võrdlused erinevate meetodite vahel, et neid efektiivselt kooskõlas kasutada. (Damodaran, 2006)

Igal varal, nii paber- kui reaalaral, on kindel väärtus. Võti edukaks investeerimiseks ning varade haldamiseks ei peitu puhtalt väärtuse lõppnumbri välja selgitamises, vaid pigem just tegelikes allikates, mis annavad varale tema väärtuse. Absoluutselt iga vara on võimalik objektiivselt hinnata, aga erinevad varad nõuavad erinevaid meetodeid ning hindamise detailid erinevad iga juhtumi puhul. (Damodaran, 2012)

Finantsanalüütikud saavad rakendada oma teadmisi erinevates situatsioonides, mille tulemusel saab realiseerida väärtuse hindamise meetodeid mitmesuguste praktiliste probleemide lahendamiseks. Peamised eesmärgid, mida hindamismudelitega püütakse kirjeldada on järgmised (Stowe, 2010):

- Aktsiate valik – tähtsaim küsimus on alati seotud aktsia õiglase väärtuse leidmisel ning kui suurel määral see erineb turul kauplevast hinnast; kas tegemist on ülehinnatud, alahinnatud või õiglaselt hinnatud aktsiaga. (Stowe, 2010)
- Turu ootuste ennustamine – turuhinnad reaalselt peegeldavad nii minevikusündmusi, hetkeseisu kui ka tulevikuootusi. Olulisemad küsimused puudutavad tulevikuga seotud eeldusi ning lubadusi, mida investoritele ettevõtte poolt edastatakse. (Stowe, 2010)
- Ettevõttega seotud sündmuste hindamine – siinkohal peetakse silmas muudatusi ettevõtte juhtimispoliitikas, mis võivad muuta terveid süsteeme ning kuidas ettevõtte oma varasid haldab - näiteks ühinemine teise ettevõttega; teiste ettevõtete ära ostmine või vastupidi müümine; *spin-off* (selle käigus eraldab emaettevõtte osa majandusüksusest ning eralduv osa muutub iseseisvaks majandusüksuseks). (Stowe, 2010)
- Õiglase arvamuse esitamine – kahe ettevõtte ühinemisel püütakse mõlema osapoole õiglast väärtust leida läbi kolmanda isiku (näiteks investeerimispank). (Stowe, 2010)
- Äritegevuse strateegiate ja mudelite hindamine – eesmärgiga maksimeerida aktsionäride väärtust tuleb pidevalt hinnata kasutusel olevaid strateegiaid ning alternatiive. (Stowe, 2010)
- Suhtlemine analüütikutega ja aktsionäridega – kuna hindamise tulemusel esitatavad numbrid on objektiivsed, siis hõlbustavad need kommunikatsiooni isikutega, kes on ettevõttega rahaliselt seotud. (Stowe, 2010)

Üldiselt hõlmavad erinevad hindamisprotsessid viite sarnast sammu (Stowe, 2010):

1. Tööstusharu ning üksikettevõtte tegevuse mõistmine - siin ei piisa ainuüksi üksikettevõtte tegevuse analüüsist, vaid on vajalik mõista kogu tööstusharu ning koostada konkurentsivõime analüüs, mille põhjal on võimalik tuvastada kõige realsemad ettevõtte tuleviku tulemused. (Stowe, 2010)

2. Ettevõtte tegevusmahu prognoosimine – finantspositsiooni (*pro forma*), müügi, kasumi ja dividendi näitajad võetakse analüüsi koostades aluseks. (Stowe, 2010)
3. Sobiva hindamismudeli valimine – sõltuvalt ettevõtte tegevusest ning omadustest on osad mudelid sobilikumad kui teised. (Stowe, 2010)
4. Prognoosi konverteerimine hinnanguks – siinkohal tuleb kasutada subjektiivset hinnangut varasemate objektiivsete analüüside tulemusel leitud andmete põhjal. (Stowe, 2010)
5. Hindamisotsuste rakendamine – olenevalt eesmärgist, võib analüütik siinkohal teha soovitusi aktsia ostmiseks või mitte; määrata tehingu tegeliku väärtuse või hinnata potentsiaalseid reaktsioone strateegia muutmisel. (Stowe, 2010)

Kuna punktis 4. tuleb kasutada subjektiivset hinnangut parima alternatiivi leidmiseks, siis üks juhtivaid põhimõtteid analüütikute seas on olnud, et analüütikud peavad end ise hoidma vastutavana nii pädevuse kui ka käitumise standarditele. (Stowe, 2010)

Analüütikute kasutuses on erinevaid meetodeid aktsia õiglase väärtuse leidmiseks, alates lihtsamatest ning lõpetades komplektsete tuletistega. Kõik mudelid jagavad omavahel teatud omadusi, kuid on piisavalt erinevad, et õigustada ühe mudeli kasutust üle alternatiivide, igal meetodil on oma aeg ning koht. Mudelite liigitamine on oluline investoritele ning analüütikutele, sest see aitab leida sobivaimat alternatiivi. Ükski mudel individuaalselt ei ole *one size fits all* lahendus, sest igal on omad eelised ja puudused. (Kert, 2007)

Üldisemas pildis võib erinevad meetodid jaotada järgnevasse viite gruppi: bilansil põhinevad meetodid, võrreldavate suhtarvude meetodid, reaaloptsioonide hindamise meetodid, rahavoogude diskonteerimise meetodid ning viimaks erinevad sega-meetodid. (Kert, 2007)

Tabel 1. Villu Zirnaski poolt kirjeldatud erinevad õiglase väärtuse hindamise meetodid

Bilansil põhinevad meetodid	Võrreldavate suhtarvude meetodid	Reaal-optsoonide hindamise meetodid	Rahavoogude diskonteerimine	Sega meetodid
Asendusmaksumus	Hind / käive	Black-Scholes'i mudel	Ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine	Lisatulu meetod
Raamatupidamise väärtus	Hind / EBITDA	Monte-Carlo simulatsioon	Dividendide diskonteerimine	Korrigeeritud kasumi diskonteerimise meetodid
Likvideerimise väärtus	Hind / puhaskasum	Bi-nominaalne mudel	Omanike vaba rahavoo diskonteerimine	
Varade turuväärtus	Muud suhtarvud			

Allikas: (Zirnask, 2008)

Üks klassikamatest mudelitest ettevõtte õiglase väärtuse kalkuleerimiseks on diskonteeritud rahavoogude meetod. Mudel nõuab tuleviku rahavoogude prognoosi ning põhineb nende tänapäevasesse väärtusesse konverteerimises. Oluline faktor mudeli kasutusel on investorite nõutav tulumäär. Börsil kauplevate ettevõtete õiglase väärtuse leidmiseks ei saa diskonteeritud rahavoogude meetod enam nii suurt tähelepanu kui aastakümneid tagasi, sest mudel on ajamahukas ja on populaarsust kaotanud peamiselt just sellel põhjusel. (Kert, 2007)

Eelmises lõigus sai mainitud, et diskonteeritud rahavoogude meetod on ajapikku oma populaarsust kaotanud ajamahukuse tõttu, kuna aina aktuaalsemaks on saanud vähem aega nõudva meetodi kasutusele võtmine – võrreldavate suhtarvude meetod. Mitte ainult ei anna see kiiresti adekvaatset ülevaadet ettevõtte finantsseisust võrreldes konkurentidega, vaid on samuti automatiseeritav. Diskonteeritud rahavoogude meetod keskendub peamiselt tuleviku rahavoogudele, kuid

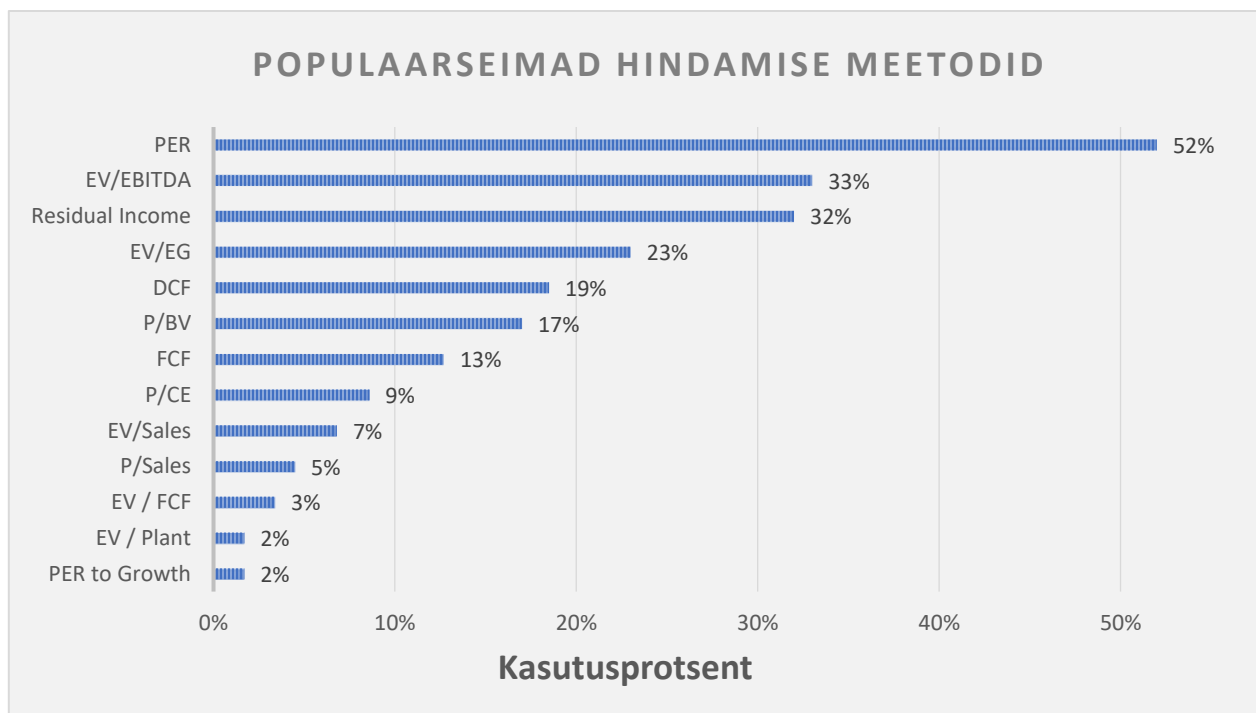
võrreldavate suhtarvude meetod on peamiselt seotud minevikunäitajatega, täpsemalt finantsaruannetest leitud infoga, aga kasutuses on ka suhtarve, mis võtavad aluseks tulevikku prognoosivad näitajad. Kuna minevikunäitajad on 100% korrektsed, siis nendel põhinevad suhtarvud on alati korrektsed ning suure usaldusega, aga vastupidiselt on tulevikku prognoositavate suhtarvude kvaliteet otseses sõltuvuses finantsnäitajate enda täpsusega. (Kert, 2007)

1.2 Võrreldavate suhtarvude meetod

Ideaalses maailmas peaks hindamisel keskenduma ettevõtte objektiivsele sisemisele väärtusele, aga tegelikkuses on enim kasutust leidnud pigem suhteline hindamine. Mitte et üks mudel oleks teisest parem, vaid tihti peale on ajakulul suurem väärtus kui potentsiaalselt täpsemal tulemusel. (Damodaran, 2011)

Suhtelised mudelid hindavad vara väärtust mingi teise varaobjekti väärtuse suhtes. Mudeli fundamentaalne idee põhineb arusaamal, et sarnased varad peaksid turul kaupleva sarnaste hindadega. Mudel seob mitu erinevat hinnakordajat (näiteks aktsiahinna suhtarvud ning rahavood aktsia kohta) või mitu erinevat ettevõtte väärtuse kordajat (näiteks aktsiate koguväärtus ja suhted võlakohustustega). (Stowe, 2010)

Joonis 1. Populaarseimad õiglase väärtuse hindamiseks kasutatavad suhtarvud ning meetodid



Allikas: (Morgan Stanley Dean Witter, 1999)

P/E

Üheks populaarseimaks õiglase väärtuse hindamise suhtarvuks on P/E. Suhtarvu populaarsus tuleneb selle kalkuleerimise kiirusest ning lihtsusest. (Kert, 2007)

Joonis 1. toob välja 13 kõige populaarsemat õiglase väärtuse hindamise meetodit, mida Morgan Stanley analüütikud kasutasid Euroopa ettevõtete analüüsimisel. Vaieldamatult on populaarseim P/E suhtarv, mis on iga teise analüütiku arsenalis, kuid nii teine kui kolmas suhtarv on pea iga kolmanda analüütiku poolt kasutusel. (Morgan Stanley Dean Witter, 1999)

