

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Fidan Gadžijeva

**ORKLA EESTI AS JA AS PÕLTSAMAA FELIX ÜHINEMISE
SÜNERGIA HINDAMINE**

Bakalaureusetöö

Õppekava ärindus, peaeriala ärirahandus

Juhendaja: Ilzija Ahmet, Ph.D., lektor

Tallinn 2022

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö 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 8199 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Fidan Gadžijeva

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 193958TABB

Üliõpilase e-posti aadress: fidangadzijeva@hotmail.com

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	5
SISSEJUHATUS	6
1. ÜHINEMISED ETTEVÕTLUSE VALDKONNAS	8
1.1. Ühinemiste olulisus ettevõtluses	8
1.2. Sünergia väärtus ühinemisel	11
1.3. Varasemad empiirilised uurimused	14
2. METOODIKA JA ANDMED	16
2.1. Orkla Eesti AS ja AS Põltsamaa Felixi ühinemine	16
2.2. Kasutatava meetodika kirjeldus	17
3. ORKLA EESTI JA PÕLTSAMAA FELIXI ÜHINEMISEELNE JA -JÄRGNE ANALÜÜS	22
3.1. Orkla Eesti ja Põltsamaa Felixi ühinemiseelne analüüs ja väärtuste hindamine	22
3.1.1. Põltsamaa Felixi finantsseisundi analüüs ja väärtus	22
3.1.2. Orkla Eesti finantsseisundi analüüs ja väärtus	26
3.2. Ühinenud ettevõtte väärtus ja sünergia prognoos	30
3.3. Ühinemisjärgse väärtuse leidmine ja sünergia hindamine	33
3.4. Järeldused ja ettepanekud	35
KOKKUVÕTE	37
SUMMARY	39
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	41
LISAD	45
Lisa 1. Ühinemiseelne AS Põltsamaa Felixi müügitulu jaotus tegevusalade lõikes	45
Lisa 2. Ühinemiseelne AS Põltsamaa Felix kasumiaruanne 2015–2017, 2018–2021 prognoositud	45
Lisa 3. Ühinemiseelne AS Põltsamaa Felix bilanss 2015–2017, 2018–2021 prognoositud	46
Lisa 4. Ühinemiseelne Orkla Eesti AS kasumiaruanne 2015–2017, 2018–2021 prognoositud	46
Lisa 5. Ühinemiseelne Orkla Eesti AS bilanss 2015–2017, 2018–2021 prognoositud	47
Lisa 6. Ühinemisjärgne prognoositud Orkla Eesti AS puhaskäibekapital 2018–2021	48
Lisa 7. Ühinemisjärgse Orkla Eesti AS prognoositud rahavoogude kasutatavad osakaalud müügitulust (%)	48
Lisa 8. Ühinemisjärgne prognoositud Orkla Eesti AS kasumiaruanne 2018–2021	49
Lisa 9. Orkla Eesti AS tegelik kasumiaruanne 2015–2020	49

Lisa 10. Lihtlitsents.....	50
----------------------------	----

LÜHIKOKKUVÕTE

Bakalaureusetöö eesmärk on hinnata Eestis juhtiva toiduainekontserni Orkla Eesti AS ja toiduaineid tootva AS Põltsamaa Felixi ühinemise sünergiat. Sünergia hindamiseks püstitas autor järgmised uurimisküsimused:

1. Kas Orkla Eesti AS ja AS Põltsamaa Felixi ühinemisel esineb sünergiat?
2. Kas sünergia väärtus on positiivne või negatiivne?
3. Milline on Orkla Eesti AS ühinemisjärgne väärtus?

Sünergia ja ühinemisjärgse väärtuse leidmiseks kasutab autor diskonteeritud rahavoogude meetodit, mille käigus leitakse eraldiseisvate ettevõtete ühinemiseelne väärtus ja ühinenud ühingu väärtus. Ettevõtte väärtuse ja sünergia prognooside tegemiseks analüüsitakse eelnevalt ettevõtete finantsseisundit ja võimalikke sünergia allikaid. Sünergia on ühinenud firma nüüdsväärtuse vahe ühinemiseelsete firmade nüüdsväärtuse summast ning võib olla nii positiivne kui ka negatiivne.

Töös viidi läbi ühinemisjärgne analüüs, et leida prognoositud sünergia ja ühinenud ühingu väärtus 31.12.2017. Ühinenud Orkla Eesti ehk $V(AB)_{\text{progn}}$ väärtuseks saadi 278,8 miljonit eurot ja prognoositud sünergia väärtuseks 63,6 miljonit eurot. Ühinemisel oleks seega ettevõtted selle summa võrra väärtust tõstnud. Seejärel kasutas autor Orkla Eesti ühinemisjärgseid majandusaasta aruandeid, et leida tegelik sünergia. Orkla Eesti väärtuseks 31.12.2017 tegelike andmete järgi ehk $V(AB)_{\text{tegelik}}$ hinnati 198,4 miljonit eurot ning sünergia tuleb vastavalt –16,8 miljonit eurot. Autori hinnangul ei saa seetõttu ühinemist pidada edukas, sest Orkla Eesti tegelik ühinemisjärgne väärtus 198 miljonit eurot on väiksem kui kahe eraldiseisva ettevõtte väärtuste summa 215 miljonit eurot. Tulemustest saab järeldada, et ettevõtte ei suutnud planeeritud sünergiat realiseerida ja sünergia on negatiivse väärtusega.

Võtmesõnad: ühinemised, omandamised, sünergia, ettevõtte väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod

SISSEJUHATUS

Ettevõtted eksisteerivad, et teenida tulu, maksimeerida väärtust ja luua kasumit oma osanikele. Ühinemised ja omandamised on osutunud populaarseks viisiks, kuidas kiirelt tegevust kasvatada, kuid mitte ilma teatud riskideta. Hänninen (2014) nimetab ühinemisi ja omandamisi strateegilisteks sammudeks, millel on pikaajaline mõju ettevõtte tegevusele ja kasumlikkusele. Ühinemiste ja omandamiste läbiviimisel tuleb arvestada suurte rakendamise vajaduste meetmetega, mida on hiljem raske tagasi pöörata ning on ühtlasi kõige kallim otsus, mida ettevõtte juhatus saab ette võtta.

Erineva kirjanduse järgi on ühinemised ja omandamised oluline ja kriitiline strateegia, et saavutada kasv ja efektiivsus läbi sünergiate loomise, kulude vähendamise, varade soetamise ja uutele turgudele laienemise (Muhammad *et al.* 2019). Sarnast väidet toetab Damodaran (2005) oma teadustöös, et paljusid ühinemisi, omandamisi ja suuri strateegilisi investeeringuid õigustatakse tihti argumendiga, et nad loovad sünergiat. Töö käigus jõuab ta aga järeldusele, et praktikas saavutatakse sünergiat harva ning on palju keerulisem teostada kui teoorias võib tunduda.

Ühinemise puhul otsustavad kaks või enam tavaliselt sama suuruse ja valdkonna ettevõtet ühineda ja jätkata opereerimist ühe juriidilise isikuna. Antud töö hindab objektidena toiduainekontserni Orkla Eesti AS (endine ärinimi AS Kalev) ja toiduaineid tootvat AS Põltsamaa Felixit. Ametlikult kanti nende ühinemine äriregistrisse 2018. aastal, mille tulemusena AS Põltsamaa Felix (edaspidi Põltsamaa Felix) loeti lõppenuks ning tegevus jätkus Orkla Eesti AS (edaspidi Orkla Eesti) ärinime all. Pressiteates kirjeldati ühinemist kui loogilist sammu mõlema ettevõtte jaoks, selgitades, et „tekkinud sünergia võimaldab mõlemal tootmisüksusel keskenduda tõhusamalt oma põhitegevusele ja samuti on efektiivsem kogu ülejäänud organisatsiooni toimimine.“ (Orkla Eesti 2018) Lisapõhjuseks toodi välja juhtimise ja erinevate tugisüsteemide ühendamine ning tõhusam protsesside lahendamine (*Ibid.*).

Bakalaureusetöö eesmärk on hinnata Eestis juhtiva toiduainekontserni Orkla Eesti AS ja toiduaineid tootva AS Põltsamaa Felixi ühinemise sünergiat. Sünergia hindamiseks püstitas autor järgmised uurimisküsimused:

1. Kas Orkla Eesti AS ja AS Põltsamaa Felixi ühinemisel esineb sünergiat?
2. Kas sünergia väärtus on positiivne või negatiivne?
3. Milline on Orkla Eesti AS ühinemisjärgne väärtus?

Sünergia ja ühinemisjärgse väärtuse leidmiseks kasutab autor diskonteeritud rahavoogude meetodit, mille käigus leitakse eraldiseisvate ettevõtete ühinemiselne väärtus ja ühinenud ühingu väärtus. Ettevõtte väärtuse ja sünergia prognooside tegemiseks analüüsitakse eelnevalt ettevõtete finantsseisundit ja võimalikke sünergia allikaid. Sünergia on ühinenud firma nüüdisväärtuse vahe ühinemiseelsete firmade nüüdisväärtuse summast ning võib olla nii positiivne kui ka negatiivne.

Vastavalt eesmärgile ja püstitatud uurimisküsimustele jaguneb käesolev töö kolmeks peatükiks. Esimene peatükk annab ülevaate ühinemistest, omandamistest ning nende olulisusest. Alapeatükkides seletatakse täpsemalt sünergia mõistet ja antakse ülevaade varasematest uuringutest. Teine peatükk käsitleb ühinemist Orkla Eesti ja Põltsamaa Felixi vahel, kus tuuakse välja ettevõtete ajalugu ja strateegia. Lisaks selgitab autor metoodikat ja kasutatud andmete saadavust. Kolmandas peatükis viiakse läbi sünergia leidmine, hindamine ja tulemuste analüüs. Analüüsiperiood on jaotatud ühinemiseelseks ja ühinemisjärgseks. Autor vastab uurimisküsimustele, annab omapoolsed järeldused ning ettepanekud.

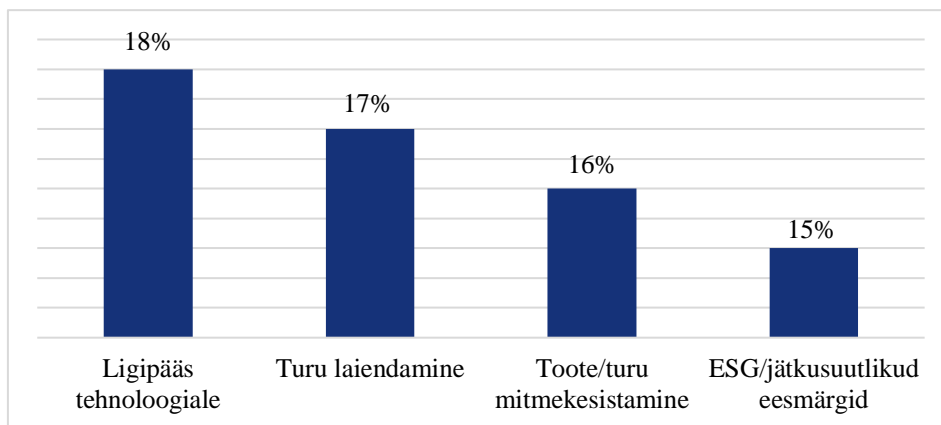
1. ÜHINEMISED ETTEVÕTLUSE VALDKONNAS

Ühinemised ja omandamised on suur osa ettevõtluse ja rahanduse valdkonnast. Ühinemistehinguid viiakse läbi lootuses luua ettevõtte, mis on suurem, kasumlikum ja efektiivsem. Allolev peatükk käsitleb teemat täpsemalt.