Tabelist leiab kinnituse fakt, et kui palju populaarsemaks on aja jooksul kujunenud võrreldavate suhtarvude meetodid võrreldes rahavoogude analüüsiga. Diskonteeritud rahavoogude analüüsi võib leida alles viiendalt positsioonilt, mis oli tol hetkel vähem kui iga viienda analüütiku igapäevases arsenalis. (Morgan Stanley Dean Witter, 1999)

Aktsiat, mille P/E suhe on madalam kui sarnase konkureeriva ettevõtte P/E väärtus, loetakse paremaks ostuks. Lihtsuse huvides võib öelda, et sellisel juhul müüb aktsia hetkel alla oma tegeliku turuväärtuse ning on alahinnatud, kuid analüütikud peavad mõistma, et võrreldav aktsia võib olla

lihtsalt ülehinnatud ning ei saa absoluutse kindlusega väita, et väiksema hinna ja tulu suhtega aktsia on alahinnatud, vaid pigem suhteliselt alahinnatud. Et börsilt leida alahinnatud aktsiaid, peab investor paika panema oma ootused ning endale selgeks tegema, et miks suhtarvude väärtused erinevad turul kauplevate investorite üldisest konsensusest. (Stowe, 2010)

Valem P/E leidmiseks on järgmine (Damodaran, 2012):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{kasum aktsia kohta (EPS)}} \quad (1)$$

Valemis leitavate tegurite seletus:

EPS - kasum aktsia kohta, saab leida kui aastane puhaskasum jagada koguaktsiate arvuga

PEG

Pärast viimast sajandivahendust on hoogu kogunud PEG suhtarv. Nagu nimigi viitab, on PEG suhtarv leitav kui P/E jagada omakorda oodatud kasvumääraga, mida tähistatakse tähega G. Analüütikute kasutuses on kaks erinevat alternatiivi PEG suhtarvu kasutamiseks - mineviku ja tuleviku tulemuste põhjal kalkuleerimine. Kasvumäär G väärtus mängib suurt rolli lõpliku väärtuse leidmisel. Kasvumäär baasiks võib võtta viimase nelja kvartali tulemused kui ka mitme tulevase aasta prognoositud kasv. Inglise keelsed nimetused suhtarvudele on *forward-looking PEG* (tulevikku prognoosiv) ning *trailing PEG* (minevikku vaatav). Tihti kasutavad analüütikud PEG suhtarvu kooskõlas P/E suhtarvuga, et saada kinnitust kas P/E väärtus on tõepoolest usaldatav. (Schreiner, 2007)

Valem PEG leidmiseks on järgmine (Fernandez, 2002):

$$PEG = \frac{P/E}{\text{oodatav kasvumäär}} \quad (2)$$

Esimene eeldus suhtarvu kasutamisel - PEG väärtus peaks olema madalam ettevõtete hulgas, mis toimetavad suurema riskiga. Teine eeldus suhtarvu kasutamisel - kui kasvukordaja G peaks suurenema kahekordselt, siis kahekordistub ka P/E suhe. Kui too eeldus paika ei pea ning P/E suhe

ei kahekordistu, siis ettevõtted suure kasvumääraga näivad kui odavamad alternatiivid PEG kalkulatsioonide põhjal. (Damodaran, 2006)

PEG nõrkuseks on kallak eelistada lühiajalisele kasvule orienteeruvaid ettevõtteid. PEG on efektiivne suhtarv kui eesmärk on erinevate ettevõtete aktsiaid omavahel paremuse põhjal järjestada, kuna suhtarvu tulemuse abil on võimalik leida aktsia oodatavat kasvumäära kindla tulevase perioodi jooksul. (Damodaran, 2006)

P/B

P/B tähendab aktsia hinna jagamist raamatupidamisliku väärtusega. Suhtarv leiab kasutust peamiselt ettevõtetes, mille põhitegevus nõuab suuri kapitalivarusid ning investeringuid, näiteks nafta ja gaasi ettevõtted või finantsettevõtted. (Schreiner, 2007)

Võrreldes omavahel P/E ning P/B suhtarvude fundamentaalseid komponente, siis mõlemad on sõltuvuses ettevõtte omakapitali riskimäärast. P/E on seotud just tuleviku rahavoogude kasvust, kuid P/B on omalt poolt ajalooliselt olnud mõjutatud ROCE (inglise keeles *return on capital employed*) tuleviku väärtusest ning raamatupidamisliku omakapitali kasvust. (Damodaran, 2012)

Valem P/B leidmiseks on järgmine (Fernandez, 2002):

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{aktsia raamatupidamislik väärtus}} \quad (3)$$

P/B on populaarsust kogunud investorite ning analüütikute hulgas, kuna suhtarvu kalkuleerides võetakse aluseks bilansilised väärtused ning pea alati on tulem positiivse väärtusega, isegi kui EPS on negatiivne või null. Kui EPS ongi negatiivne või null, ei ole P/E suhtarvuga midagi teha, väärtusetu tulemus. P/B on oma kordajate tõttu stabiilsem kui EPS ning täpsem kui EPS on ebaloomulikult kõrge või madal. (Damodaran, 2012)

P/B suhtarvul on samuti omad miinused, esiteks ei võta valemikordajad bilansis arvesse tööjõudu ning nende panust ettevõtte väärtuse loomisesse. P/B teiseks nõrkuseks on asjaolu, et suurt rolli mängib bilansiline vara, mis amortiseerub ning on pidevas tsüklis ja seotud inflatsiooniga. Lisaks, kui võrreldavad ettevõtted kasutavad erinevaid raamatupidamisstandardeid, siis ei ole P/B suhtarvud omavahel mitte mingilgi viisil objektiivselt võrreldavad. (Damodaran, 2012)

P/S

Järgmine suhtarv on P/S ehk aktsia hinna jagatis käibega aktsia kohta. Reeglina on P/S suhtarv kasutuses ettevõtetes, mille väärtus aktsionäridele peitub aastases käibes, näiteks investeerimisettevõteted. (Stowe, 2010)

Valem P/S leidmiseks on järgmine (Fernandez, 2007):

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{käive aktsia kohta}} \quad (4)$$

USA ettevõtete põhjal tehtud analüüsis tuvastati, et P/S suhtarv oli kõige efektiivsem suhtarv leidmaks alahinnatud aktsiaid. Järgnevatel põhjustel on analüütikud kiitnud P/S suhtarvu kasulikkust (Stowe, 2010):

- Müügi käibe on suurema usaldusega kui EPS või aktsia bilansiline väärtus, kuna seda on raskem manipuleerida. Näiteks võib EPS-i kalkuleerimisel kasutada subjektiivseid meetodeid kulude mahakandmisel, aga müügitulu on alati objektiivselt nähtav ning ei nõua kulude mahakandmist. (Stowe, 2010)
- Täpselt nagu P/B kalkuleerimisega, võib P/S-i kasutamisel EPS olla negatiivne.
- P/S suhtarvu võib kasutada julgelt aktsiate väärtustamisel kui ettevõtte teenivad null-kasumit või isegi kahjumit. (Stowe, 2010)

Suhtarvu puudused (Stowe, 2010):

- Iga ettevõtte peab mingil hetkel hakkama teenima kasumit või null-kasumit, et mitte rahast tühjaks tilkuda. Sel põhjusel võib ettevõtte näida imelise P/S suhtega kui müügitulu on suurenenud, kuid samal ajal teenitakse kahjumit. (Stowe, 2010)
- Aktsia hind kajastab endas ettevõtte kasumit, võlgnevusi ning riskimäära. P/S suhtarv kasumit arvesse ei võta, vaid kasutab selle asemel müügitulu. Sel põhjusel on suur hulk eksperte asendanud P/S suhtarvus müügitulu hoopis ettevõtte väärtusega. (Stowe, 2010)
- P/S ei peegelda endas võrreldavate ettevõtete puhul erinevaid kulustruktuure. (Stowe, 2010)

EV/EBITDA

Järgmine suhtarv on EV/EBITDA. Sisuliselt kajastab suhtarv endas ettevõtte väärtuse suhet tuluga enne intressi-, tulumaksu- ja amortisatsioonikulusid. (Schreiner, 2007)

Valem EV/EBITDA leidmiseks on järgmine (Fernandez, 2002):

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Ettevõtte väärtus}}{\text{Kasum enne intresse, makse ja amortisatsiooni}} \quad (5)$$

EV/EBITDA suhtarv sai investeerimispankurite võtmekordajaks kui oli vaja kalkuleerida ettevõtete vaheliste tehingute tegelikke väärtusi. Ettevõtte väärtuse kasvades ei ole suhtarv niivõrd palju mõjutatud kapitali struktuurimuutustest, kuid peamiselt just omakapitali kordajatest. Boonuseks on fakt, et erinevad maksuseadused ei mõjuta EBITDA näitajat mingil viisil ning lisaks ei võta kordaja arvesse intresse ega amortisatsiooni, mis muudab EBITDA universaalseks mõõdupuuks. (Schreiner, 2007)

EV/EBITDA ei võta arvesse meetodeid maksude optimeerimiseks ning tihtipeale võib ülehinnata kasvava käibekapitaliga ettevõtte rahavooge. (Schreiner, 2007)

Dividenditootlus

Ettevõtteid, mis on analüüsihetkeks jõudnud stabiilsesse faasi, on efektiivne hinnata dividenditootluse suhtarvu põhjal. Kasvufaasis ettevõtted ei kvalifitseeru tihti suhtarvu kasutamiseks, kuna ei maksta dividende, vaid peamine fookus on ettevõtte mahu kasvul ning laienemisel. (Kert, 2007)

Valem dividenditootluse leidmiseks on järgmine (Kert, 2007):

$$\text{Dividenditootlus}(\%) = \frac{\text{dividend aktsia kohta}}{\text{aktsia hind}} \quad (6)$$

Hetkel veel kasvufaasis olevate ettevõtete keskmine dividenditootlus, kui see üldse eksisteerib, jääb reeglina 0-2% vahemikku. Küll aga suuremad ettevõtted, mida võib siinkohal kutsuda ka dividendiettevõteteks, omavad keskmiselt 10% dividenditootlust. (Kert, 2007)

Tabel 2. Kokkuvõttev tabel eelkirjeldatud suhtarvude fundamentaalsetest teguritest

Suhtarv	Fundamentaalsed tegurid
P/E	Proгноositav kasv, väljamakse suurus, riskimäär
P/B	Proгноositav kasv, väljamakse suurus, riskimäär, omakapital tootlus
P/S	Proгноositav kasv, väljamakse suurus, riskimäär, puhaskasumi marginaal
EV/EBITDA	Proгноositav kasv, taas-investeermise määr, riskimäär, kapitalitootlus, maksumäär

Allikas: (Damodaran, 2011)

Vaatamata ainult objektiivsete finantsnäitajate kasutamisele, omab analüüs endas subjektiivset elementi. Silmas tuleb pidada, et suhtarvude võrdlus on ainult niivõrd täpne kui võrreldavad ettevõtted omavahelises seoses – olgu selleks sarnane tööstusharu, ettevõtte struktuur või muud spetsiifilised tegurid. Kui otsida absoluutset tõde, siis seda ei leia kuskilt, kuid analüüs suhtarvude põhjal on tähtis samm informeeritud investeerimisotsuse tegemiseks ning põhjusega tipp analüütikute kasutuses. (Kert, 2007)

1.3 Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetodi arvestamisel võetakse aluseks tuleviku rahavoogude prognoos ning investorite nõutav tulumäär. (Gajek, 2016)

Aja jooksul on käesolev meetod leidnud kasutust aina vähem. Kuna tegemist on ainsa kontseptuaalselt korrektse mudeliga, siis sellel põhjusel leiabki ta veel tänapäeval laialdast kasutust. (Fernandez, 2007)

DCF mudel on sõltuvuses ettevõtte enda riskimäärast, omanike nõutavast tulumäärast ning tuleviku rahavoogudest. (Kert, 2007)

Tuleviku rahavoogude nüüdisväärtus

Tuleviku rahavoogude nüüdisväärtusesse toomise mudelid on üles ehitatud finantsprognoside alusel. Kalkuleerimisel tuleb arvesse võtta kõikide ettevõtte osakondade rahalised toimingud, näiteks personalipalgad, toormaterjalid, transpordikulud, kommunaalkulud ja rendihinnad. Mudelit kasutades on väga tähtis tulumäär, selle kalkuleerimisel tuleb arvesse võtta minevikusündmused, potentsiaalsed tuleviku sündmused, hetke majandustsükkel ja ajalooline aktsia volatiilsus. Tulumäära määravad ettevõtte seotud juhatusevälised inimesed, kes on otseselt ettevõttesse investeerinud. (Fernandez, 2007)