1.1. Ühinemiste olulisus ettevõtluses

Tänapäeva globaliseerivas maailmas kasutavad ettevõtted aina enam ühinemiste ja omandamiste strateegiat. Peamised põhjused on konkurentsivõime parandamine läbi suurema turuosa võitmise, äririski vähendamine, uutele turgudele sisenemine ja tootmises mastaabisäästu ära kasutamine. (Kemal 2011) Strateegial on pikaajaline mõju ettevõtte tegevusele ja kasumlikkusele ning on kõige kallim otsus, mida ettevõtte juhatus saab ette võtta (Hänninen 2014).

Paljud erinevad motiivid ajendavad ettevõtteid ühinema, mistõttu on oluline mõista, kust need tulevad. Deloitte viis 2022. aastal ühinemiste ja omandamiste trendide kohta uuringu, millest võttis osa 1300 juhti eri ettevõtetest ning investeerimisfirmadest (2022 M&A...2022). Populaarsematest motiividest otsuste põhjendamisel kerkis esile neli ning kõige rohkem valiti ligipääsu uuele tehnoloogiale (vt Joonis 1). Lähedane teine koht on turu laiendamine, mis haakub analoogselt tööobjekti Orkla Eestiga. Laienemisega saavad ettevõtted edendada hinna- ja kliendistrateegiat. Tekib võimalus võita uusi kliente, sihtgruppe ja kasu lõigata kõikidest turul olevatest võimalustest. (*Ibid.*)



Joonis 1. Ühinemiste ja omandamiste peamised ajendid

Allikas: 2022 M&A... (2022)

Euroopas saavutati ühinemiste ja omandamiste aktiivsuse tipp 2007. aastal, kui lõpuni viidi üle 18 900 tehingu. Kõige suurema väärtusega tehing oli 1999. aastal, kui Vodafone AirTouch PLC omandas Mannesmann AG 204,8 miljardi euro eest. See-eest on Euroopa turul tegevused viimaste aastatega vähenenud nii mahu kui ka väärtuse poolest. Kui 2016. aastal oli tehingute arv 18 430, siis 2019. aastal oli tehingute maht võrreldes 2018. aastaga vähenenud 6% ja väärtuse poolest 14%. 2020. aastaks oli number langenud 14 572 peale, kaotades väärtust umbes 690 miljardi dollari võrra. Ühinemiste ja omandamiste aktiivsus langes 2020. aastal koroonaviiruse pandeemia tõttu ning sel aastal tehti ligikaudu 3000 tehingut vähem kui 2019. aastal. (Europe...2022) Baltimaades on tehingute väärtused lähimate aastatega aina kasvanud ja aastatel 2020–2021 olnud rekordtasemel (Baltic...2021). Eesti ja Baltikumi viimase kümnendi suurim tehing oli Nordea, DNB ASA ja USA investeerimisfirma Blackstone vahel, kui Nordea ja DNB müüsid enda 60% osaluse Luminoris ühe miljardi euro eest (Vahtla 2021). Luminor loodi 2017. aastal Nordea ja DNB ASA Balti üksuste ühinemisel. Aasta hiljem, 2018. aastal, toimus Eesti vanima magusatootja Kalevi ja Põltsamaa Felixi ühinemine, mille käigus muudeti AS Kalevi uueks nimeks Orkla Eesti AS (Kalev...2018).

Ühinemine ja omandamine ei tähenda juriidiliselt ühte, kuid neid kasutatakse tihti vaheldumisi. Omandamine on organisatsiooni teatud osa või terviku omandamine. Ühinemine on kahe või enama organisatsiooni ühinemine, mille tagajärjel eksisteerib juriidiliselt ainult üks ettevõtte. (Duc *et al.* 2017) Georgios ja Georgios (2011) lisavad, et ühinemisel saab kahest või enamast firmast üksainus, võrreldes omandamisega, kus suurem firma omandab väiksema kas osaliselt või täielikult raha või aktsiate eest. Omandamiseks saab pidada ka teise ettevõtte aktsiate ja vara omandamist.

Antud töö kontekstis ühinesid kaks ettevõtet ja tegevust jätkas edasi vaid üks, mistõttu on tegemist ühinemisega. Põltsamaa Felix andis kogu oma vara, õigused, kohustused ja hüved üle Orka Eestile ning lõpetas enda kui iseseisvalt registreeritud ettevõtte olemasolu. Täpsemalt oli tegemist horisontaalse ühinemisega, mis tähendab ühinemist kahe erineva firma vahel, kes on seotud sama äri- ja kaubandustegevusega (Georgios, Georgios 2011). Orkla Eesti ja Põltsamaa Felix on mõlemad toiduainetööstuse ettevõtted ja opereerivad peamiselt tootmise valdkonnas.

2010. aasta raamatus märgib Gaughan (2010), et ühinemise ja omandamise mõistet käsitletakse peamiselt rahanduse valdkonnas, kus tegeletakse ettevõtete ühendamist teistega, et parandada olemasoleva ettevõtte tegevust. Sihtettevõtted on tavaliselt väiksemad ja need liidetakse suurettevõtetega. Nii ühinemine kui ka omandamine on suunatud turgu valitsevate ettevõtete äritegevuse kasumi tõstmiseks ning aitavad maksimeerida aktsionäride jõukust (Kumar 2019). Ühinemise ja omandamise tegevused loovad aktsionäridele kasu lisaväärtuse mõistes. Kui ettevõtte teeb omandamise kui investeeringu, siis oodatakse kõrget investeeringu tasuvusmäära ja ettevõtte väärtuse või dividendimakse tõusmist. (Hänninen 2014)

Garrison (2019) kirjutas ajakirja Forbes artiklis ühinemiste ebaõnnestumisest, kus viidatud Harvard Business Review uuringu järgi 70% kuni 90% tehingutest peetakse läbikukkunuks. Jacob (2020) selgitas, et enamus ebaõnnestuvad, kuna omanikele ei suudeta pakkuda oodatud väärtust. Selle kohta, miks ühinemised ebaõnnestuvad, pole ühte kindlat järeldust või vastust. Jacob viis läbi endapoolse kvalitatiivse uuringu, kus intervjueris eduka ühinemise strateegiaga ravimifirma juhte. Juhtimise teooria järgi on väga suur olulisus eestvedamisel ja integratsioonil, kus asjakohase informatsiooni jagamine üle organisatsiooni tagab edukama üleminekuperioodi. Tulemused näitasid, et juhid pühendasid enim tähelepanu järgmistele teguritele: fookus juhtimisvõimele, väärtuse loomine, integratsiooni strateegia, suhete arendamine ja avatud organisatsiooniline juhtimine.

Ühinemiste tehingutel on märkimisväärne võime muuta ettevõtte väärtust, olgu see paremuse või halvema poole. Pazarskis *et al.* (2021) kasutasid raamatupidamislikke näitajaid ja erinevaid regressioonimudeleid, et uurida Kreekas 2009–2015. aasta firmade ühinemiseelset ja -järgset tulemuslikkust. Valitud periood jäi tahtlikult majanduskriisi aastatele, kus mitte üllatavalt oli kriisi alguses märke kasumi ja varade langusele, kuid näitajate paranemine hakkas tõusma ajaga edasi. Autorite uuringu tulemused näitasid statistiliselt olulisi muutusi ühinemiseelses ja -järgses

tegevuses ning kriisi tipp hetkest kaugemal aset leidnud tehingud suutsid saavutada kasumlikkuse suurenemise.

Panganduses uurisid Gadzo *et al.* (2014) SG-SSB-d, mis on ühinenud pank Ghanas. Võrreldi ROA, ROE, laenude osakaalu, reserve ja teisi finantsnäitajaid. Regressioonanalüüs avaldas, et ühinemisel oli positiivne mõju SG-SSB ühinemisjärgsele tegevusele ja laenude osakaal oli väiksem kui ühinemiseelselt. Pank oli võimeline vähendama kulusid ja parandama efektiivsust, kuid laias laastus ei toonud ühinemine oodatuid tulemusi. Põhjustena toodi välja Ghana uued regulatoorsed meetmed, SSB ühinemiseelne kehv tulemuslikkus ja valdkonna tugev konkurents. Kumari (2019) uurimistöo Hong Kongi pangandusettevõtete ühinemistest andis sarnase tulemuse, kus saavutati efektiivsus ja mastaabisääst, suurendades tootmiskahtu ja vähendades ühikuhinda tootmises. Ühinemise positiivset mõju märgati Overseas-Chinese Banking Corporation Limited ühendamisel kolme erineva pangaga: Dao Heng Bank Limited, Overseas Trust Bank Limited ja DBS Kwong On Bank Limited.

Pakistani pangandusettevõtete tulemuslikkust hindasid Muhammad *et al.* (2019), kus uuriti firmade tulemuslikkust enne ja peale ühinemistehinguid. Nende uuringu eesmärk oli teha võrdlev analüüs ühinemiseelse ja -järgse tegevuse mõjule pankade finantstulemustele aastatel 2004–2015. Autorite tulemused näitasid, et pankade likviidsust, kasumlikkust ja investeringuid mõjutasid ühinemiste tegevused positiivselt ning kasumlikkus suurenes statistiliselt oluliselt.

1.2. Sünergia väärtus ühinemisel

Ühinemine on väline ja anorgaaniline kasv, mille kohaselt ettevõtte maksimeerib rahavoogusid investeeritud kapitalist ja peamine objekt on suurenemine. Sünergia on mõiste, mis on laialdaselt kasutatud korporatiivmaailmas ja tuleneb füüsikast, kus see esitatakse võrrandina $1+1 < 2$. Rahandus defineerib sünergiat kui positiivset täiendavat puhaskasumit, mis tekib kahe ettevõtte ühinemise või omandamisega. Seetõttu on sünergia positiivne erinevus ühendatud ettevõtte ja eraldiseisvate ettevõtete väärtuste summa vahel. Tekib olukord, kus kombineeritud ettevõtetel on võimalus olla väärtuslikum kui ettevõtete üksikud osad enne ühinemist või omandamist. (Bousquet 2017)