Valem tuleviku rahavoogude nüüdisväärtuse leidmiseks on järgmine (Stowe, 2010):

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (7)$$

Valemis leitavate tegurite seletus:

PV – tuleviku rahavoogude nüüdisväärtus

t – perioodide arv

n – vara eluiga

FCFF – tulevased rahavood

WACC – kapitali kaalutud keskmine hind

FCFF

Vabad rahavood ettevõttesse (inglise keeles *Free Cash Flow to Firm*) on ettevõttesiseste operatsioonide läbiviimiseks vajalik rahahulk. Vabade rahavoogude summa sõltub käibetegevuseks kasutusel olevast kogusest, samaaegselt ignoreerides laenukohustusi. (Fernandez, 2007)

Pärast tegevuskulude, investeeringute ning riiklike maksude mahaarvamist leiamegi ettevõttesisese vaba rahavoo kogusumma, millest hiljem on võimalus teha väljamakseid nii aktsionäridele kui ka omanikele. (Fernandez, 2007)

Valem vabade rahavoogude leidmiseks on järgmine (Zirnask, 2008):

+ EBIT (kasum enne intresse ja riiklike makse) * (1-maksumäär)

+ Kulum

- Investeeringud põhivarasse

- Käibekapitali muutus

= Ettevõtte vabad rahavood

Käibekapital

Käibekapital (inglise keeles *Net Working Capital*) on delta käibevarade ning lühiajaliste võlgnevuste vahel. Käibekapital on ettevõtte likviidsuse, käibetegevuse efektiivsuse ja lühiajaliste finantskohustiste tervislikkuse näitaja. (Tearu & Krumm, 2005)

Kui ettevõtte omab suurt käibekapitali hulka, siis teoorias peaks jääma pärast kohustuste maksmist raha üle, et investeerida ning kasvatada oma tegevusmahtu. Kui käibevara hulk on madal, võivad ettevõttel tekkida likviidsusprobleemid ehk raskused tagasi maksta laenukohustisi, halvimal juhul isegi täielik pankrot. (Olivia, 2011)

Valem käibekapitali leidmiseks on järgmine (Tearu & Krumm, 2005):

$$\text{Käibekapital} = \text{käibevarad} - \text{lühiajalised kohustised} \quad (8)$$

Käibevarad jagunevad (Rahandus, 2019):

- raha ja raha ekvivalendid
- klientide tasumata arved
- laovarud

Lühiajalised kohustised jagunevad (Rahandus, 2019):

- lühiajalised laenud
- tarnijatele tasumata arved

WACC

Ettevõtte diskontomäär ehk kapitali kaalutud keskmine hind (inglise keeles *Weighted Average Cost of Capital*) on võõrkapitali ja omakapitali hindade keskmine väärtus. Ajalooliselt on laenukapitali kasutus olnud soodsama tulumääraga kui omakapitali hind. Arvutuse käigus tuleb mõlemad komponendid arvesse võtta täpsete osakaaludega. (Konkurentsiamet, 2016)

Kapitali maksumus on oluline näitaja omakapitali hindamisel, eriti kui analüütikute kasutuses on vaid kaudsed andmed koguväärtuse arvutamiseks, näiteks tuleviku rahavoogude nüüdisväärtuse mudel. Valem kaalutud keskmise kapitali hinna leidmiseks on järgmine (Konkurentsiamet, 2016):

$$WACC = \frac{OK}{OK + VK} \times k_e + \frac{VK}{VK + OK} \times k_d \quad (9)$$

Valemis leitavate tegurite seletus:

WACC – kaalutud keskmine kapitali hind

OK – omakapitali osakaal (%)

VK – laenukapitali osakaal (%)

K_e – omakapitali hind

K_d – laenukapitali hind

CAPM

Omakapitali hinda on võimalik leida mitmel viisil - nii ajalooliste andmete alusel kui ka rahandusteoreetiliste mudelite alusel. Suurimat kasutust leiab CAPM (inglise keeles *Capital Assets Pricing Model*), mis spetsialiseerub ettevõtte finantsvarade väärtuse hindamisele. (Konkurentsiamet, 2016)

Investorid teevad investeerimisotsuseid lähtudes kogu portfelli keskmisest tootlusest, mitte üksikettevõtte riski põhjal. Siinkohal tuleb investoritel teha otsus, et kui suurt süstemaatilist riski nad endale võtta tahavad. Süstemaatiline risk tähendab riskitaset, mida portfelli mitmekesistamine enam kuidagi ei mõjuta. Omakapitali hinna kalkuleerimisel on oluline võtta arvesse nii riskivaba tulumäär kui ka turu riskipremia. (Stowe, 2010)

Valem omakapitali hinna leidmiseks on järgmine (Stowe, 2010):

$$E(R_i) = R_f + \beta \times [E(R_m)] \quad (10)$$

Valemis leitavate tegurite seletus:

$E(R_i)$ – omakapitali hind

R_f – riskivaba tulumäär

β – beetakordaja

$E(R_m)$ – tururiski preemia

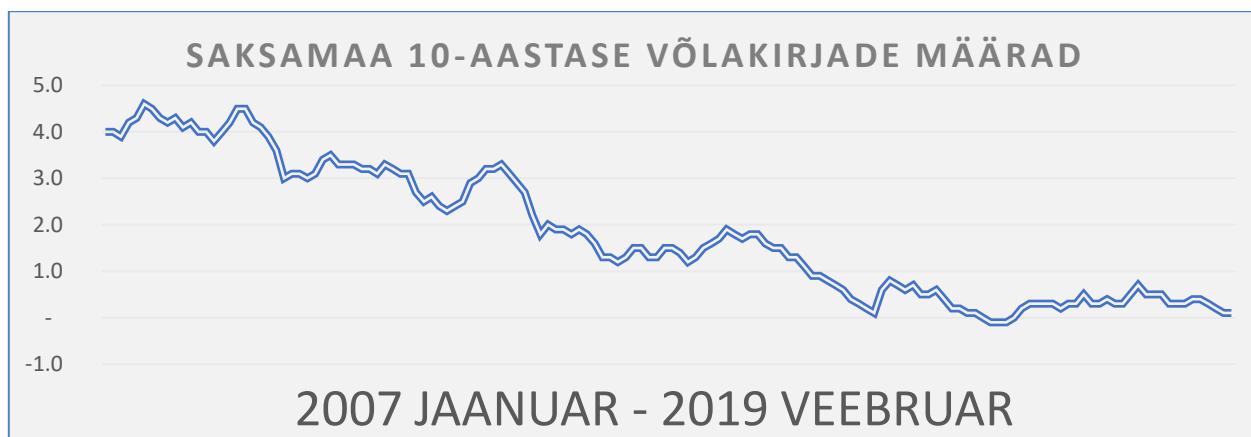
Riskivaba tulumäär

Riskivabal tulumääral puudub risk ning on ainus tuluallikas, kus investorid võivad oodata riskivaba tootlust. Riskivabad tulumäärad on kõige tavalisemal juhul arvatatud riiklike võlakirjade tulususe põhjal. (Konkurentsiamet, 2016)

Riskivaba tulumäära suurim hinnakujundaja on terve majanduse kapitali nõudmise ja pakkumise suhe ning riiklikult survestatud inflatsiooni määr. (Teearu & Krumm, 2005)

Eestis kasutatakse riskivaba tulumäära avutamisel peamiselt Saksamaa 10-aastaseid võlakirjasid ning nende viimase viie aasta keskmiseid väärtusi, millele lisatakse Eesti omapoolne riskipreemia. (Konkurentsiamet, 2016)

Joonis 2. Saksamaa 10-aastase võlakirja keskmised tulumäärad vahemikus 01.2007 – 02.2019



Allikas: (OECD, 2019)

Omakapitali riskipreemia

Omakapitali riskipreemia on lisatulu (inglise keeles *Premium*), mida investorid ootavad võlakirja omades. Riskipreemia väärtus on korrelatsioonis tuleviku rahavoogude nüüdisväärtusega, mille põhjal kujuneb investori oodatav tootlusmäär. (Stowe, 2010)

Omakapitali riskipreemia tootlus ei asenda riskipreemiat, vaid täiendab seda, need kaks komponenti koos määravadki lõpliku võlakirja tootluse. Tururiski preemia tähendab kompensatsiooni süstemaatilise riski võtmise eest. Omakapitali tururiskipreemia leidmisel võib kasutada kahte alternatiivi – ajalooliste andmete põhjal ning tuleviku prognooside põhjal riskipreemia leidmine. Eelistatum meetod tururiskipreemia arvutamiseks on geomeetriline keskmine mineviku väärtuste alusel. (Konkurentsiamet, 2016)

Tabel 3. Geomeetrilised ning aritmeetilised tururiski preemiate keskmised vahemikus 1900 – 2018

Regioon	Geomeetriline keskmine	Aritmeetiline keskmine
Euroopa	1,2	2,4
Jaapan	-0,8	1,7
Šveits	2,3	2,7
Suurbritannia	1,8	2,7
USA	1,9	2,4
Maailm	1,9	2,5
Maailm ilma USA-ta	1,6	2,6

Allikas: (Credit Suisse, 2019)

Beetakordaja

Beetakordaja väärtus tähistab tururiski või süstemaatilist riski, mis näitab tundlikust vara enda tootluse ning terve portfelli tootluse vahel (Stowe, 2010). Beetakordaja näitab terve ettevõtte riskipositsiooni võrreldes turu keskmisega. Kui aktsia beeta on võrdne ühega, siis on tegemist täpselt turukeskmise volatiilsusega. Kui aktsia beeta on alla ühe, siis on tegemist turu keskmisest väiksema väärtusega ning täpselt sama loogika kehtib ka vastupidiselt (Konkurentsiamet, 2016). Turu keskmine beetakordaja väärtus on alati üks. (Kõomägi, 2006)

Valem beetakordaja väärtuse leidmiseks on järgmine (Konkurentsiamet, 2016):

$$\beta_e = \beta_a \times (1 + VK/OK) \quad (11)$$

Valemis leitavate tegurite seletus:

β_e – ettevõtja finantsvõimendusega beeta

β_a – majandusharu finantsvõimendusega beeta

VK – võlakapitali osakaal

OK - omakapitali osakaal

Terminaalväärtus

Avalikul turul kaupleva ettevõtte on näivalt lõpmatu kestvusega elu, mis vihib lõpmatutele rahavoogudele. Küll aga lõpmatuid rahavoogusid objektiivselt hinnata on võimatu. Selle tõttu hinnatakse tuleviku rahavoogusid vaid määratud kasvuperioodi jooksul ning seejärel kõikide rahavoogude terminaalkväärtuse põhjal. (Damodaran, 2011)

Valem terminaalkväärtuse leidmiseks on järgmine (Damodaran, 2011):

$$\text{Terminaalkväärtus} = \frac{\text{viimasele perioodile järgnenud rahavood}}{(WACC - G)} \quad (12)$$

Valemis leitavate tegurite seletus:

WACC – kaalutud keskmine kapitali hind

G – ettevõtte kasvumäär

Oodatav kasvumäär

Mitte ükski ettevõtte ei saa püsivalt kasvada kiiremini kui turud, milles toimetatakse. Hinnates kasvumäära piiranguid, tuleb silmas pidada järgmiseid tegureid (Damodaran, 2011):

- Siseriiklik või rahvusvaheline ettevõtte – sõltuvalt eeltoodud piirangust, võib määrata kasvumäära lae, siseriikliku ettevõtte puhul on selleks riik, kus tegutsetakse ning rahvusvahelise ettevõtte puhul on selleks globaalne kasvumäär. (Damodaran, 2011)

- Hindamine nominaalses või reaalses väärtuses – nominaalse hindamise korral tuleb piiranguks võtta inflatsioon, reaalne inflatsioon on madalam kui nominaalne inflatsioon. (Damodaran, 2011)
- Valuutarisk – kui kasutusel on kõrge inflatsiooniga valuuta, siis on kasvu piirid suuremad, kuna oodatav inflatsioonimäär lisatakse reaalsele kasvule. Madala inflatsiooniga valuuta puhul on tulemus vastupidine. (Damodaran, 2011)

Valem oodatava kasvumäära väärtuse leidmiseks on järgmine (Damodaran, 2011):

$$Oodatav\ kasvumäär = Reinvesteeringismäär \times ROE(omakapitalitootlus) \quad (13)$$

Otsides ettevõtte koguväärtust tuleb diskontomäära abil leitud tuleviku rahavood nüüdisväärtuses liita diskonteeritud terminaalväärtusele (Damodaran, 2012). Leidmaks ettevõtte aktsia õiglast väärtust, tuleb leitud ettevõtte väärtus koos terminaalväärtusega jagada aktsiate koguhulgaga. (Stowe, 2010)

Õiglase väärtuse hindamine on täpne, kuid hilinevad reaktsiooniga. Ehk teisisõnu turul tegutsev ettevõtte võib pürgida õiglase väärtuse suunas, kuid hetkel toimetab kas alahinnatult või ülehinnatult ning muutused ettevõtte õiglasest väärtuses ei kajastu reaalsuses kiiresti. Sellel perioodil kui informatsioon liigub ettevõttest investoriteni, võib ettevõtte läbi viia struktuurmuutuseid või muuta ettevõttesisest poliitikat, mis muudavad turul kajastuva info aegunuks. (Damodaran, 2006)

2 HARJU ELEKTER

2.1 Ettevõtte Harju Elektri tutvustus

Harju Elekter toodab elektriseadmeid alates 1968. aastast. Harju Elektri kontserni tegevust saab jagada kaheks ärisegmendiks – esmalt tootmine ning teisena kinnisvara ja muud tegevused. (Harju Elekter, 2019)

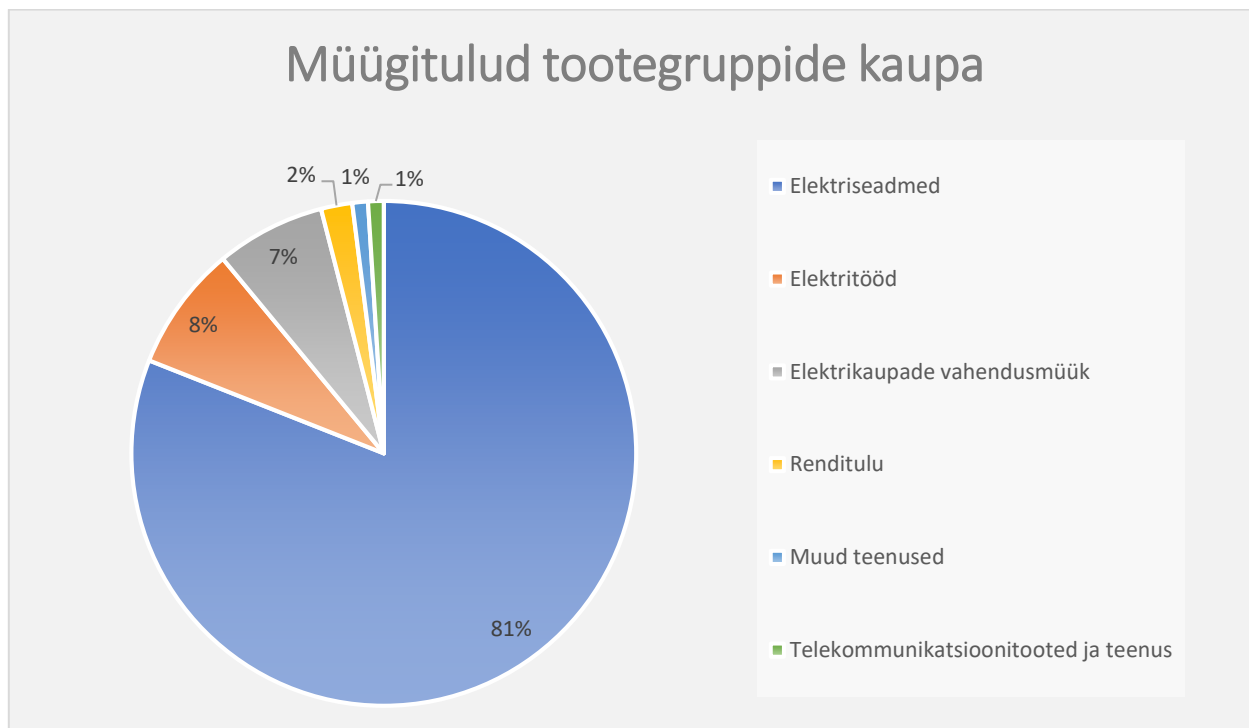
Harju Elekter Grupp koosneb seitsmest tütarettevõttest. Harju Elekter Elektrotehnika, asukoht Keilas, toodab seadmeid energijaotusvõrkudele, milleks on alajaamad, kaablikanalid ja jaotuskilbid; tagab tööstusliku kontrolli ja automaatikat süsteemidele nii energeetika- kui ka tööstussektoritele ning kommunaalteenustele. AS Harju Elekter Teletehnika, asukoht Keilas, põhitegevus on lehtmetalltoodete tootmine elektrotehniliste ja telekommunikatsioonifirmade vajadustele. Soome ettevõtted, Satmatic Oy ja Finnkumu Oy, toodavad energijaotussüsteemi, tööstusliku kontrolli ja automatiseerimise süsteeme energeetika- ja tööstussektoris ning eeltöödeldud alajaamu energeetikasektoris. (Harju Elekter, 2019)

2003. aasta oktoobris ostis Harju Elekter 51% Leedu äriühingu Rifas aktsiatest ja 2015. aastal ülejäänud poole, mis tagas Harju Elektrile tütarettevõtte täieliku osaluse. Ettevõtte põhitegevuseks on elektriliste juhtimis- ja jaotusseadmete tootmine ja müük ning tööstusautomaatika seadmete projekteerimine ja paigaldamine. 2010. aastal asutati kontserni toodete müügiks Rootsis ja Põhjamaades müügiettevõtte Harju Elekter AB, Harju Elektri osalus on 90%. 2016. aasta oktoobris ühines grupiga kinnisvarafirma Harju Elekter Kiinteistöt Oy. Alates 2017. aasta märtsist kuulub Harju Elekter Grupile väikese kaubandusgrupiga Energo Veritas OÜ, mille osalus on 80,5%. 2017. aasta juunis allkirjastas AS Harju Elekter laevaehitustööstuse elektrilepingutega tegeleva elektrotehnikaettevõtte Telesilta Oy ostu-müügilepingu ja 2017. aasta detsembris omandas AS Harju Elekter Rootsi firma SEBAB AB ning tema tütarettevõtte Grytek AB. (Harju Elekter, 2019)

Järgnev sektordiagramm toob välja 2018. aastal saadud müügitulu kõige tulusemate tootegruppide alusel. Tuluseim tootegrupp on elektriseadmed, mis moodustasid 81% kogutulust, järgnevad kaks

on veel ainsad, millel on märkimisväärne tulu. Elektritööde tulu moodustab 8% ning elektrikaupade vahendusmüük ühe protsendi võrra vähem – 7%. (Harju Elekter, 2019)

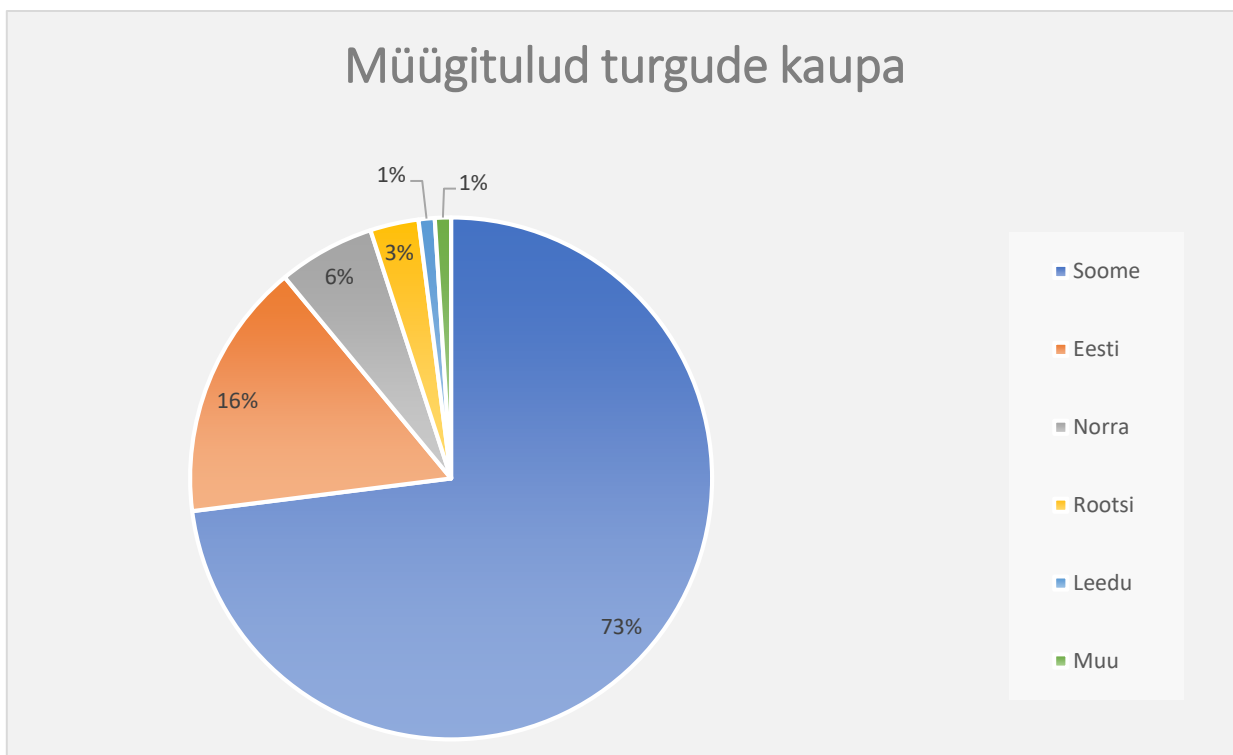
Joonis 3. Harju Elektri müügitulu tootegruppide kaupa aastal 2018



Allikas: (Harju Elekter, 2019)

Järgnevas sektordiagrammis on näha 2018. aastal teenitud müügitulu riigiti. Kõige tulusam turg oli Soome, mis moodustas 73% kogu tulust. Sellele järgnes Eesti, mis tõi sisse 16% kogutulust. Vaid kaks riiki lisaks Eestile ja Soomele panustasid kogutulusse rohkem kui ühe protsendi, nimelt Norra kuue protsendiga ning Rootsi kolme protsendiga. (Harju Elekter, 2019)

Joonis 4. Harju Elektri müügitulu turgude kaupa aastal 2018



Allikas: (Harju Elekter, 2019)

2.2 Ettevõtte Harju Elekter finantsanalüüs

Finantsolukorra parema ülevaate andmiseks keskendub käesolev peatükk finantsanalüüsile. Käesolev analüüs on alus järgmises peatükis leitava ettevõtte õiglase väärtuse kalkuleerimiseks nii diskonteeritud rahavoogude kui ka võrreldavate suhtarvude meetodi kaudu. Finantsanalüüsi hindamiseks võetud periood on 2007 kuni 2018, et näha olukorda enne viimast suurt majanduskriisi, taastumist ning kasvu tänapäevani.