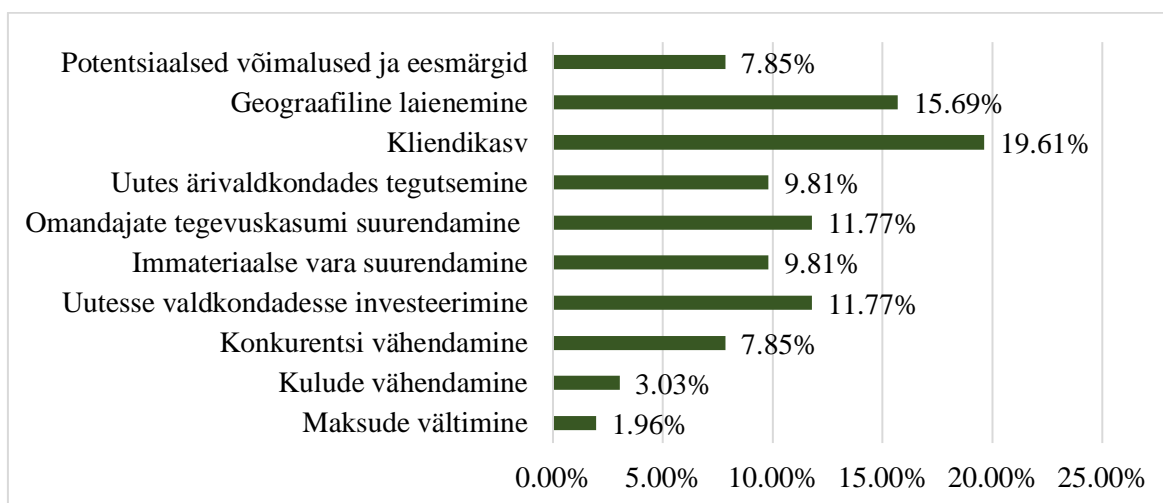
Sünergial on kaks peamist allikat: tegevus- ja finantssünergia. Tegevussünergia võimaldab ettevõtetel suurendada oma tegevustulu olemasolevatest varadest ja suurendada kasvu. See tuleb ühinemisest tingitud tulude suurenemisest või kulude vähenemisest. Tegevussünergia jaotub omakorda kulude ja tulude sünergiaks. Kulude sünergia vähendab ühinenud ettevõtte tegevuskulusid võrreldes sellega kui tegutseda eraldi mitme ettevõttega. Kulude sünergia on sageli seotud üleliigsete funktsioonide eemaldamisega ja võimaldab ettevõtetel vähendada muutuvkulusid, mis harilikult kattuvad (töötajate arv, tootmisüksused, administratsioon). (Bousquet 2017) Damodaran (2005) lisab, et tegevussünergia mõjutab firma opereerimist ja hõlmab majanduslikke tegureid, nagu suurenev hinnajõud ja kasvupotentsiaal. Tulude sünergia tekib ärikasumi suurenemisest peale ühinemist. Seda saab vaadata kui kõikide kasvuvõimaluste tõusu: müügi, turuosa, turulepääsu ja kliendilojaalsuse. (Bousquet 2017)

Finantssünergia on sünergia, mille puhul tekivad suuremad rahavood ja/või madalam kapitalihind. Need viitavad ühinemise positiivsele mõjule ühinenud majandusüksuse rahavoogudele (madalamad maksud või kapitalinõuded) või väiksemale kapitali hinnale. (Bousquet 2017) Finantssünergia on kontsentreeritum ja hõlmab maksusoodustusi, mitmekesisust, kõrgemat laenuvõimet ja üleliigse raha kasutamist (Damodaran 2005).

Sünergiast tulenevat kasu peetakse sageli tehingute peamiseks motivaatoriks, samas ka edu võtmeteguriks. Suutmatus saavutada ja õigesti hinnata sünergilist kasu on üks peamisi põhjuseid, miks ühinemised ebaõnnestuvad või omandamisi ülehinnatakse. Seetõttu on oluline sünergiat plaanipäraselt realiseerida, et pidada tehingut edukaks. (Kalsie, Nagpal 2017) Paljud ühinemised on sageli õigustatud argumendiga, et need loovad tulevikus sünergiat. Damodaran (2005) selgitab sünergiat kui lisaväärtust, luues võimalusi, mis iseseisvalt tegutsevatel ettevõtetel ei oleks võimalik. See on ühinemiste ja omandamiste puhul kõige laialdasemalt kasutatud, kuid samal ajal väärkasutatud mõiste.

Sünergia väärtusest Vietnami ühinemistehingutes viisid Duc *et al.* (2017) läbi kvalitatiivse uuringu, et selgitada välja, miks ettevõtted soovivad sünergiat saavutada. Küsitlus saadeti ekspertidele, kes töötavad ettevõtete hindamise, auditeerimise ja investeerimise valdkonnas. Peamine motiiv on klientide arvu suurendamine, mille valis ligikaudu 20% vastanutest (vt Joonis 2). Täiendavalt oluline on ka geograafiline laienemine, mis võimaldab ettevõttel avardada oma tegevust ülepiirilisel. Autorite tulemused tõid lisaks välja põhjuseid, miks sünergia väärtuse hindamine ei ole niivõrd oluline. 40,91% ekspertide vastuste järgi on sihtetevõtte väärtuse

leidmine kasulik ainult läbirääkimiste jaoks. 22,73% leidis, et juriidilised dokumendid ei sisalda sünergia väärtust ning selle hindamine tõstab üleliia tehinguga seotud kulusid.



Joonis 2. Konkreetset põhjused, miks ettevõtted püüavad saavutada ühinemisest sünergiat
Allikas: Duc *et al.* (2017)

Ettevõtte juhid vaatavad sageli enne ühinemist hinnangulist sünergia väärtust, et teha sihtettevõttele sobiv pakkumine. Eccles *et al.* (1999) sõnul paljud ühinemised ja omandamised ebaõnnestuvad seetõttu, et ettevõtte maksab omandamise eest liiga palju. See tähendab, et sünergilise väärtuse ebaõiget hindamist võib pidada ebaõnnestumise põhjuseks. Paljud ühinemise tehingud maailmas olid rakendatud liiga kõrge hinnatud sünergia väärtusega, kuid tegelik sünergia väärtus oli oodatust madalam, kui mitte negatiivne.

Ühinemiste ja omandamiste teostamise otsustamisel hindab ühendav ettevõtte sihtettevõtte sisemise väärtuse. Ratsionaalsed investorid ostavad ainult ettevõtet, kui selle tegelik väärtus on suurem kui kaalutav ostuhind. Teisest küljest ei taha sihtettevõtte aktsepteerida pakkumist, mille tehingu hind ei ole suurem kui sisemine väärtus. Kui ühendav äriühing usub, et ühinemise rakendamine sihtettevõttega loob lisakasu, pakub ta tegelikust väärtusest kõrgemat hinda, kuid madalamat kui sisemise ja sünergia väärtuste summa. Seetõttu peetakse sünergia väärtust ühinemise tehingute keskseks sihtmärgiks. (Duc *et al.* 2017)

1.3. Varasemad empiirilised uurimused

Ettevõtted teevad tehinguid mitmel erineval põhjusel, ent võimalik sünergia on paljude jaoks peamine tõukejõud. Sünergial on võtmeroll ühinemisjärgse väärtuse kujundamisel, aga samal ajal esitab ühendavale ühingule suure väljakutse. (Sinkkonen 2019)

Pamplona ja Junior (2013) uurisid 2000–2007. aastal Brasiilias toimunud ühinemistest ja omandamistest tekkinud sünergiaid. Uuringus kasutati kolme erinevat meetodit: analüüsi raamatupidamislikke näitajaid, hinnati ettevõtte väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil ja selle variatsiooniga, mis võimaldas eristada sünergia eri liike. Leiti, et börsiettevõtete oodatud kasu ühinemisest ei realiseerinud ning ettevõtete koguväärtusel enne ja peale ühinemist ei olnud statistiliselt olulist erinevust. Statistiliselt mitteolulised olid ka tegevus- ja finantssünergiast saadud kasu ning jõuti järeldusele, et kuigi sünergia tõstab ettevõtte väärtust, ei ole muutus piisavalt mõjukas.

Eesti suuruselt kolmanda panga ning Nordea ja DNB Balti üksuste ühinemisel loodud Luminori sünergia hindamise viis läbi Čirjevskis (2021). Autor kasutas reaaloptsioonide meetodit, et selgitada, kas ülepiirilised ühinemised loovad lisaväärtust aktsionäridele, mitte ainult ei vähenda kulusid ega suurenda tulusid organisatsiooni jaoks. Čirjevskise tulemus näitas, et DNB ja Nordea ühinemine lisas Luminori turuväärtusele juurde umbes 0,7 miljardit eurot.

Ühinemiste mõju USA telekommunikatsioonisektoris aastatel 1988–2001 uurisid Majumdar *et al.* (2012). Ettevõtete finantsnäitajate põhjal tehti paneelandmete analüüs, kus leiti, et nii suuremate kui ka väiksemate ettevõtete puhul oli ühinemiste mõju sünergiale statistiliselt oluline ja negatiivne. Rahavoo muutja negatiivne tulemus näitas, et firmad ei suutnud ressursse piisavalt tõhusalt kasutada ega suurendada tulusid ja sissetulekuallikaid.

Indias tegutsevate firmade omandamise tegevust uuris Kumar (2009), kelle eesmärk oli leida potentsiaalset sünergia. Autor võrdles ühinemiseelseid ja -järgseid raamatupidamislikke näitajaid, millest tuli järeldus, et omandava ettevõtte ühinemisjärgne kasumlikkus, varade käibevälde ja üldine maksevõime ei paranenud. Samuti ei läinud paremaks laenuvõime ning finantssünergiaid ei tekkinud. Autor selgitas, et ühinemine on keerukas protsess, mille käigus võib juhatus kaotada kontrolli ettevõtte üle ega suuda seda enam efektiivselt juhtida. Kontrolli kaotus viib omakorda kasumlikkuse näitajate languseni. Paljude ühinemistehingute protsesside käigus ei arvestata

inimliku kohanemisega, mille tulemusena kipuvad valesti juhtitud organisatsioonid saama negatiivseid tagajärgi (Marks 2007).

Kalsie ja Nagpal (2017) avaldasid ühinemisega seotud huvitava teadustöö, mida autor kasutas inspiratsioonina antud töö kirjutamisel. Uuringus hinnati 2010. aastal ühinenud ettevõtte sünergiat, aga kuna ühinemine oli toimunud seitse aastat tagasi, tekkis autoritel võimalus leida nii prognoositud ehk S_{progn} kui ka reaalne ehk S_{tegelik} sünergia. Ettevõtte prognoositud sünergia leiti tagasivaatavalt 2010. aasta aprillikuusse, mille jaoks kasutati 2009–2010. majandusaasta aruandeid kui ühinemiseelseid, et prognoosida 2011–2015. aasta vabad rahavood. Seejärel diskonteeriti rahavood ja leiti ühinemiseelselt eraldiseivate ettevõtete väärtused ja ühinenud ühingu väärtus 01.04.2010.

Kokku tehti neli rahavoogude analüüsi ja lõppväärtuse arvutamist, sest sünergiat ning ühinenud ettevõtte väärtust sai kindlaks teha kahel erineval viisil. Esialgu hinnati prognoositud sünergiat, kus prognoositi ühinenud ettevõtte väärtus ehk $V(AB)_{\text{progn}}$ ning kuidas sünergiat oli eeldatud avalduma. Seejärel leiti reaalne sünergia, mille jaoks autorid kasutasid ühinemisjärgseid andmeid 2011–2015 majandusaasta aruannetest, et arvutada tegelik ühinenud ettevõtte väärtus ehk $V(AB)_{\text{tegelik}}$ ja vastavalt saavutatud sünergia. Kalsie ja Nagpali (2017) tulemuste põhjal oli prognoositud sünergia 3252×10^7 India ruupiat ja tegelik sünergia -1063×10^7 India ruupiat. Autorid jõudsid järeldusele, et reaalsuses ei suudetud prognoositud sünergiat saavutada ning väärtus oli hoopis negatiivne. Kokkuvõttes mainiti, et negatiivne sünergia ei ole siiski ainult ühinemisest tulenev, vaid nõrk nõudlus ja kõikuvad hinnad võivad samuti olla põhjuseks.