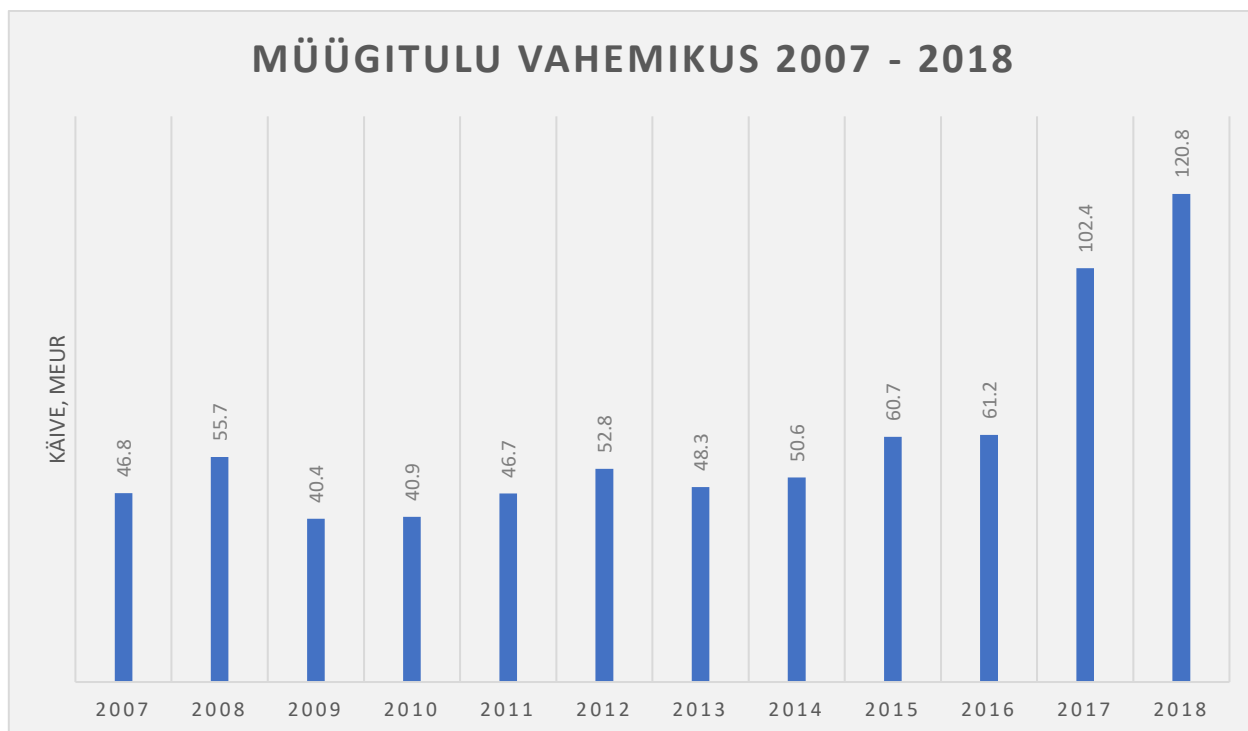
Müügitulu

Harju Elekter ei suutnud müügikäivet märkimisväärselt kasvatada pea kümme aastat, 2007. aastal oli müügitulu 46,8 miljonit eurot ning 2016. aastal oli müügitulu 61,2 miljonit eurot. Tegemist on

vaid 31% kasvuga üle 10 aasta. Faktoreid selleks on mitmeid - ettevõtte keskendus sellel perioodil rohkem kodumaistele turgudele ning negatiivset mõju avaldasid veel lisaks sanktsioonid Venemaal ja Eestisiseste ettevõtete pankrotistumine. (Harju Elekter AS, 2016)

2016. aasta jooksul tehtud otsused muutsid täielikult ettevõtte sihti ning investeerimisepoliitikat. Suurimaks fookuseks sai Soome turg ning tähelepanu hakati pöörama muudele Lääne-Euroopa turgudele (Harju Elekter AS, 2016). Tänu edukatele investeeringutele ning headele lepingutele Soome ja Rootsi ettevõtetega, suurendas Harju Elekter enda müügitulu 2017. aastal 67% ning võis esmakordselt müügitulu numbrit näha kuuekohalisena – 102,4 miljonit eurot. (Harju Elekter AS, 2017)

Joonis 5. Harju Elektri müügitulu vahemikus 2007 - 2018



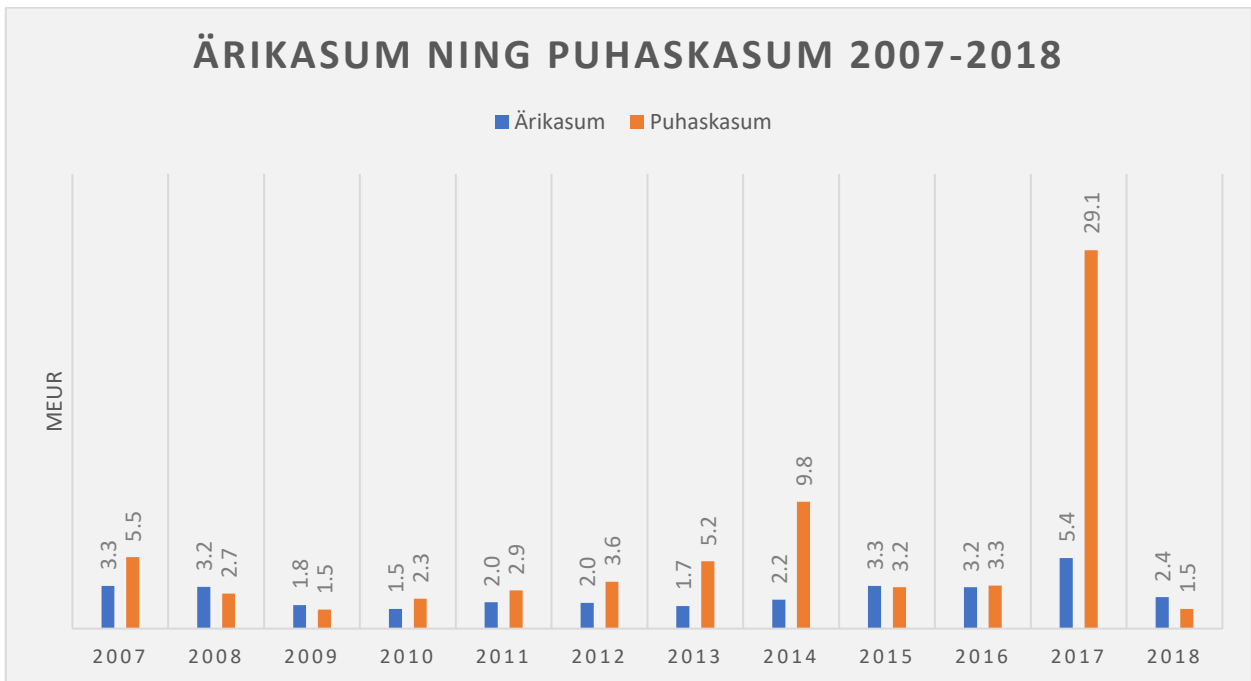
Allikas: Autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Kasum

Harju Elekter ei ole suutnud enda ärikasumit ja puhaskasumit iga-aastaselt suurendada nagu müügitulu. Silma hakkab vaid kolm erinevat aastat, kus puhaskasum oli hüppeliselt kõrgem kui perioodi keskmine - aastad 2013, 2014 ning 2017.

2013. aasta märkimisväärne hüpe puhaskasumis oli tingitud headest investeeringutest ning oodatust kõrgemas tootluses. 2014. aasta puhaskasum oli tingitud oodatust kõrgemas müügitulust just väljaspool Eestit, müügitulu sel perioodil kasvas 70%. 2017. aastal oli tegemist erakorralise tuluga, mis ei olnud planeeritud. Ilma erakorralise tuluta oleks puhaskasum olnud 4,3 miljonit eurot, mis on sellegipoolest hea tulemus võrreldes keskmisega. Erakorraline tulu oli tingitud lepingutest Soome ja Rootsi ettevõtetega aasta lõpus ning selle tulemusel kasvas ka müügitulu 67% võrreldes 2016. aastaga. 2007. kuni 2018. aasta perioodi keskmine ärikasum on 2,7 miljonit eurot ning puhaskasumi keskmine, kasutades 4,3 miljonit eurot aastal 2017, on 3,7 miljonit eurot.

Joonis 6. Harju Elektri äri- ning puhaskasum vahemikus 2007 - 2018



Allikas: Autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Järgmised lõigud keskenduvad suhtarvude analüüsile ning võib jaotada nelja suuremasse gruppi: tasuvuse suhtarvud, efektiivsuse suhtarvud, likviidsussuhtarvud ning viimaks finantsvõimenduse suhtarvud.

Tasuvuse suhtarvud

Tasuvuse näitajad (inglise keeles *Profitability Ratios*) kalkuleerivad kui efektiivselt majandab ettevõtte enda kulusid ja tulusid seoses tuluteenivate operatsioonidega. (Rahandus, 2019)

Tabel 4. Ettevõtte Harju Elektri tasuvuse suhtarvud vahemikus 2007 - 2018

TASUVUS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Brutokasumi marginaal	18,7%	15,8%	16,8%	15,1%	16,7%	16,4%	17,5%	17,9%	17,0%	16,9%	15,0%	13,2%
EBITDA marginaal	12,9%	5,7%	4,7%	6,4%	7,0%	7,7%	11,7%	20,7%	6,7%	6,4%	29,5%	2,1%
Ärikasumi marginaal	7,0%	5,8%	4,5%	3,7%	4,3%	3,7%	3,6%	4,4%	5,4%	5,2%	5,3%	2,0%
Puhaskasumi marginaal	11,7%	4,8%	3,6%	5,6%	6,3%	6,8%	10,7%	19,3%	5,3%	5,4%	28,4%	1,3%
Varade puhasrentaablus (ROA)	11,9%	7,0%	3,7%	4,2%	5,6%	6,0%	7,3%	14,0%	4,8%	4,5%	32,4%	1,5%
Omakapitali puhasrentaablus (ROE)	15,6%	10,0%	4,5%	5,0%	7,0%	7,2%	8,1%	16,3%	5,5%	5,5%	41,7%	2,3%

Allikas: Autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Efektiivsuse suhtarvud

Efektiivsuse suhtarvud (inglise keeles *Efficiency Ratios*) mõeldavad ettevõtte varade kasutamise efektiivsust. Peamiselt on kasutusel neli populaarsemat suhtarvu: varade käibekordaja, lühiajaliste võlgnevuste käibekordaja, varude käibekordaja ning keskmise laekumisperioodi pikkus. (Rahandus, 2019)

Tabel 5. Ettevõtte Harju Elektri efektiivsuse suhtarvud vahemikus 2007 - 2018

EFEKTIIVSUS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Varade käibekordaja	1,0	1,4	1,0	0,7	0,9	0,9	0,7	0,7	0,9	0,8	1,1	1,2
Keskmine laekumisperiood	42,2	41,6	40,5	57,8	61,4	44,9	31,0	72,0	40,2	50,6	48,4	67,1
Varude käibekordaja	5,7	7,1	8,0	7,6	7,0	8,3	8,3	6,2	8,5	6,3	7,9	6,9
Varude käibevälde	64	52	46	48	52	44	44	58	43	58	46	53

Allikas: Autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Likviidsussuhtarvud

Ettevõtte likviidsuse all peetakse silmas ettevõtte võimet tasuda lühiajaliste kohustiste eest olemasoleva rahaga. Likviidsuse hindamiseks kasutatakse enamasti kolme suhtarvu - lühiajalise võlgnevuse kattekordaja (inglise keeles *Current Ratio*), maksevõime kordaja (inglise keeles *Quick Ratio*) ning viimaks rahakordaja (inglise keeles *Cash Ratio*). (Rahandus, 2019)

Tabel 6. Ettevõtte Harju Elektri likviidsussuhtarvud vahemikus 2007 - 2018

LIKVIIDSUS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	1,6	1,6	1,6	1,8	1,8	1,8	2,3	2,8	2,7	2,1	2,4	2,2
Likviidsuskordaja	0,8	0,8	0,9	1,1	1	1,1	1,4	1,9	1,7	1,3	1,6	1,5
Rahakordaja	0,25	0,14	0,33	0,32	0,09	0,41	0,67	1,19	0,77	0,26	0,64	0,12

Allikas: Autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Ettevõtte Harju Elektri puhul võib välja tuua stabiilse kasvu likviidsuse parendamise suunas. Vaadates ettevõtte suhtarve aastal 2007, siis maksevõime kordaja väärtus oli väiksem kui 1 ning aastal 2018 lõpetati suhtarvu väärtusega 1,5, mis on hea. Sama trendiga on liikunud ka lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja, kuid see ei ole probleemne olnud terve vaadeldava perioodi jooksul. 2018. aastal oli lühiajalise võlgnevuse kattekordaja väärtus 2,2, mis on veidi kõrgem kui ideaalse vahemiku ülempiir. See tähendab, et Harju Elekter võib julgelt võtta lühikesi lisakohustusi, et investeerida kasvu või vähendada käibevarasid muudel viisidel. Kesine on olnud rahakordaja näitaja läbivalt terve vaadeldava perioodi jooksul. 2018. aasta lõppseisuga oli rahakordaja näitaja

vaid 0,12, mis tähendab, et lühiajalised kohustised on *circa* 8 korda suuremad kui raha ja raha ekvivalendid.

Kokkuvõtvalt on ettevõtte Harju Elekter hea likviidsusvõimega ning ei tohiks tekkida mingeid maksevõime raskusi, seda muidugi juhul kui ettevõtet ei taba mingi erakorraline kulu, mis nõuab lühiajalist maksekohustust.