2. METOODIKA JA ANDMED

Teine peatükk selgitab täpsemalt töös kasutatud meetodikat ja andmeallikaid. Põhjalikum ülevaade antakse Orkla Eesti ajaloost ning ühinemise põhjustest. Autor toob välja valemid ja kordajad, mis on tarvis korrektse analüüsi jaoks.

2.1. Orkla Eesti AS ja AS Põltsamaa Felixi ühinemine

Orkla ASA on Norra päritoluga ettevõtte, mis loodi 1654. aastal ja alustas kauplemist Oslo börsil 1929. aastal. Orkla ASA on juhtiv tarbekaupade tarnija ning opereerib Põhjamaades, Ida-Euroopas, Aasias ja Ameerika Ühendriikides. Ettevõtte ajalugu on kirev, kus tegevust alustati kaevandusettevõttena ja tänu äkilisele muutusele strateegias, viidi läbi laialdane restruktureerimise protsess, mille lõpp-fookus jäi kaubamärgiga tarbekaupadele. (Severinsen, Gundersen 2014)

Firma ajalugu vaadates on ilmne, et Orkla Eesti kasutab ühinemisi, et kasvada ja suurendada turuosa. 2014. aastal ostis firma toiduainetööstus ettevõtte Laima, mis on üks tugevamaid magusabrände ja šokolaaditootjaid Baltikumis. Tollane Orkla Eesti juht Peter A. Ruzicka sõnas, et „Laima ja teiste tugevate brändide ostmise on Orkla jaoks strateegiliselt tähtis ja tugevdab märkimisväärselt meie tegevust siin regioonis.“ (Neudorf 2014) Marko Kaha, Orkla Eesti finantsjuht, selgitab, et strateegia eesmärk on kindel. Gruppi kuuluvad ettevõtted peavad olema võimelised hoidma enda koduturul esimest või teist positsiooni. Halvema puhul tuleb juba hinnata, kas täiendavalt investeerida ning seeläbi turuosa suurendada või sootuks loobuma. (Metsküla 2019)

2010. aastal ostis Orkla Grupp AS Kalevi umbes 33 miljoni euro eest ning 2018. aastal muudeti nimi Orkla Eesti AS. Tehingut põhjendati gruppi kuuluvate firmade ärinimede ühtlustamisega ning läbi selle tugevdada juhtivat positsiooni eri riikides. Orkla Eesti ja Põltsamaa Felixi ühinemine kanti äriregistrisse 02.04.2018. Selle tulemusena kustutati Põltsamaa Felix registrist ja tegevus jätkus Orkla Eesti ärinime all. Koos moodustati ettevõtte, mis esindab kahte kodumaist kaubamärki ja tootmisüksust – Kalevi maiustuste tehas Jüris ja Põltsamaa tehas Jõgevamaal. Pressiteates

kirjeldati ühinemist kui loogilist sammu mõlema ettevõtte jaoks, selgitades, et „tekkinud sünergia võimaldab mõlemal tootmisüksusel keskenduda tõhusamalt oma põhitegevusele ja samuti on efektiivsem kogu ülejäänud organisatsiooni toimimine.“ (Orkla Eesti 2018) Lisapõhjustena toodi välja juhtimise ja erinevate tugisüsteemide ühendamine ning tõhusam protsesside lahendamine (*Ibid.*).

Põltsamaa tehas valmistab suurima toiduainevalikuga tooteid Eestis, sealhulgas mahlajooke, moose, kastmeid jt. Kui Orkla Eesti 2018. aastal 1,5 miljoni eurose suuruse investeeringu tegi, sai Põltsamaa tehast Baltimaade kaasaegseim mahlatootja ja on seni piirkonna kõige suurem tööandja ning maksumaksja. (Põltsamaa)

Ühinemisega lootis Orkla Eesti muuta senist strateegiat ja panustada vähem ekspordile. Ekspordi turustamine oli kulukas ega toonud lisatulu. Eduvõtmeks pidas ettevõtte keskendumist koduturule ja rõhu panemist uutele toodetele, sest need tõid 2013. ja 2014. aastal kõige suurema müügi ja kasvu. Ühinemisega hõivas Orkla Eesti enamikus tootegruppides turust suure osa, lisades enda kontserni Põltsamaa Felixi, kes on turuliider kastmetes, juurviljakonservides ja smuutides. Orkla Eesti finantsjuht sõnas, et eesmärke seatakse kolme aasta kaupa ja esimene eesmärk oli üldise kasumlikkuse kasvatamine. Kuigi jõulist turu juurdevõitmise eesmärki ei olnud, siis müügitulu siht oli vähemalt turuga koos kasvamine, kui mitte rohkem. Kulude kokkuhoiu ja efektiivsuse tõstmisel oli rõhk digitaliseerimisel, kus kontsern leidis lahenduseks tootmisliinide laserloendid ja tehastesse planeeritakse paigaldada uued robotid. Uued robotid ühendatakse majandustarkvaraga, mis ei sõltu tööliste olemasolust ning usutakse, et kuigi investeering on kulukas, tasub paigaldamine end tulevikus ära mõlema ettevõtte kulude vähendamiseks. (Metsküla 2019)

2.2. Kasutatava metoodika kirjeldus

Ettevõtted loovad väärtust kahe ettevõtte ressursside kombineerimisel ja need tulenevad pea igast valdkonnast (tehnoloogia, tootmine, finants ja turundus). Iga valdkond saab hõlbustada parema toimimise, tootmises tekib mastaabisääst, finantsosakonnas mitmekesisustumine jne. Kõik muutused võib kokku võtta sünergiana, kasutades valemit: $V(AB) > V(A) + V(B)$, kus $V(AB)$ on ühinenud ettevõtte ja $V(A)$ ja $V(B)$ on eraldiseisvate ettevõtete väärtused. Sünergia valem on seejärel järgmine: $S = V(AB) - (V(A) + V(B))$. (Junge 2014)

Antud töös on $V(A)$ Põltsamaa Felix, $V(B)$ Orkla Eesti ja $V(AB)_{\text{progn,tegelik}}$ ühinenud Orkla Eesti väärtus 31.12.2017 seisuga. $V(A)$ ja $V(B)$ on ühinemise momendiks kättesaadava informatsiooni põhjal ettevõtete iseseisva tegutsemise modelleerimine aastatel 2018–2021 ja selle põhjal tagasiulatuvalt kahe ettevõtte võimalike väärtuste hindamine.

Puranam ja Vanneste (2016) hindavad enda raamatus sünergiat sama valemiga. Valemi kaudu saab määrata ettevõtete ühinemise ja koostegutsemise eelised, kus ühistegevus ja otsused tervikuna võimaldavad väärtust tõsta. Kui ühinemine ebaõnnestub, on sünergia negatiivne ja tõene on valem $V(AB) < V(A) + V(B)$.

Nagu paljud teised autorid, leiab ka Čirjevskis (2021), et diskonteeritud rahavoogude meetod ehk DCF on peamine sünergia hindamise viis. Meetod hindab eeldatavat tulevast tulu diskonteerides nüüdisväärtuseni, eeldades, et ettevõtted järgivad oma varasemat arengut.

Sünergia hinnangu läbiviimisel on vaja analüüsida mõlema firma majandusaasta aruandeid, ajalugu ja finantsilist seisut, peale mida saab koostada rahavoogude prognoosi järgneva nelja aasta kohta. Ühinemise puhul on kaks osapoolt: ühendaja (Orkla Eesti) ja ühendatav sihtettevõtte (Põltsamaa Felix). Esmalt leiab autor Põltsamaa Felixi ehk $V(A)$ ja Orkla Eesti ehk $V(B)$ ettevõtete väärtused ilma sünergiata, eeldusel, et nad tegutsevad eraldiseisvalt. Vajalikud andmed saab Äripäeva infopangast, ühinemiseelne periood on mõlema ettevõtte jaoks 2015–2017. aasta. Peale seda saab lisada ühinemise ning võimalikud sünergia mõjud rahavoogude mudelisse ja läbi selle hinnata ühinenud ettevõtte Orkla Eesti $V(AB)_{\text{progn}}$ väärtust 31.12.2017.

Kasutades eeskujuna Kalsie ja Nagpal (2017) teadustööd, leiab autor kaks ühinemisjärgset ettevõtte väärtust ja sünergiat. Sünergia valemit saab kasutada kaks korda, et leida S_{progn} ja S_{tegelik} . Hinnates 31.12.2017 seisuga ühinemisjärgset prognoositud Orkla Eesti väärtust $V(AB)_{\text{progn}}$ ja tegelikel andmetel hinnatud Orkla Eesti väärtust $V(AB)_{\text{tegelik}}$, saab rakendada sünergia valemit, et leida prognoositud ja tegelikud sünergiad. Tekib võimalus võrrelda, kas ühinemisel realselt tekkis sünergia, mida Orkla Eesti plaanis saavutada või ebaõnnestuti.

Käesoleva töö kontekstis saab sarnast metoodikat kasutada, sest ühinemine toimus hetkeseisuga neli aastat tagasi ning avalikke ühinemisjärgseid majandusaasta aruandeid on saadaval perioodil

2018–2020. 2021. aasta puhul tuleb autoril siiski tegelikud vabad rahavood prognoosida aruande puudumise tõttu ning on lähemalt seletatud analüüsi peatükis.

Ettevõtte väärtuse ja ühinemise hindamiseks analüüsib autor eelnevalt kasumiaruannet, rahavooge ja bilanssi. Prognoosiperiood on 2018. kuni 2021. aasta, peale mida leitakse lõppväärtus. Aastarvude valik tuleneb viimasest avalikustatud majandusaruandest ja faktist, et ühinemine toimus 02.04.2018. Seetõttu saab tagasivaates leida ettevõtete väärtused enne ühinemist 2017. aasta lõpus ja samal ajal võrrelda prognoositud väärtust aktuaalsete andmetega, mis on 2018–2020 aasta Orkla Eesti majandusaasta aruanded. Rahavoogude ja lõppväärtuse leidmisel kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit. Oodatavad rahavood seejärel diskonteeritakse kaalutud keskmise kapitali hinnaga, et leida ettevõtte väärtus.

Diskonteeritud rahavoogude mudeli hindamisel on kaks võimalust: vaba rahavoog ettevõttele (FCFF), mis saadav rahavoog võlausaldajatele ja aktsionäridele, või vaba rahavoog omakapitalile (FCFE), mis on ainult omanikele (Steiger 2010). Antud töö keskendub esimesele võimalusele FCFF, mille puhul ühendaja võttis üle kõik ühendatava kohustused, võlad ja omakapitali. Meetod põhineb raamatupidamislikel näitajatel, mis on mõlema ettevõtte puhul leitavad avalikest majandusaasta aruannetest. Valem rahavoo leidmiseks on järgmine (*Ibid.*):

$$FCFF = EBIT - maksud + investeeringud põhivarasse - investeeringud puhaskäibekapitali \quad (1)$$

Nii Orkla Eesti kui ka Põltsamaa Felix tegutsevad Eestis, mille seaduse kohaselt tasutakse tulumaksu dividendide või muu kasumieraldiste väljamaksmisel, aga mitte kasumi tekkimise põhjal (Nõmmsalu 2019). Seetõttu on töös kasutatav valem lihtsustatud kujul (*Ibid.*):

$$FCFF = EBIT + kulum - investeeringud põhivarasse - investeeringud puhaskäibekapitali \quad (2)$$

Kui vabad rahavood on leitud, tuleb arvutada diskontomäär, mida nimetatakse kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks (WACC — *weighted average cost of capital*). See on oluline sisend mudelis, kuna väike muutus kapitali hinnas põhjustab märgatava muutuse ettevõtte väärtuses. (Steiger 2010) WACC koosneb võla- ja omakapitali nõutavatest tulumääradest, mis on kaalutud kapitali allikate osakaaluga, mida nad moodustavad ettevõtte turuväärtusest (Schill, Chaplinsky 2008). WACC-i leidmise jaoks on valem (Konkurentsiamet 2016):

$$WACC = k_e \times \frac{OK}{VK+OK} + k_d \times \frac{VK}{VK+OK} \quad (3)$$

kus

k_e – omakapitali hind (%)

k_d – võlakapitali hind (%)

OK – omakapitali osakaal (%)

VK – võlakapitali osakaal (%)

$VK+OK$ – võla- ja omakapitali osakaalud kokku (%)

Omakapitali hinna saab leida CAPM mudelist (CAPM — *Capital Asset Pricing Model*) (*Ibid.*):

$$k_e = R_f + R_c + \beta (R_m - R_f) \quad (4)$$

kus

k_e – omakapitali hind

R_f – riskivaba tulumäär

R_c – riigiriski preemia

β – beetakordaja

$(R_m - R_f)$ – turu riskipreemia

Võlakapitali hind on riskivaba tulumäära ja Eesti riigi riskipreemia summa. Riskivaba tulumäär oli 2017. aasta Konkurentsiameti juhendi andmete põhjal 1% ja Eesti riigiriski preemia 0,81%. (Konkurentsiamet 2017) Võla- ja omakapitali osakaalud arvutab autor iga ettevõtte jaoks eraldi toetudes majandusaasta aruannetele. Võimenduseta beetakordaja kategoorial „Toiduainete tootmine“ oli 2017. aastal 0,67 (Damodaran Online, tabel *Average Unlevered Beta*). Selleks, et leida võimendusega beetakordaja kasutab autor valemit (Konkurentsiamet 2016):

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + VK/OK) \quad (5)$$

kus

β_L – võimendusega beetakordaja

β_U – võimenduseta beetakordaja

Peale prognoosiperioodi tekkivatest vabadest rahavoogudest on võimalik arvutada lõppväärtus (TV — *terminal value*). Lõppväärtust hinnatakse prognoosiperioodi viimasel aastal ja see kapitaliseerib kõigi tulevaste rahavoogude nüüdisväärtuse peale prognoosiperioodi. Rahavood on prognoositud stabiilse oleku eeldusel, et ettevõttel ei esine ebatavalist kasvu. Lõppväärtuse valem on (Schill, Chaplinsky 2008):

$$TV = \frac{FCF_t (1 + g)}{(WACC - g)} \quad (5)$$

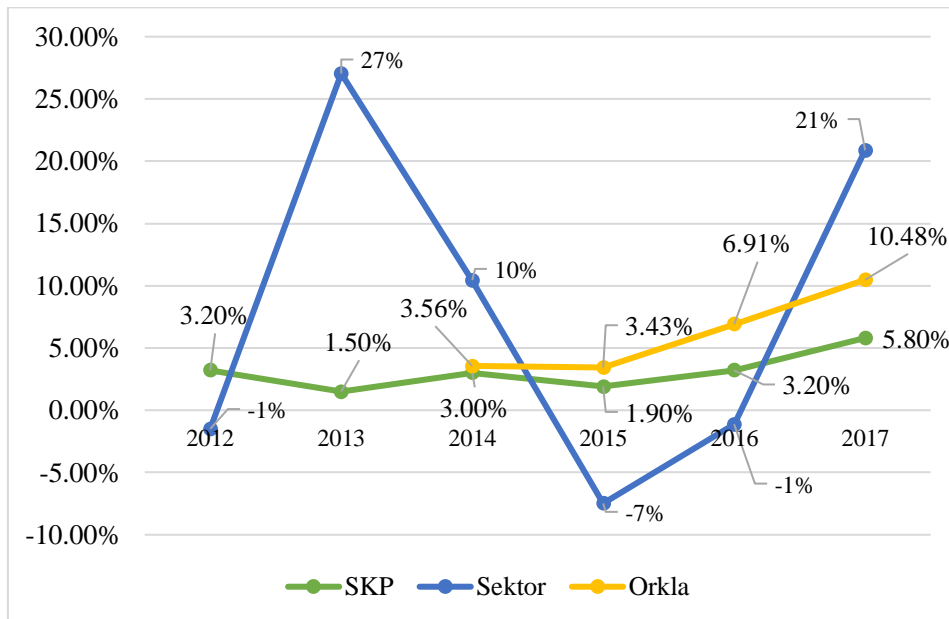
kus

FCF_t – eeldatav vaba rahavoog perioodil t

$WACC$ – kaalutud keskmine kapitali hind

g – pikaajaline kasvumäär

Pikaajalise kasvumäära g leidmiseks kasutab autor 2012–2016. aasta sisemajanduse koguprodukti (SKP) väärtuse muutust võrreldes eelmise perioodiga keskmist 2,56% (Eesti Statistikaamet, tabel RAA0012). Kasvumäära 2,56% kasutati lõppväärtuse valemis (Valem 5). Alloleva Joonis 3 pealt on võimalik näha, kuidas SKP väärtuse, Orkla Eesti müügitulu ja 250 või enama töötajaga toiduainetööstuse ettevõtete müügitulu muutused omavahel seotud on.



Joonis 3. SKP, toiduainetööstuse sektori ja Orkla Eesti müügitulu muutuse seos omavahel aastatel 2012–2017

Allikas: Eesti Statistikaamet (tabel RAA0012, EM001), Orkla Eesti majandusaasta aruanne 2015–2017, autori arvutused

3. ORKLA EESTI JA PÕLTSAMAA FELIXI ÜHINEMISEELNE JA -JÄRGNE ANALÜÜS

Analüüs on teostatud kahe perioodi kohta — ühinemiseelne ja ühinemisjärgne. Esmalt hindab autor ettevõtteid eraldiseisvana, eeldades, et ühinemist ei oleks toimunud. Seejärel saab prognoosida sünergia ja leida ühinemisjärgse väärtuse. Viimane alapeatükk võtab kõik vahepealsed tulemused kokku ning annab omapoolsed järeldused.

3.1. Orkla Eesti ja Põltsamaa Felixi ühinemiseelne analüüs ja väärtuste hindamine

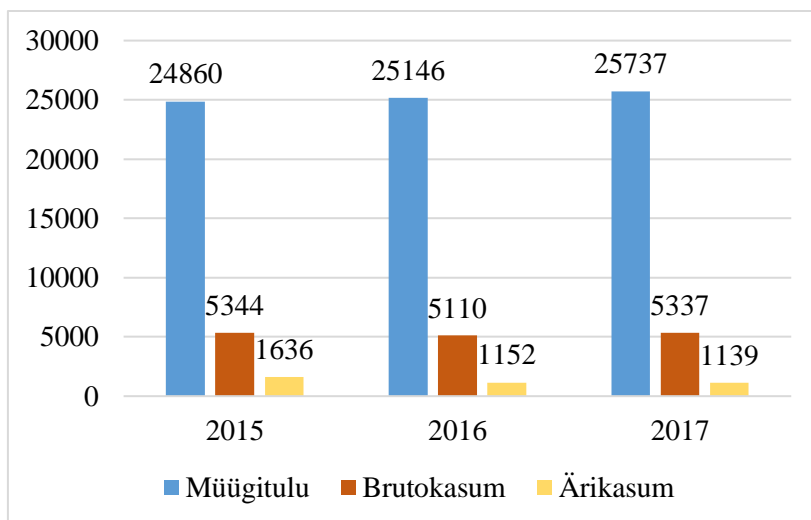
3.1.1. Põltsamaa Felixi finantsseisundi analüüs ja väärtus

Põltsamaa Felix jagab oma müügitulu jaotuse kaheks: müüdnud omatoodang ja müüdnud ostukaubad (vt Lisa 1). Maitseainete ja -kastmete tootmine on põhitegevusala, moodustades 34,64% müügitulust. Sellele järgnevad eri toidukaupade ja jookide vahendamine, mis on 24,64% müügitulust, kokku on tegevusalasid kuus. Ettevõtte müügitulud on aastatel 2015–2017 regulaarselt kasvanud vahemikus 1,15% kuni 2,35% ja trend on püsinud aastate vältel positiivne. Suurim müügitulu kasv oli 2017. aastal, kui suudeti saavutada 2,35% tõus eelmisest aastast. Keskmine kasv on jäänud 1,75% juurde. Peamised müügitulu allikad on mahlad, valmistoidud ja köögiviljahoidised, millest viimane tõi suurima kasvu.

Müüdnud kauba kulu moodustab keskmiselt 79,15% müügitulust ja brutokasum jääb harilikult 5 miljoni euro juurde (vt Joonis 4). Põltsamaa Felixi brutomarginaal on 21%, tootmisettevõtte moodustab suurima osa müüdnud toodangu kulust tooraine- ja materjalikulu, keskmiselt 15 miljonit eurot. Sellele järgnevad tööjõukulud, mille osakaal on 10,28% kulust.

Viimased kaks aastat on ettevõtte puhaskasum olnud langustrendis. 2016. aastal langes puhaskasum 28,32% võrreldes 2015. aastaga. Lisaks langes 2016. aastal brutokasum 4,39% ja ärikasum 29,58%, langetades ärikasumi marginaali 4,58% peale, võrreldes 2015. aasta 6,58%-ga.

Sellel aastal suurenesid üldhalduskulud 265 tuhande euro võrra, vähenesid muud äritulud ja suurenesid muud ärikulud 22 tuhande euro võrra. Müügilanguse põhjuseks eksportturgudel oli varude ettetootmine ja kontsernisisese muudatuste tagajärg tootmises.



Joonis 4. Põltsamaa Felixi müügitulu, bruto- ja ärikasum 2015. kuni 2017. aastal tuhandetes eurodes

Allikas: autori koostatud 2015–2017 majandusaasta aruannete põhjal

Rentaablusnäitajate analüüsist selgub, et käibe brutorentaablus oli kõrgeim 2015. aastal, kui see oli 21,50% (vt Tabel 1) ning peale seda langes 20,32% peale. Enamus rentablusnäitajad langesid peale 2015. aastat, käibe puharentaablus oli 2017. aastaks langenud 2,03%. See tähendab, et ühe euro käibe kohta teeniti 2017. aastal 4,42 senti kasumit, kui kaks aastat varem teeniti 6,45 senti. Puharentaabluse näitaja langusele 2016 ja 2017. aastal viitab müügitulu väike kasvutempo, aga kulude kiirem tõus. Põltsamaa Felixi kulude analüüsist tuleb välja, et tööjõukulud suurenesid 2016. aastal 13,15%, aga müügitulu tõus oli 1,15%. Antud aastal esines täiendavalt varude allahindluste ja mahakandmiste suurenemist võrreldes 2015. aastaga. Võib hinnata, et ettevõtte ei suutnud piisavalt tulukalt tegevuskulusid juhtida, mis põhjustas madala puhaskasumi.