Finantsvõimenduse suhtarvud

Finantsvõimendusega seotud suhtarvud näitavad kui suurel määral kasutab ettevõtte võõrkapitali ehk laenukapitali oma tulutegevuse finantseerimiseks. Mida rohkem laenukapitali ettevõtte kaasab, seda suurem on finantsvõimendus. Analüüsis kasutusele võetavad suhtarvud on võlakordaja, kohustise ja omakapitali suhe ning viimaks intresside kattekordaja. (Rahandus, 2019)

Tabel 7. Ettevõtte Harju Elektri finantsvõimenduse vahemikus 2007 - 2018

FINANTSVÕIMENDUS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Võlakordaja	18%	30%	18%	17%	21%	16%	10%	14%	13%	18%	22%	32%
Kohustise ja omakapitali suhe	23%	44%	23%	21%	26%	19%	11%	17%	14%	22%	29%	47%
Intresside kattekordaja	36	18	26	42	55	89	171	337	123	164	1079	43

Allikas: Autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

2.3 Harju Elektri aktsia ülevaade

Harju Elektri aktsiad noteeriti esimest korda 30. septembril aastal 1997. Alates sellest kuupäevast on Harju Elekter kauplenud *Baltic Main List* nimekirjas Balti börsil. (Nasdaq, 2019)

Tabel 8. Ettevõtte Harju Elektri väärtpaberi informatsioon

Väärtpaberi informatsioon	
ISIN	EE3100004250
Väärtpaberi lühinimi	HAE1T
Nimekiri/segment	BALTIC MAIN LIST
Emitent	Harju Elekter (HAE)
Nominaal	0 EUR
Emiteeritud väärtpabereid	17 739 880
Noteeritud väärtpabereid	17 739 880
Noteerimise kuupäev	30.09.1997

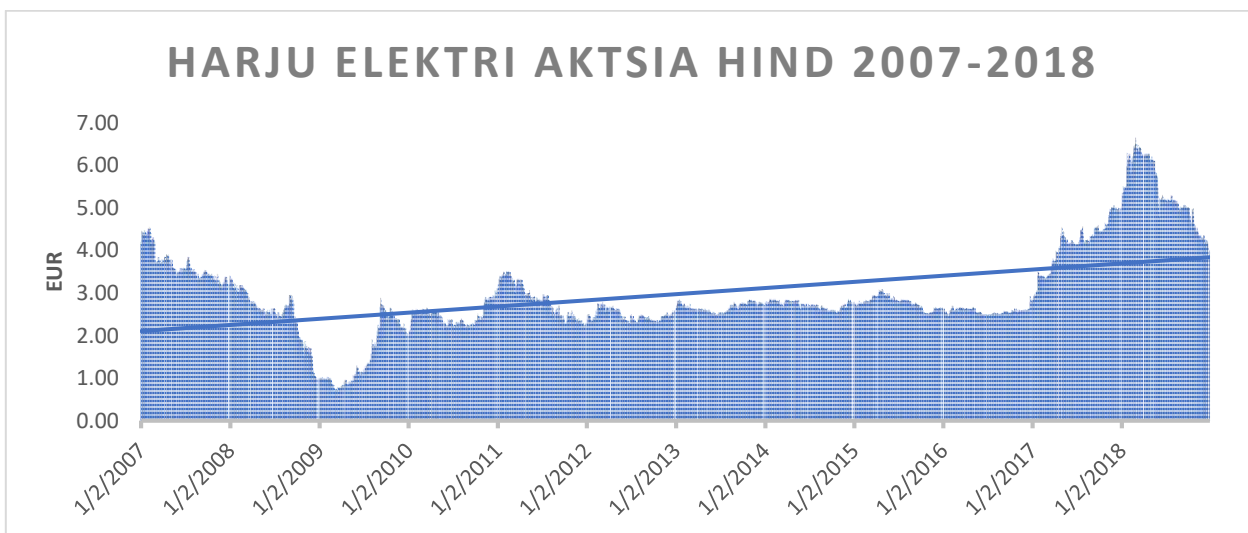
Allikas: (Nasdaq OMX - Harju Elekter, 2019)

Tabel 9. Ettevõtte Harju Elektri väärtpaberi enamusaktsionärid

Aktsionäride nimekiri (üle 5%) 06.03.2019	
Aktsionär	Osalus (%)
HARJU KEK AS	31,39%
ING LUXEMBOURG S.A. AIF ACCOUNT	10,71%
ENDEL PALLA	7,04%

Allikas: (Nasdaq OMX - Harju Elekter, 2019)

Joonis 7. Harju Elektri väärtpaberi hind perioodil vahemikus 2007 - 2018



Allikas: Autori koostatud Nasdaq aktsiahinna põhjal (Nasdaq OMX - Harju Elekter, 2019)

2017. aasta lõpuseisuga oli Harju Elektril 2468 aktsionäri, mis suurenes 2017 aasta jooksul 543 indiviidi võrra. Harju Elektri suurimaks aktsionäriks on AS Harju KEK, mis omab 31,39% koguaktsiatest. Väliskapitali osalus on 17%. Nõukogu ja juhatuse liikmete ning nendega seotud isikute või äriühingute portfelli kuulub 10,67% koguaktsiatest. (Harju Elekter, 2019)

Aksia kõige madalam sulgemishind oli 0,70 eurot, mis leidis aset 6. märtsil aastal 2008. Kõrgeim sulgemishind leidis aset 28. veebruaril aastal 2018, kui väärtpaper hind oli 6,68 eurot. (Nasdaq OMX - Harju Elekter, 2019)

Tabel 10. Ettevõtte Harju Elektri väärtpaperite sulgemishinnad aasta lõpus

Aasta	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Aksia hind	3,2	0,99	1,99	3,1	2,22	2,56	2,72	2,78	2,63	2,79	4,98	4,00
Muutus		-69%	101%	56%	-28%	15%	6%	2%	-5%	6%	78%	-20%

Allikas: Autori koostatud Nasdaq aktsiahinna põhjal (Nasdaq OMX - Harju Elekter, 2019)

3 HARJU ELEKTRI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1 Õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil

Et leida kõige täpsemat tulemust õiglase hinna kohta, tuleb ettevaatlikult valida sarnase tööstusharu ettevõtted ning sobivaimad finantssuhtarvud. Valitud suhtarvud õiglase väärtuse hindamiseks on järgnevad:

- P/E
- P/S
- P/B
- P/CF

Samas tööstusharus ei kauple Eestis mitte ühtegi sarnast ettevõtet, mille tõttu tuleb pöörduda Euroopa ja Ameerika turgudele. Valitud ettevõtted on järgmised:

Tabel 11. Võrreldavate ettevõtete suhtarvud

Ettevõtte nimi	P/E	P/S	P/B	P/CF
Rockwell Automation Inc	29,38	3,79	10,75	24,04
Ametek Inc	24,54	3,79	4,33	19,04
Woodward Inc	29,36	2,35	3,61	17,31
3M Co	22,64	3,66	12,25	17,05
AVX Corp	13,12	1,70	1,31	9,53
Proto Labs Inc	37,60	6,41	5,27	27,57
Exponent Inc	42,72	7,73	9,35	37,37
Tööstusharu keskmine	23,23	2,87	2,69	15,37
Valitud ettevõtete keskmine	28,48	4,20	6,70	21,70
Harju Elekter AS	45,55	1,18	1,31	24,20

Allikas: (Reuters, 2019) ning autori arvutused aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Tööstusharu üldised keskmised on küllaltki suure erinevusega kui võrrelda neid valitud ettevõtete keskmisega. Järgnevas analüüsis võrreldakse ainult valitud ettevõtete keskmiseid väärtusi Harju Elektri finantssuhtarvude väärtustega. Harju Elektri aktsia hind analüüsimiseks on võetud 7. märtsi 2019 seisuga, milleks oli 4,84 EUR. Tabelid 11. ja 12. toovad välja suhtarvude erinevused Harju Elektri ning võrreldavate ettevõtete vahel.

Esimene analüüsitav suhtarv on P/E ehk hinna ja kasumi suhe, mis Harju Elektri puhul on 45,55. Valitud ettevõtete keskmine oli 34% väiksem, mille tulemusel on P/E suhtarvu põhjal õiglane aktsia väärtus 1,94 eurot.

P/CF ehk hinna ja rahavoogude suhe vihjas, et aktsia turuhind on analüüsihetkel liiga kõrge. Valitud ettevõtete keskmine oli 21,70, kuid Harju Elektri P/CF väärtus oli 24,20. Harju Elektri suhtarvu väärtus on 12% võrra kõrgem võrreldavate ettevõtete keskmisest ning selle tõttu tuleks aktsia õiglaseks väärtuseks 4,28 eurot.

Nüüd keskendume suhtarvudele, mis vihjasid, et Harju Elektri aktsia on hoopiski alahinnatud. Esimene suhtarv on P/S ehk hinna ja müügitulu suhe. Valitud võrreldavate ettevõtete keskmine väärtus oli 4,20, kuid Harju Elektri väärtus oli 1,18, mis on 72% väiksem ning selle tulemusel peaks Harju Elektri aktsia väärtus olema 8,32 eurot.

Teine suhtarv, mis vihjas, et aktsia oli analüüsihetkel alahinnatud, on P/B ehk hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe. Võrreldavate ettevõtete keskmine P/B väärtus oli 6,70. Harju Elektri suhtarvu suhe oli 80% väiksem ehk 1,31. P/B suhtarvu järgi peaks Harju Elektri aktsia õiglase väärtus olema 8,73 eurot.

Tabel 12. Aktsia väärtus suhtarvude põhjal

Suhtarv	Valitud ettevõtete keskmine	Harju Elekter AS	Suhe	Õiglane väärtus
P/E	28,48	45,55	60%	1,94
P/S	4,20	1,18	-72%	8,32
P/B	6,70	1,31	-80%	8,73
P/CF	21,70	24,20	12%	4,28
Aktsia õiglase väärtus			-20%	5,82

Allikas: (Reuters, 2019) ning autori arvutused aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Tabelis 12. võib näha kõigi nelja suhtarvu keskmiseid erinevusi ning aktsia õiglast väärtust kui võtta ainult nende nelja suhtarvu väärtused aluseks. Harju Elektri aktsia õiglane väärtus peaks olema 5,82 eurot, mis on 20% kõrgem kui Harju Elektri aktsia hind 7. märtsi seisuga aastal 2019, milleks oli 4,84 eurot.

Nelja suhtarvu soovitatud õiglased väärtused olid vahemikus 1,94 eurot kuni 8,32 eurot. Kõige madalama väärtuse soovitas P/E suhtarv, mis on 60% kõrgem kui võrreldavate ettevõtete keskmine. Kõige kõrgema aktsia väärtuse soovitas P/S suhtarv, mille tulemusel peaks Harju Elektri aktsia olema väärt 8,32 eurot, mis on analüüsi hetkel 80% kõrgem kui aktsia turuhind.

Kui kõik neli suhtarvu kokkuvõtvalt ühe numbrina esitada, siis Harju Elektri aktsia õiglane väärtus peaks olema 5,82 eurot, mis on 20% kõrgem kui aktsia turuhind.

3.2 Õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil

Tuleviku vabade rahavoogude prognoos

Harju Elekter on aastast 2007 näidanud keskmiselt 11% käibe kasvu. Käibe kasvuprotsent on veidi kõrgem kui tüüpiline aastane kasvuprotsent, kuna aastal 2017 tõusis müügitulu 67%, mis oli tingitud uutest lepingutest aasta lõpus. Ilma eelnimetatud aastata oleks keskmine käibe kasv 5%. (Harju Elekter AS, 2017)

Müügitulu kasvu prognoosimisel sai arvesse võetud Eesti ning Soome SKT keskmised kasvumäärad, mis on vahemikus 1,50% ja 3,50%. SKT kasv peaks oodatult tulevaste aastatega langema ning sama teeb inflatsioon. Euroopa Liikmesriikide keskmiseks inflatsiooniks sai Euroopa Komisjoni hinnangu alusel võetud 1,80% (European Commission, 2019). Eeltoodud kriteeriumite põhjal on aastane müügitulu kasvumäär 5,50%.

Käibemarginaalide kalkuleerimisel sai lähtutud samadest kriteeriumitest nagu müügitulu prognoosil. Eemaldati ekstreemsed väärtused ning erakorralised sissetulekud. Käibemarginaalide lõppväärtusesse ei ole arvestatud tulevikuprojekte, mis hetkel veel bilansikirjeid mõjutanud ei ole. Maksumäär on endiselt 20% nii Eestis kui Soomes (IOFFICE, 2019). Eelnimetud riigid moodustavad 2017. aasta lõpuseisuga *circa* 90% kogu müügitulust. (Harju Elekter AS, 2017)

Ettevõtte sisemiseks kasvumääraks sai võetud 0%, kuna eesmärk on anda konservatiivne realistlik tulemus. Sellest hoolimata tegeleb Harju Elekter siiski aktiivselt taas-investeeringisega põhimaterjalidese ja muudesse rahainstrumentidesse, näiteks kinnisvara.

Tabel 13. Vabade rahavoogude prognoosimisel kasutatud marginaalid ning määrad

Müügitulu kasvumäär	5,50%
Brutokasumi marginaal	16,34%
EBITDA marginaal	6,49%
EBIT marginaal	4,26%
Amortisatsiooni osakaal tulust	2,71%
Maksumäär	20,00%
Äritegevuse investeeringute osakaal tulust	4,26%
Käibekapitali muutuse osakaal tulust	-1,10%
Intressikulu osakaal tulust	0,05%
Inflatsiooni kasvumäär	1,80%
Ettevõtte sisemine kasvumäär	0,00%

Allikas: Autori arvutused aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Tabel 14. Harju Elektri vabad rahavood perioodil vahemikus 2019 - 2023

EUR '000	2019	2020	2021	2022	2023
Müügitulu	127,4	134,5	141,9	149,7	157,9
Müüdnud toodete kulu	106,6	112,5	118,7	125,2	132,1
Brutokasum	20,8	22,0	23,2	24,5	25,8
Äritulud ja kulud	16,0	16,9	17,8	18,8	19,8
EBITDA	8,3	8,7	9,2	9,7	10,3
Amortisatsioon	3,5	3,6	3,8	4,1	4,3
EBIT	4,8	5,1	5,4	5,7	6,0
Maksud ja intressikulud	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2
Puhaskasum	3,9	4,1	4,3	4,5	4,8
Äritegevuse investeeringud	5,4	5,7	6,0	6,4	6,7
Käibekapitali muutus	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7
Vabad rahavood	3,3	3,5	3,6	3,8	4,1

Allikas: Autori arvutused aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Kapitali kaalutud keskmine hind

Kapitali kaalutud keskmise hinna arvutamiseks on vaja leida võõrkapitali ning omakapitali hind ja osakaal. Omakapitali hinna arvestamiseks kasutakse CAPM mudelit ning laenukapitali hinda saab leida ettevõtte bilansiliste finantsnäitajate põhjal. (Konkurentsiamet, 2016)

Võõrkapital kujuneb ettevõtte pika- ning lühiajaliste kohustiste summast, mis tuleb jagada nendega seotud intressikuludega. (Konkurentsiamet, 2016)

CAPM mudel nõuab kolme komponendi väärtuse sisestamist – riskivaba tulumäär, turu riskipremia ning beetakordaja. (Konkurentsiamet, 2016)

Riskivabaks tulumääraks võetakse üldjuhul sama riigi võlakirjad, kui need eksisteerivad, kuid Eesti puhul sai valitud Saksamaa 10-aastase võlakirjade intressimäärad. Arvestades ajaloolisi näitajaid ning tulevikuprognosi on keskmiseks võlakirjade intressimääraks 0,76%. (OECD, 2019)

Lisaks Saksamaa võlakirja enda intressimääradele peab lisama riigi riskimäära, kus peamine tulu teenimine aset leiab. Selleks sai kasutatud Aswath Damodarani koostatud andmebaasi, mis toob individuaalselt välja erinevate riikide riskipremiad. Eesti riskipremiaks on jaanuar 2019. seisuga 0,70% (Damodaran, 2019). Kahe komponendi summa ongi võrdne riskivaba tulumäära väärtusega, milleks on 1,46%.

Turu riskipremia aluseks on võetud Credit Suisse 2018. aasta uuring, milles on kalkuleeritud geomeetriline turu riskipremia keskmine aastast 1900 kuni aastani 2017. Eelnimetatud raporti kohaselt on turu riskipremiaks aktsiatesse investeerimisel 4,80%. (Credit Suisse, 2018)

Ettevõtte beetakordaja mõõdab aktsia hinna muutlikust ehk volatiilsust. Harju Elektri puhul on aktsia beetakordaja 1,08. Lähtudes kõikidest eeltoodud komponentide väärtustest on kapitali keskmine kaalutud hind 5,70%. (Reuters, 2019)

Tabel 15. Harju Elektri kapitali kaalutud keskmise hinna komponentide ning lõpptulemuse väärtus

Riskivaba tulumäär	0,76%
Eesti riigi riskivaba preemia	0,70%
Turu riskipreemia	4,80%
Beetakordaja	1,08
Omakapitali hind	6,64%
Võõrkapitali hind	0,49%
Omakapitali osakaal	84,69%
Võõrkapitali osakaal	15,31%
Eesti pikaajaline kasvumäär	1,50%
WACC	5,70%

Allikas: Autori arvutused aruannete põhjal (Nasdaq, 2019)

Terminaalväärtus

Ettevõtte tuleviku rahavoogude nüüdiseväärtuse leidmiseks tuleb arvutada terminaalväärtus, millele lisatakse analüüsitud perioodide rahavood. (Damodaran, 2011)

Esmalt kasutame 2019 – 2023 perioodi vabasid rahavooge, et leida diskonteerimata terminaalväärtus, mis kujuneb Gordoni kasvumudeli põhjal, ehk viimase prognoositava aasta vabade rahavoogude jagamisel WACC-iga, millest on maha lahutatud Eesti pikaajaline majanduskasvumäär. Diskonteerimata terminaalväärtuse summa on 118,9 miljonit eurot, mille peame tooma nüüdiseväärtusesse ehk diskonteerima. Diskontomäärana kasutame juba varasemalt kalkuleeritud kapitali keskmist kaalutud hinda, millest on Eesti pikaajaline majanduskasvumäär maha arvestatud. Diskonteeritud terminaalväärtuseks kujuneb 90,1 miljonit eurot. Ettevõtte koguväärtuse leidmiseks peame prognoositud rahavood lisama terminaalväärtusele, ehk ettevõtte koguväärtuseks kujuneb 88,7 miljonit eurot.

Tabel 16. Harju Elektri terminaalkväärtus diskonteerimata ning diskonteeritud

EUR '000	2019	2020	2021	2022	2023	Terminaalkväärtus
Diskonteerimata	3,3	3,5	3,6	3,8	4,1	96,6
Diskonteeritud	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	73,2

Allikas: Autori koostatud

Harju Elektri diskonteeritud rahavoogude kogusumma koos terminaalkväärtusega on 88,7 miljonit eurot. Ettevõtte kaupleb börsil hetkel 17,74 miljoni aktsiaga, ehk ühe aktsia õiglane väärtus on 5,00 eurot, mis on 3% kõrgem kui aktsia turuhind.

Sensitiivsusanalüüs

Ettevõtte väärtuse hindamiseks on läbi viidud ka sensitiivsuse analüüs, mis lähtub kapitali keskmisest kaalutud hinnast, kasvumäärast ning vabade rahavoogude marginaalist.

Järgnevad kaks tabelit toovad välja aktsia hinna sensitiivsuse kui eelnimetud kolm komponenti omavahel kombineerida. Mida suurem on terminaalkväärtus, seda sensitiivsem on aktsia hind kõikide komponentide suhtes.

Tabel 17. Harju Elektri aktsia hinna sensitiivsus majanduse kasvumäära ja WACC-i suhtes

	Majanduse pikaajaline kasvumäär					
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	3,7%	6,9	8,0	9,6	12,2	16,8
	4,7%	5,2	5,8	6,6	7,6	9,2
	5,7%	4,2	4,6	5,0	5,6	6,3
	6,7%	3,5	3,8	4,0	4,4	4,8
	7,7%	3,0	3,2	3,4	3,6	3,9

Allikas: Autori koostatud

Tabelis 17. on esitatud tulemused aktsia hinna sensitiivsusest majanduse pikaajalise kasvumäära ja WACC-i omavahelisest suhtest. Madalaim aktsia hind kujuneb kasvumääraga 0,50% ning kui WACC-i väärtus on 7,70%, siis sellisel juhul on oodatav aktsia väärtus 3,00 eurot. Vastupidiselt kõige kõrgem aktsia hind kujuneb kui kasvumäär on 2,50% ning WACC-i väärtus 3,70%, siis on aktsia väärtuseks 16,80 eurot. Kui kasvumäär tõuseb 1% ning WACC jääb samaks, siis aktsia hind tõuseb 26%, vastupidiselt kui kasvumäär jääb samaks ning WACC langeb 1% võrra, siis aktsia hind tõuseb 32%.

Tabel 18. Harju Elektri aktsia hinna sensitiivsus müügitulu kasvumäära ja WACC-i suhtes

	Müügitulu kasvumäär					
		3,5%	4,5%	5,5%	6,5%	7,5%
WACC	3,7%	8,8	9,2	9,6	10,0	10,5
	4,7%	6,0	6,3	6,6	6,9	7,2
	5,7%	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5
	6,7%	3,7	3,9	4,0	4,2	4,4
	7,7%	3,1	3,2	3,4	3,5	3,7

Allikas: Autori koostatud

Tabelis 18. on esitatud tulemused aktsia hinna sensitiivsusest müügitulu kasvumäära ja WACC-i omavahelisest suhtest. Madalaim aktsia hind kujuneb müügitulu kasvumääraga 3,50% ning kui WACC-i väärtus on 7,70%, siis sellisel juhul on oodatav aktsia väärtus 3,10 eurot. Vastupidiselt kõige kõrgem aktsia hind kujuneb juhul kui müügitulu kasvumäär on 7,50% ning WACC-i väärtus 3,70%, siis on aktsia väärtuseks 10,50 eurot. Kui müügitulu kasvumäär tõuseb 1% ning WACC jääb samaks, siis aktsia hind tõuseb 4,5%, aga vastupidiselt kui müügitulu kasvumäär jääb samaks ning WACC tõuseb 1% võrra, siis aktsia hind langeb 19%.

Vaadates tabelleid 17. ja 18., võib järeldada, et majanduse pikaajaline kasvumäär mõjutab aktsia hinda suuremal määral kui müügitulu kasvumäär. Näiteks kui majanduse kasvumäär tõuseb 1%, siis aktsia hind tõuseb 26% ehk aktsia uueks väärtuseks peaks olema 5,60 eurot. Küll aga kui müügitulu kasvumäär tõuseb 1% võrra, siis aktsia hind tõuseb 4,50% võrra ehk aktsia uueks väärtuseks peaks olema 5,20 eurot.

3.3 Hinnang analüüsi tulemustele

Ettevõtte aktsia väärtuse hindamiseks kasutati kahte erinevat meetodit. Esimene oli võrreldavate suhtarvude meetod ning teine oli diskonteeritud rahavoogude meetod. Võrreldavate suhtarvude meetodit kasutades sai esmalt valitud ettevõtted, mille tööstusharu kattus ning erinevad suhtarvud, mille põhjal hinnata aktsia väärtust konkurentidega. Diskonteeritud rahavoogusid kalkuleerides pidi esmalt prognoosima ettevõtte tuleviku vabad rahavood ning järgnevalt terminaalväärtuse.

Võrreldavate suhtarvude analüüsiks kasutati nelja erinevat finantssuhtarvu. Pooled näitajad vihjasid, et aktsia on ülehinnatud, ning teised pool asjaolule, et aktsia on hoopis alahinnatud. Kõige madalama väärtusega suhtarv oli P/E, mille väärtuse põhjal peaks aktsia hind olema 1,94 eurot. Teine suhtarv, mis viitas ülehinnatud aktsiale, oli P/CF, selle põhjal sai aktsia väärtuseks 4,28 eurot. P/S suhtarv vihjas alahinnatud aktsiale ning aktsia väärtus peaks olema 8,32 eurot. Teine näitaja, mis viitas asjaolule, et Harju Elektri aktsia on alahinnatud, oli P/B. Aktsia hinna ja raamatupidamisliku suhte tulemus võrreldavate ettevõtetega näitas, et aktsia õiglase väärtus peaks olema 8,32 eurot.

Kõigi nelja näitaja alusel kujunes keskmiseks väärtuseks 5,82 eurot, mis on 20% kõrgem kui turuhind. Seega võib järeldada, et turul kauplev aktsia oli analüüsihetkel alahinnatud.

Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades tuli kõigepealt läbi viia finantsanalüüs. Arvesse sai võetud Eesti ja Soome SKT ning Euroopa inflatsioonimäära kasvuprognosis. Kuna Harju Elekter on paaril korral aastast 2007 sattunud erakorraliste tulude ja kulude otsa, siis need eemaldati arvutustest. Eesmärk oli seada konservatiivne ning reaalne stsenaarium, mille tõttu olid kõik komponendid pigem tagasihoidliku väljavaatega.