Keskmine varade maht jääb 18 miljoni euro juurde ja omakapitalil 14,7 miljoni euro juurde. 2015. aastal olid nii ROA kui ka ROE oma maksimumil, iga vara all olev euro teenis 9,05 senti ja omakapital 11,80 senti kasumit. Varade käibekordaja suhtarv nätab kui efektiivselt ettevõtte varasid kasutab, mida kõrgem näitaja, seda efektiivsem ollakse (Leemet 2018). Põltsamaa Felixi käibesagedus on konstantselt püsinud 1,40 juures, tõustes ainult 2017. aastal 0,67% võrra. Seevastu lühiajalise võlgnevuse katekordaja tegi järsu tõusu 2,87-lt 2015. aastal 4,95-ni 2017.

aastal. See tähendab, et lühiajalisi kohustusi suudetakse katta käibevarast, kuid võib juhtuda, et ettevõtte ei kasuta käibevara piisavalt tõhusalt.

Tabel 1. Põltsamaa Felixi rentaablus-, likviidsuse- ja varade efektiivsuse näitajad 2015–2017 aastal

Näitaja	2015	2016	2017
Käibe brutorentaablus (%)	21,50	20,32	20,74
Käibe puhasrentaablus (%)	6,45	4,57	4,42
Varade puhasrentaablus (ROA) (%)	9,05	6,41	6,24
Omakapitali rentaablus (ROE) (%)	11,80	7,80	7,17
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	2,87	4,05	4,95
Varade käibesagedus	1,40	1,40	1,41

Allikas: autori arvutused Põltsamaa Felixi 2015–2017 majandusaasta aruannete põhjal

Eesti Statistikaameti „Toiduainete tootmine“ sektori 2006–2017. aasta 100–249 töötajaga ettevõtete keskmine müügitulu kasv on 4,39% (Eesti Statistikaamet, tabel EM001). 2015–2016. aastal on Põltsamaa Felix suutnud saavutada parema kasvutempo kui sektori keskmine. 2015. aastal sektori 1,36% võrreldes 1,76%-ga ja 2016. aastal –8,57% võrreldes 1,15%-ga. Seevastu 2017. aastal oli sektori keskmine 4,57% ja Põltsamaa kasv 2,35%. Arvestades oluga, et ei saa kindlalt öelda, kas ettevõtte suudab ka tulevastel aastatel kiiremini kasvada, on autor võtnud müügitulu kasvuks 3,46%. See tuleb sektori ja ettevõtte 2017. aasta kasvude keskmisest.

Ülejäänud näitajad ja nende osakaalud sõltuvalt müügitulust on toodud Tabelis 2. Analüüsi aluseks võetud majandusaasta aruannete põhjal on müüdnud kaupade kulu keskmiselt 79,15% müügitulust. Turustuskulud on jäänud 9,61% osakaalu juurde ja üldhalduskulud keskmiselt 6,46% müügitulust. Muude ärikulude osakaaluks prognoosib autor 0,29% ja kulumi osakaalu 3,64% juurde. Ettevõtte muude ärikulude alla loetakse trahve, viiviseid, hüvitisi ja muud. Puhaskäibekapitali suurus jääb eeldavalt kolme aasta keskmise 29,38% juurde. Puhaskäibekapital on leitud nõuded klientidele ja varude summast, millest on lahutatud lühiajalised kohustised (v.a lühiajalised laenud) (Nõmmsalu 2019).

Tabel 2. Põltsamaa Felixi rahavoogude prognoosimisel kasutatavad osakaalud müügitulust 2015–2017 aastal (%)

Näitaja	Osakaal
Müüdü toodangu kulu osakaal müügitulust	79,15
Turustuskulude osakaal müügitulust	9,61
Üldhalduskulude osakaal müügitulust	6,46
Muude ärikuude osakaal müügitulust	0,29
Kulumi osakaal müügitulust	3,64
Puhaskäibekapitali osakaal müügitulust	29,38

Allikas: autori arvutused Põltsamaa Felixi 2015–2017 majandusaasta aruannete põhjal

Ettevõtte vabad rahavood tuleb diskonteerida kaalutud keskmise kapitali hinnaga, mille leidmiseks kasutatud andmed on Tabelis 3 ja valemid arvutuskäikudeks olid kirjeldatud metoodika peatükis.

Tabel 3. Põltsamaa Felixi kaalutud keskmise kapitali hinna leidmine

Näitaja	Väärtus
Beeta võimenduseeta	0,67
Beeta võimendusega	0,70
Riskivaba tulumäär (%)	1,00
Eesti riskipremia (%)	0,81
Tururiski premia (%)	5,00
Omakapitali osakaal (%)	96,23
Võlakapitali osakaal (%)	3,77
Omakapitali hind (%)	5,29
Võlakapitali hind (%)	1,81
Kaalutud keskmise kapitali hind (WACC) (%)	5,16

Allikas: autori arvutused

Põltsamaa Felixi kaalutud keskmiseks hinnaks 2017. aastal on leitud 5,16%. Võttes arvesse eelpool arvatud näitajaid prognoosis autor tagasivaatavalt Põltsamaa Felixi rahavood perioodil 2018–2021. Prognoosi tegemisel toetuti andmetele Lisas 2 ja 3. Tabelis 4 on toodud ettevõtte vabad ja diskonteeritud rahavood.

Tabel 4. Põltsamaa Felixi 31.12.2017 seisuga õiglase väärtuse hindamisel prognoositud rahavood (tuhandetes eurodes)

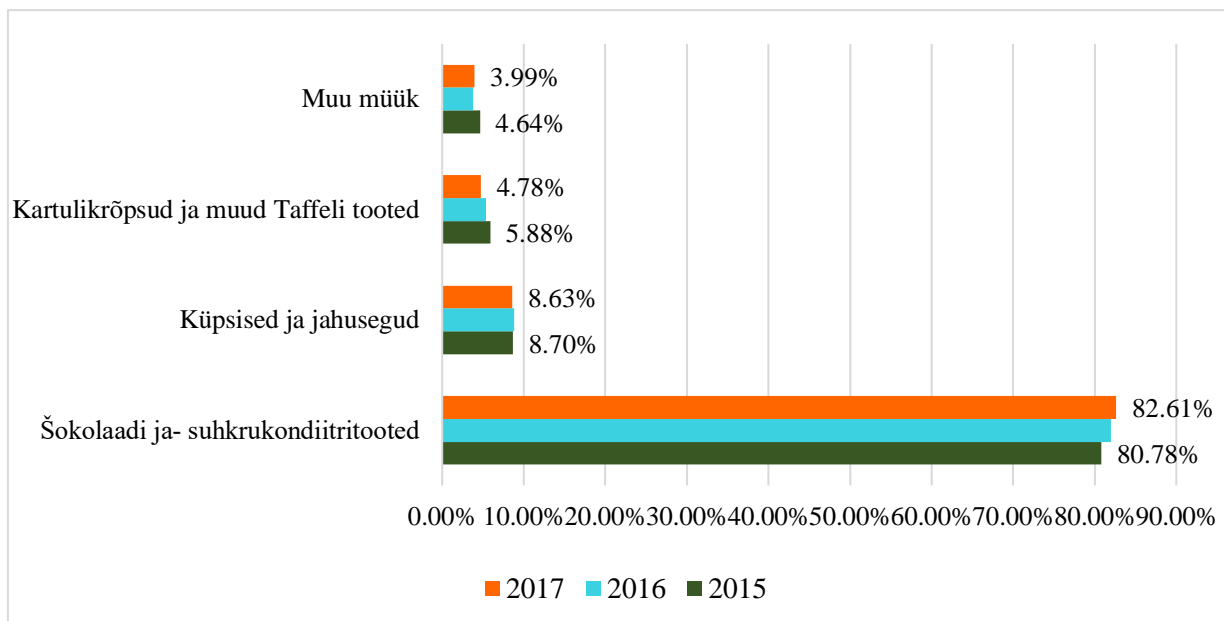
	2018	2019	2020	2021	Lõppväärtus
EBITDA	2 352	2 435	2 518	2605	–
Investeeringud	–971	–1 005	–1 039	–1 075	–
Käibekapitali muutus	364	–270	–280	–289	–
Ettevõtte vaba rahavoog (FCFF)	1 745	1 158	1 199	1 240	48 848
Diskonteeritud vaba rahavoog	1 659	1 048	1 031	1 014	39 938

Allikas: autori arvutused Lisa 2 ja 3 toodud andmete põhjal

Ettevõtte väärtuse leidmiseks kasutas autor lõppväärtuse valemit (Valem 5), kus pikaajaline kasvumäär g oli 2,56%, ning sai Põltsamaa Felixi ehk V(A) 2017. aasta hinnanguliseks väärtuseks 44 689 307 eurot. Omakapitali väärtuseks hinnati 47 085 296 eurot, laenude jääk 31.12.2017 seisuga ettevõttel puudus.

3.1.2. Orkla Eesti finantsseisundi analüüs ja väärtus

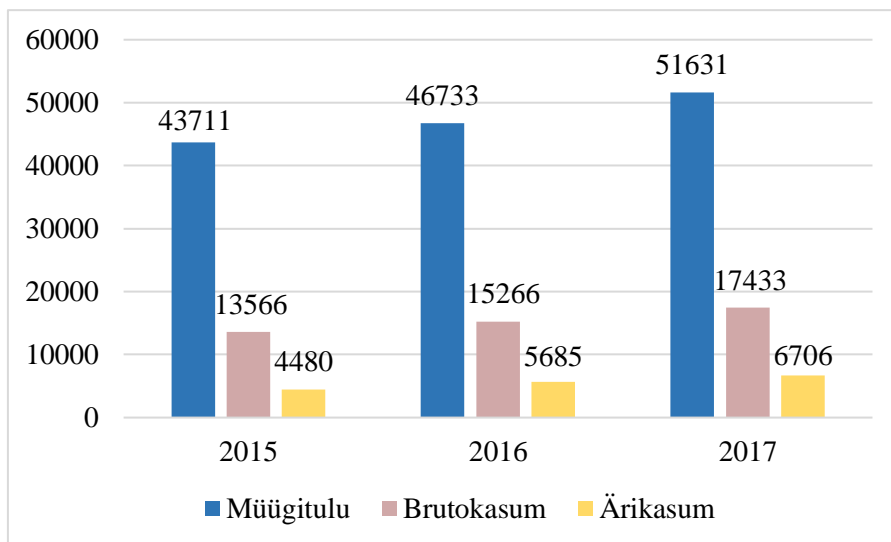
Orkla Eesti (kuni 2017. aasta ärinimi AS Kalev) põhitegevusala on šokolaadi- ja suhkrukondiitritoodete tootmine ning turustamine. Ettevõtte on Eesti maiustuste turuliider, moodustades mahu poolest 48,2% ja käibest 43,2% turuosast. Kõige olulisem segment on šokolaadi- ja suhkrukondiitritooted, mis moodustavad keskmiselt 81,80% müügitulust ja osakaal on alates 2015. aastast stabiilselt kasvanud (vt Joonis 5). Orkla Eesti kommunikatsioonijuhi sõnul põhjustab müügikasvu kaubanduskettide esitatud tellimused, mistõttu tuleb sageli kohendada tootmiskoguseid ja üle vaadata tootmisplaanid (Liiva 2020). 2017. aastal ulatus kogumüük 11 582 tonnini, tõustes eelnenud aastast 10,50%. Oluline tähelepanu pannakse tootearendusele ja innovatsioonile, et tulla turule uute toodetega. Investeeringuid tehakse eesmärgiga suurendada tootmisefektiivsust ja -mahtu, kus eriline rõhk on täisautomatiseeringul. Suurim investeering oli 2016. aastal peaaegu miljon eurot maksev dražeekeemide pakkeliin. (Orkla Eesti 2018)



Joonis 5. Ühinemiseelse Orkla Eesti müügitulu jaotus tegevusalade lõikes

Allikas: autori koostatud 2015–2017 majandusaasta aruannete põhjal

Tänu suurenenud nõudlusele ja investeringutele efektiivsematesse tootmisprotsessidesse, kasvasid Orkla Eesti müügitulu ja tootmismahud kiire tempoga (vt Joonis 6). Võrreldes 2014. aastaga kasvas 2015. aasta müügitulu 3,43%, järgmine aasta 6,91% ning 2017. aastaks oli müügitulu kasv 10,48%, tõustes 51,63 miljoni euroni. Positiivse kasvutempoga on ka bruto- ja ärikasum. 2016. aastal tõusis brutokasum 12,53% ja ärikasum 26,88%. Sellel aastal suudeti müügitulu kasvuprotsent peaaegu kahekordistada, kuid samal ajal suurenesid müüdüd kauba kulud ainult 30,14 miljonilt eurolt 31,46 miljoni euro peale. Lisaks vähenesid muu äri- ja finantskulud ning puhaskasum suurenes 31,17%. 2017. aastal kasvas peale müügitulu ka brutokasum 14,20%, ärikasum 17,97% ja puhaskasum 20,83%. Orkla Eesti keskmine brutomarginaal on 32%, mis võrreldes Põltsamaa Felixi 21%-ga, on 11% kõrgem. Näitajate vahe järgi saab hinnata, et Orkla Eesti juhib tootmist efektiivsemalt ning suudab hoida oma müüdüd toodangu kulusid madalamal.



Joonis 6. Ühinemiseelse Orkla Eesti müügitulu, bruto- ja ärikasum 2015. kuni 2017. aastal tuhandetes eurodes

Allikas: autori koostatud 2015–2017 majandusaasta aruannete põhjal

Peaaegu kõik Orkla Eesti rentaablusnäitajad on antud perioodi sees kasvanud (vt Tabel 5). Viimane ühinemiseelne aasta oli seni edukaim, saavutades 33,76% brutorentaabluse, 12,83% puhasrentaabluse ja 14,08% varade puhasrentaabluse. Ainuke näitaja, mis väheke langes oli ROE, mis oli 17,46% võrreldes Põltsamaa Felixi 7,17% tootlusega. Näitajate põhjal saab hinnata, et Orkla Eesti teenis ligikaudu 10 senti rohkem kasumit ühe omakapitali all oleva euro kohta kui Põltsamaa Felix. 2016. aastal tegi märgatava languse lühiajalise võlgnevuse kattekordaja, vähenedes 67% 2015. aasta näidust, mis võis märku anda raskustest lühiajaliste kohustuste katmisega. Sellegipoolest oli järgneval aastal kordaja tagasi >2 juures. Varade puhasrentaablus oli 2017. aastal 24% suurem kui 2016. aastal ning on kolme aasta jooksul olnud tõusutrendis. Võib järeldada, et ettevõtte on võimeline varasid ning tootlikust efektiivselt majandada ja kasutada ressursse kasumi eesmärgil.

Tabel 5. Ühinemiseelse Orkla Eesti rentaablus-, likviidsuse- ja varade efektiivsuse näitajad 2015–2017 aastal

Näitaja	2015	2016	2017
Käibe brutorentaablus (%)	31,03	32,67	33,76
Käibe puhasrentaablus (%)	9,56	11,73	12,83
Varade puhasrentaablus (ROA) (%)	8,56	11,33	14,08
Omakapitali rentaablus (ROE) (%)	16,18	17,51	17,46
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	2,84	0,93	2,08
Varade käibesagedus	0,90	0,97	1,10

Allikas: autori arvutused Orkla Eesti 2015–2017 majandusaasta aruannete põhjal

Eesti Statistikaameti „Toiduainete tootmine“ sektori 2006–2017. aasta 250 või enam töötajaga ettevõtete keskmine müügitulu kasv on 5,38% (Eesti Statistikaamet, tabel EM001). 2015–2016. aastal oli Orkla Eesti suutnud saavutada parema kasvutempo kui sektori keskmine (vt Joonis 3). 2017. aastal oli sektori kasv 21%, mis oli kõrgem kui Orkla Eesti 10,48%. Arvestades oluga, et ei saa kindlalt öelda, kas ettevõtte suudab ka tulevastel aastatel kiiremini kasvada, võttis autor müügitulu kasvuks 6,94%, mis on Orkla Eesti 2015–2017. aasta keskmine müügitulu kasv. Ülejäänud näitajad ja nende osakaalud sõltuvalt müügitulust on toodud Tabelis 6.

Analüüsi aluseks võetud aruannete põhjal on müüdnud kaupade kulu keskmiselt 67,51% müügitulust. Turustuskulud on jäänud 12,73% osakaalu juurde ja üldhalduskulud keskmiselt 7,35% müügitulust. Muude ärikulude osakaaluks prognoosib autor 0,70% ja kulumi osakaalu 4,81% juurde. Puhaskäibekapitali suurus jääb eeldavalt kolme aasta keskmise 27,56% juurde.

Tabel 6. Ühinemiseelse Orkla Eesti rahavoogude prognoosimisel kasutatavad osakaalud müügitulust 2015–2017 aastal (%)

Näitaja	Osakaal
Müüdnud tootmise kulu osakaal müügitulust	67,51
Turustuskulude osakaal müügitulust	12,73
Üldhalduskulude osakaal müügitulust	7,35
Muude ärikulude osakaal müügitulust	0,70
Kulumi osakaal müügitulust	4,81
Puhaskäibekapitali osakaal müügitulust	27,56

Allikas: autori arvutused Orkla Eesti 2015–2017 majandusaasta aruannete põhjal

Ettevõtte vabad rahavood tuleb diskonteerida kaalutud keskmise kapitali hinnaga, mille leidmiseks kasutatud andmed on Tabelis 7 ja valemid arvutuskäikudeks olid kirjeldatud meetodika peatükis.

Tabel 7. Ühinemiseelse Orkla Eesti kaalutud keskmise kapitali hinna leidmine

Näitaja	Väärtus
Beeta võimenduseeta	0,67
Beeta võimendusega	0,73
Riskivaba tulumäär (%)	1,00
Eesti riskipremia (%)	0,81
Tururiski premia (%)	5,00
Omakapitali osakaal (%)	91,98
Võlakapitali osakaal (%)	8,02
Omakapitali hind (%)	5,44
Võlakapitali hind (%)	1,81
Kaalutud keskmise kapitali hind (WACC) (%)	5,15

Allikas: autori arvutused

Orkla Eesti ühinemiseelseks kaalutud keskmiseks hinnaks 2017. aastal on leitud 5,15%. Võttes arvesse eelpool arvatud näitajaid prognoosis autor tagasivaatavalt Orkla Eesti rahavood perioodil 2018–2021. Prognoosi tegemisel toetuti andmetele Lisas 4 ja 5. Tabelis 8 on toodud ettevõtte vabad ja diskonteeritud rahavood.

Tabel 8. Ühinemiseelse Orkla Eesti 31.12.2017 seisuga õiglase väärtuse hindamisel prognoositud rahavood (tuhandetes eurodes)

	2018	2019	2020	2021	Lõppväärtus
EBITDA	8 998	9 605	10 252	10 943	–
Investeeringud	–3 898	–4 458	–5 099	–5 832	–
Käibekapitali muutus	289	–343	–367	–392	–
Ettevõtte vaba rahavoog (FCFF)	5 389	4 803	4 786	4 719	187 100
Diskonteeritud vaba rahavoog	5 126	4 344	4 117	3 860	153 072

Allikas: autori arvutused Lisa 4 ja 5 toodud andmete põhjal

Ettevõtte väärtuse leidmiseks kasutas autor lõppväärtuse valemit (Valem 5). Orkla Eesti ehk V(B) 31.12.2017 hinnanguliseks väärtuseks prognoositud rahavoogude meetodil hindas autor 170 518 980 eurot. Omakapitali väärtuse arvutamiseks lahutati netovõlg ja hinnati 31.12.2017 seisuga 169 786 452 eurot.

3.2. Ühinenud ettevõtte väärtus ja sünergia prognoos

Ettevõtted ühinesid 2018. aastal ning majandusaasta aruande kohaselt oli Orkla Eesti töötajate arv 613 inimest, eelneval aastal oli see 370. Võrdluseks faktiga, et Põltsamaa Felixil oli 2017. aasta lõpuga 214 töötajat, mis tähendab, et ühinenud ettevõtte esimesel aastal töötajate arvu ei vähendanud, seevastu oli 2019. aastal personali arv 598 ja 2020. aastal 577. Nagu eelnevalt mainitud, siis ühinemiste üheks põhjuseks on kulude sünergia, mis käsitleb ressursside kombineerimist ja millega kaasneb kattuvate ametikohtade koondamine.

Kulude sünergia saavutamine on kiire ja edukuse tõenäosus on suurem kui tulude sünergial. Tulude sünergia rakendamine võtab kauem ning õnnestumine ei ole alati garanteeritud. Diskonteeritud rahavoogude meetodiga sünergia hindamisel on vaja eelnevalt kindlaks teha potentsiaalsed sünergia allikad ning analüüsis nendega arvestada. (Bousquet 2017)

Kuna autoril puudub informatsioon täpsetest tulude ja kulude kokkuhoiu eesmärkidest, tuleb need prognoosida. Bousquet (2017) märgib, et tulude sünergia mõjutab tavaliselt ühendatava ärikasumit, kui kulude sünergia sõltub ühendaja ärikasumist. Siinkohal tuleb arvestada, et sünergia ei saavuta kohe esimesel aastal oodatud tulemusi, vaid enamik juhtudel kolmandaks aastaks peale ühinemist. Seda meeles pidades ei prognoosi autor esimeseks ühinemise aastaks suurt müügitulu kasvu.

Deloitte 2017. aasta uuringu järgi on tulude sünergiad 2% kuni 14% ühendatava ettevõtte müügitulust (Unlocking...2017). Arvestades Põltsamaa Felixi suurust ja müügitulu kasvutempot, kasutas autor esimese aasta jaoks 3% kui potentsiaalset sünergiat, mis liideti Orkla Eesti ja Põltsamaa Felixi müügitulude summale juurde. Sarnane lähenemisviis oli käibekapitaliga, kus tuli arvestada, et ühinemisega läksid Põltsamaa koguvara, nõuded ja kohustused üle Orkla Eestile. Esimene aasta on eelmise aasta summad, kuhu on lisatud 3% käibekapitali kasv, peale mida rakendub uue kapitalistruktuuri osakaal. Täpsemad arvutused on leitavad Lisas 6.