Prognooside kohaselt tuli viimase arvestatava aasta vabaks diskonteerimata rahavooks 4,1 miljonit eurot. Rahavoogude prognoosimisel sai kasutatud Gordoni kasvumudelit, mille puhul diskonteerisime tuleviku rahavood WACC-i abil nüüdisväärtusesse, kapitali kaalutud keskmise määra väärtus oli 5,70%.

Sarnaselt eelmisele lõigule, sai terminaalväärtuse arvestusel samuti kasutatud kaalutud kapitali keskmist hinda, millest oli Eesti pikaajalise majanduskasvu määr maha lahutatud. Kõikide diskonteeritud rahavoogude ning terminaalväärtuse summaks kujunes 88,7 miljonit eurot, mille

kohaselt peaks Harju Elektri aktsia turul kauplema hinnaga 5,00 eurot. DCF meetodi lõppväärtus on 3% kõrgem kui aktsia turuhind.

Arvestades kahte meetodit, võib väita, et Harju Elektril on kasvuruumi ning aktsia on hetkel alahinnatud. Kahe meetodi tulemuse keskmine väärtus on 5,41 eurot, mis on 12% kõrgem kui Harju Elektri hind börsil. Suure tõenäosusega jätkub ettevõtte käibe kasv ning aina rohkem hakatakse keskenduma klientidele ning turgudele, mis on kõige suurema tulupotentsiaaliga. Ettevõtte tegeleb pidevalt investeerimisega ning uute firmade ostudega, mis peaks tagama kasumlikkuse kasvu lähemas tulevikus. Minu arvates on suurimaks riskiks hetkel majanduse naturaalne tsükel, mille tulemusel võib lähitulevikus käive olla negatiivselt mõjutatud ning teenida null-kasumit või isegi kahjumit. Õnneks ei ole ettevõttel suuri seoseid Ida-Euroopa riikidega ning Venemaaga, seega sanktsioonid ning valuutarisk ei ole probleemiks.

4 KOKKUVÕTE

Esimene ettevõtte väärtuse leidmiseks kasutatav meetod on võrreldavate suhtarvude meetod, mis nõuab sarnases tööstusharus toimetavaid ettevõtteid ning nende finantsnäitajate võrdlust Harju Elektriga. Tulemuse täpsus sõltub täielikult valitud ettevõtetest ning suhtarvude sobivusest.

Teiseks analüüsimeetodiks on ettevõtte aktsia väärtuse hindamine läbi diskonteeritud rahavoogude. Meetod nõuab subjektiivset prognoosi kogukäibe, inflatsiooni, ettevõtte kasvumäära, investeeringute ja investorite nõutava tulumäära kohta. Lõpptulemuse täpsus sõltub kõikide komponentide enda individuaalsest täpsusest ning selle tõttu on tegemist ajamahuka analüüsimeetodiga. Lisaks eelnimetatud komponentidele sõltuvad diskonteeritud rahavood veel ajaloolistest turu riskipremiatest ning aktsia enda volatiilsusest.

Asudes uurimisküsimustele vastama, siis võrreldavate suhtarvude meetodi esimene samm on valida välja ettevõtted. Paraku ei tegutse Eestis Harju Elektrile otsest konkurenti, seega valik pidi hõlmama globaalseid ettevõtteid. Valituks osutusid seitse ettevõtet, mis tegutsevad väga sarnases tööstusharus ning igapäevased tegevused on üldjoontest samad. Järgmisena tuleb valida välja suhtarvud, mille põhjal eelnevalt valitud ettevõtteid omavahel võrrelda. Valitud suhtarvud on enim kasutatavad näitajad finantsanalüütikute hulgas, mistõttu on need ideaalseks valikuks käesolevas töös: P/B ehk hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe, P/S ehk hinna ja käibe suhe, P/E ehk hinna ja kasumi suhe ning P/CF ehk hinna ja rahavoogude suhe. Nende nelja näitaja põhjal kujunes välja keskmine erinevus Harju Elektri aktsia õiglase väärtuse ning turuväärtuse vahel. Ettevõtte aktsia turuväärtus 7. märtsi seisuga oli 4,84 eurot. Võrreldavate suhtarvude meetodi tulemusel oli aktsia väärtus 5,82 eurot, millest võib järeldada, et aktsia oli alahinnatud.

Teine uurimisküsimus keskendub diskonteeritud rahavoogude meetodile. Selle meetodi puhul tuleb lähtuda prognoositavatest tuleviku rahavoogudest, mis tuuakse tänapäevasesse väärtusesse. See hõlmab endas mitmeid muutujaid, mille tõttu on täpse vastuse saamine ajamahukas. Prognoosimine lähtub ajaloolistest finantsaruannetest ning teeb nende põhjal parima ennustuse tulevikuks. Omakapitali hinna kalkuleerimisel tuleb lähtuda aktsia beetakordajast, riskivabast tulumäärast ning turu riskipremiast. Laenukapitali hind lähtub laenude intressimääradest ning mahust. Kapitali kaalutud keskmiseks määraks kujunes 5,70% ning aktsia enda hinnaks 5,00 eurot.

Viimased kaks uurimisküsimust saab kokku võtta üheaegselt. Võrreldavate suhtarvude tulemusel sai ettevõtte aktsia õiglaseks väärtuseks 5,82 eurot ning diskonteeritud rahavoogude tulemusel 5,00 eurot. Kahe analüüsi tulemuse erinevus on 16%. Kuigi kaks tulemust on erinevad, siis mõlemad viitavad asjaolule, et aktsia oli hindamishetkel alahinnatud. Võttes kahe analüüsi keskmise aritmeetilise väärtuse, siis ettevõtte aktsia õiglase hind peaks olema 5,41 eurot, mis on 12% kõrgem kui aktsia turuhind börsil.

5 KASUTATUD ALLIKAD

Credit Suisse. (2018). *Global Investment Returns Yearbook 2018*.

Credit Suisse. (2019). *Global Investment Returns Yearbook 2019*.

Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Foundations and Trends® in Finance: Vol. 1: No. 8, 693-784.

Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation : How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. John Wiley & Sons, Incorporated.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assset*. John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2019). *Damodaran Online: Risk Premiums for Other Markets*. Allikas: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

European Commission. (2019). *European Commission*. Allikas: European Commission Web Site: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country/finland/economic-forecast-finland_en

Fernandez, P. (2002). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE Research division, University of Navarra.

Fernandez, P. (2007). *Company valuation methods. The Most Common Errors in Valuations*. IESE Business School, University of Navarra.

Gajek, L. K. (2016). Complete discounted cash flow valuation. *Elsevier*, 1-19.

Harju Elekter. (2019). *Harju Elekter*. Allikas: <https://www.harjuelekter.ee/et/content/>.

Kert, E. (2007). *Investeermise teejuht. Väärtpäberite fundamentaalne analüüs*. Äripäeva kirjastus.

Konkurentsiamet. (2016). *Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Tallinn: Konkurentsiamet.

Kõomägi, M. (2006). *Äriarahendus*. Tartu Ülikooli Kirjastus.

Morgan Stanley Dean Witter. (1999). *Morgan Stanley Dean Witter Research*.

Nasdaq. (2019). *Annual Reports*. Allikas: <https://nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100004250&list=2&pg=details&tab=reports>

- Nasdaq. (2019). *Finantsaruanded*. Allikas: <https://nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100004250&list=2&pg=details&tab=reports&lang=et>
- Nasdaq. (2019). *Väärtpaber*. Allikas: <https://nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100004250&list=2&pg=details&tab=security>
- Nasdaq OMX - Harju Elekter. (2019). Allikas: <https://nasdaqbaltic.com/https://nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100004250&list=2&pg=details&tab=historical¤cy=0&date=&start=01.09.2007&end=31.12.2018&lang=et>
- OECD. (2019). *Long-term interest rates*. OECD. Allikas: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>.
- Olivia. (2011). *Difference Between Gross Working Capital and Net working Capital*. Allikas: www.differencebetween.com:https://www.differencebetween.com/difference-between-gross-working-capital-and-vs-net-working-capital/
- Rahandus. (2019). *Bilanss*. Allikas: <https://www.rahandus.ee/et/bilanss>
- Rahandus. (2019). *Efektiiivsuse suhtarvud*. Allikas: <https://www.rahandus.ee/et/efektiiivsuse-suhtarvud>
- Rahandus. (2019). *Finantsvõimenduse suhtarvud*. Allikas: <https://www.rahandus.ee/et/finantsvoimenduse-suhtarvud>
- Rahandus. (2019). *Likviidsussuhtarvud*. Allikas: <https://www.rahandus.ee/et/likviidsussuhtarvud>
- Rahandus. (2019). *Rahandus*. Allikas: <https://www.rahandus.ee/>
- Rahandus. (2019). *Tasuvuse suhtarvud*. Allikas: <https://www.rahandus.ee/et/tasuvuse-suhtarvud>
- Rahandus. (2019). *Turusuhtarvud*. Allikas: <https://www.rahandus.ee/et/turusuhtarvud>
- Reuters. (2019). *3M Co (MMM.N)*. Allikas: <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/MMM.N>
- Reuters. (2019). *Ametek Inc (AME.N)*. Allikas: <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/AME.N>
- Reuters. (2019). *AVX Corp (AVX)*. Allikas: <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/AVX>

- Reuters. (2019). *Exponent Inc (EXPO.OQ)*. Allikas:
<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/EXPO.OQ>
- Reuters. (2019). *Harju Elekter AS (HAE1T.TL)*. Allikas:
<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/HAE1T.TL>
- Reuters. (2019). *Proto Labs Inc (PRLB.N)*. Allikas:
<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/PRLB.N>
- Reuters. (2019). *Reuters: Business & Financial News, US & International Breaking News*.
- Reuters. (2019). *Rockwell Automation Inc (ROK.N)*. Allikas:
<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/ROK.N>
- Reuters. (2019). *Woodward Inc (WWD.OQ)*. Allikas:
<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/WWD.OQ>
- Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*. University of St.Gallen, Graduate School of Business Administration.
- Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation 2nd Edition*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine*. Äripäev.
- Tearu, A., & Krumm, E. (2005). *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Tallinn: Kirjastus Pegasus.

6 SUMMARY

The first method used to find the value of Harju Elekter is Comparative Ratio Analysis. For an objective and valid comparison, it requires all the companies to be within the same industry and a valid set of financial ratios. The accuracy of the final result depends entirely on selected companies and ratios.

The second method of analysis is the Discounted Cash Flow method. This analysis method requires a subjective estimate of the total turnover, inflation, corporate growth rate, investment rate and the investors' required rate of return. The accuracy of the final result depends on the accuracy of each individual component and therefore this process in its entirety is time-consuming. In addition to the aforementioned components, Discounted Cash Flow also depends on historical market risk premiums and stock volatility.

Starting with the research questions, the first step in conducting a Comparative Ratio Analysis is to select the companies for comparison. Unfortunately, Harju Elekter does not have a direct competitor in Estonia, so the pool of companies had to be global. In total, seven companies were chosen, all of which operate within the same industry and have a big overlap of the daily activities. Next step is to pick a set of financial ratios. The most commonly used indicators among financial analysts were chosen: Price to Book Value (P/B), Price to Sales ratio (P/S), Price to Cash Flow (P/F) and Price to Earnings (P/E). Based on these four indicators, the average difference between the fair value and the market value of Harju Elekter was calculated. As a result of the Comparative Ratio Analysis, the fair value of the stock was 5.82 Euros, which indicates that the stock is undervalued.

The second research question focuses on the Discounted Cash Flow method. This analysis is based on expected future cash flow that is discounted with the proper Weighted Average Cost of Capital (WACC) into today's value. It includes a number of variables that make it time-consuming to get an accurate result. Forecasting is based on historical financial reports and creates the best estimate for future cash flow. The cost of equity capital is calculated using the stock's beta value, the risk-free rate of return and the market risk premium. Loan capital cost is affected by interest rate and

total loaned amount. Weighted average cost of capital was 5.70% and fair value of the stock came to be 5.00 Euros.

The final two research questions can be summarized together. As a result of the Comparable Ratio analysis, the fair value of Harju Elekter's stock was 5.82 Euros and as a result of the Discounted Cash Flow analysis, the fair value of the stock was 5.00 Euros. The difference between the two results was 16%. Although both results were different, both indicated that the stock is undervalued. If you take the arithmetic average of both analyses, fair value of Harju Elekter's stock should be 5.41 Euros, which is 12% higher than the market price as of March 7th, 2019.