Kulude sünergiad on Deloitte andmete põhjal tavaliselt 1% kuni 5% kokkuhoid kogukuludest, kuid on olukordi, kus see näitaja on 10%–25%. Sellega vähenevad tööjõu-, administratsiooni-, turustus- ja üldhalduskulud. (Unlocking...2017) Autor hindas müüdud kaupade kulude kokkuhoiuks 4%, sest see arvestab töötajate arvu ja tootmiskulude vähenemisega ning 2% turustus- ja üldhalduskuludest. Müüdud kaupade kulu arvestati peale esimest kahte aastat müügitulu osakaaluga tõusvat, kuna selleks ajaks peaks võimalik sääst olema leitud ja ettevõtte jätkab ühinemisjärgse kapitalistruktuuriga tulevikus edasi. Esimesel ja teisel ühinemisjärgsel aastal ei pannud ettevõtte enam nii suurt rõhku ekspordi turustamisele, mille tõttu võis prognoosida turustuskulude langemist. Samuti prognoositi üldhalduskulude vähenemist, mis sisaldavad lisatööjõu, mitmesuguste büroo- ja erisoodustuskulude kokkuhoidu.

Arvestades, et peale esimest aastat jätkab ühinenud Orkla Eesti keskmiselt sarnast kasvu nagu oli 2014–2017 (6,10%) ja 2012–2017. aasta sektori keskmist kasvu (8,05%), kujuneb müügitulu kasvutempoks 7,07%. Oluline on siinkohal meeles pidada, et ühinemisjärgne prognoos 2017. aastale tagasi vaadates on tehtud tollal olemasolevate andmete põhjal, kus koroonakriisi ja majanduslangust ei oleks osatud ette näha.

Ülejäänud näitajate osakaalud on leitud lähtuvalt mõlema ettevõtte varasemast struktuurist ja on saadaval Lisas 7. Ettevõtte vabad rahavood tuleb diskonteerida kaalutud keskmise kapitali

hinnaga, mille leidmiseks kasutatud andmed on Tabelis 9 ja valemid arvutuskäikudeks olid kirjeldatud metoodika peatükis.

Tabel 9. Ühinemisjärgse Orkla Eesti kaalutud keskmise kapitali hinna leidmine

Näitaja	Väärtus
Beeta võimenduseeta	0,67
Beeta võimendusega	0,77
Riskivaba tulumäär (%)	1,00
Eesti riskipremia (%)	0,81
Tururiski premia (%)	5,00
Omakapitali osakaal (%)	88,70
Võlakapitali osakaal (%)	11,30
Omakapitali hind (%)	5,66
Võlakapitali hind (%)	1,81
Kaalutud keskmise kapitali hind (WACC) (%)	5,22

Allikas: autori arvutused

Orkla Eesti ühinemisjärgselt prognoositud kaalutud keskmiseks hinnaks 2017. aastal on leitud 5,22%. Võttes arvesse eelpool arvatud näitajaid prognoosis autor Orkla Eesti rahavood perioodil 2018–2021. Prognoosi tegemisel toetuti andmetele Lisas 6, 7 ja 8. Tabelis 10 on toodud ettevõtte vabad ja diskonteeritud rahavood.

Tabel 10. Ühinemisjärgse Orkla Eesti 31.12.2017 seisuga õiglase väärtuse hindamisel prognoositud rahavood (tuhandetes eurodes)

	2018	2019	2020	2021	Lõppväärtus
EBITDA	13 240	15 369	17 154	17 862	–
Investeeringud	–5 952	–6 309	–6 688	–7 089	–
Käibekapitali muutus	–403	–977	–1 046	–1 120	–
Ettevõtte vaba rahavoog (FCFF)	6 885	8 082	9 420	9 653	305 299
Diskonteeritud vaba rahavoog	6 543	7 299	8 085	7 874	249 029

Allikas: autori arvutused Lisa 6, 7 ja 8 toodud andmete põhjal

Prognoositud sünergia ja diskonteeritud rahavoogude meetodil hindas autor 31.12.2017 seisuga ühinenud Orkla Eesti ehk $V(AB)_{\text{progn}}$ väärtuseks 278 831 029 eurot. Omakapitali väärtuse arvutamiseks lahutati netovõlg ja hinnati 31.12.2017 seisuga 278 102 776 eurot.

3.3. Ühinemisjärgse väärtuse leidmine ja sünergia hindamine

Reaalsuses ei olnud 2020 ettevõtte jaoks finantsiliselt hea aasta, kus majandusele avaldas märgatavat mõju koroonapandeemia. Tegelike andmete põhjal oli Orkla Eesti puhaskasum 2020. aastal 6,16 miljonit eurot võrreldes 2019. aasta 7,58 miljoni ja 2017. aasta 6,62 miljoni euroga. Müügitulu vähenes 2019. aasta omast 2,26% ja ärikasum 18,71%. Käibekapitalis vähenesid nõuded klientidele, suurenesid varud ning võlad ja ettemaksud. Nõuete langus oli ettevõtte struktuuris esmakordne, sest varasemalt oli see iga aasta stabiilselt tõusnud. Samuti alanes brutomarginaal 26% peale, mis viitab müügitulu vähenemisel, samal ajal kui müüdüd kaupade kulu jäi praktiliselt samale tasemele.

2021. aastal hakkas Eesti majandus kriisist taastuma ning vaikselt hakati jõudma koroonaeelsele tasemele. Suurima tõuke kasvule andis töötlev tööstus. (Pärli 2022) Müügitulu kasvuks kasutas autor 2021. aasta neljanda kvartali SKP muutu 8,60% (Eesti Statistikaamet, tabel RAA0012). „Toiduainete tootmine“ sektori 250 või enama töötajaga ettevõtete keskmine müügitulu kasv on 2012–2017. aastal 8,05% (Eesti Statistikaamet, tabel EM001).

Metoodika ja töökäik väärtuse ning kaalutud keskmise kapitali hinna leidmisel jäi samaks. Lisas 9 on toodud Orkla Eesti majandusaasta kasumiaruanded, millest autor kasutas aastaid 2018–2020, et prognoosida 2021. aasta kirjed. Tegelike ühinemisjärgsete andmetel põhineva Orkla Eesti kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks sai leitud 5,02%. Võttes arvesse faktilisi näitajaid sai autor leida Orkla Eesti rahavood perioodil 2018–2021. Tabelis 11 on toodud ettevõtte vabad ja diskonteeritud rahavood.

Tabel 11. Ühinemisjärgse Orkla Eesti 31.12.2017 seisuga väärtuse hindamisel tegelikud rahavood (tuhandetes eurodes)

	2018	2019	2020	2021	Lõppväärtus
EBITDA	10 105	11 531	10 580	12 079	–
Investeeringud	–2 354	–6 128	–4 834	–4 798	–
Käibekapitali muutus	923	442	2 930	–2 228	–
Ettevõtte vaba rahavoog (FCFF)	8 674	5 845	8 676	5 053	210 668
Diskonteeritud vaba rahavoog	8 259	5 299	7 490	4 154	173 185

Allikas: autori arvutused Lisa 9 toodud andmete põhjal

Ettevõtte väärtuse leidmiseks kasutas autor lõppväärtuse valemit (Valem 5) ning sai Orkla Eesti ehk $V(AB)_{\text{tegelik}}$ reaalsete ühinemisjärgsete andmete põhjal 31.12.2017 seisuga hinnanguliseks väärtuseks 198 388 222 eurot. Omakapitali väärtuse arvutamiseks lahutati netovõlg ja hinnati 31.12.2017 seisuga 197 659 969 eurot.

Toetudes Kalsie ja Nagpali (2017) teadustöö metoodikale leidis autor ühinemisjärgselt nii prognoosil põhineva kui ka tegeliku sünergia. Sünergiad leiti valemiga: $S=V(AB)-(V(A)+V(B))$. S_{progn} leidmiseks lahutati prognoositud ühinemisjärgsest Orkla Eesti ehk $V(AB)_{\text{progn}}$ ettevõtte väärtusest eraldiseisvate ühinemiseelsete ettevõtete summa, kus $V(A)$ on Põltsamaa Felix ja $V(B)$ on Orkla Eesti.

S_{tegelik} arvutamiseks lahutati tegelikust ühinemisjärgsest Orkla Eesti ehk $V(AB)_{\text{tegelik}}$ ettevõtte väärtusest eraldiseisvate ühinemiseelsete ettevõtete summa. Allolev tabel (vt Tabel 12) võtab kõik saadud tulemused kokku.

Tabel 12. Orkla Eesti ja Põltsamaa Felixi prognoositud ning tegelik sünergia väärtus (tuhandetes eurodes)

	Eraldiseisvad ettevõtted	Ühinenud ettevõtte	Ühinenud ettevõtte
31.12.2017	Prognoositud	Prognoositud	Tegelik
AS Põltsamaa Felix	44 689	–	–
Orkla Eesti AS	170 519	278 831	198 388
Kokku	215 208	278 831	198 388
Prognoositud sünergia	63 623		
Tegelik sünergia	–16 820		

Allikas: autori koostatud

Ühinemisel prognoosivad ettevõtted oodatava sünergia, miks on kasulikum koos tegutseda. Antud töö analüüsist tuleb prognoositud sünergiaks:

$$S_{\text{progn}} = 278\,831\,029 - (44\,689\,307 + 170\,518\,980) = 63\,622\,741 \text{ ehk } 63,62 \text{ miljonit eurot}$$

Kasutades Orkla Eesti 2018–2020 majandusaasta andmeid, tekkis võimalus leida tegelik sünergia:

$$S_{\text{tegelik}} = 198\,388\,222 - (44\,689\,307 + 170\,518\,980) = -16\,820\,066 \text{ ehk } -16,82 \text{ miljonit eurot}$$

Tulemuste põhjal on Põltsamaa Felix ja Orkla Eesti eraldiseisvate ettevõtetenä suurema väärtusega kui ühinenud üksus ja sünergia on negatiivse väärtusega. Prognoositud sünergia puhul kehtib valem: $V(AB)_{\text{progn}} > V(A) + V(B)$ ja S_{progn} on positiivne lisaväärtus, mis oleks ühinemisel tekkinud.

Ettevõtte ei suutnud prognoositud sünergiat realiseerida, mistõttu ei saa lugeda ühinemist edukaks, ja peab tõeks pidama valemit: $V(AB)_{\text{tegelik}} < V(A) + V(B)$, mis viis selleni, et tegelik sünergia S_{tegelik} osutus negatiivseks.

3.4. Järeldused ja ettepanekud

Põltsamaa Felixit ja Orkla Eestit hinnati diskonteeritud rahavoogude meetodil, et teada saada ettevõtete väärtused ühinemiseelselt 31.12.2017 ning seejärel leida prognoositud ja tegelik sünergia. Töö alguses püstitatud kolm uurimisküsimust said vastused. Kui hinnata sünergiat prognoosides ühinemisjärgse ettevõtte Orkla Eesti ehk $V(AB)_{\text{progn}}$ väärtust, mis eeldab sünergia allikate kindlaks tegemist, siis ühinemisel eksisteerib umbes 63 miljonit eurot sünergia väärtuses. Tegelikke ühinemisjärgseid andmeid kasutades on sünergia väärtus negatiivne, umbes –16 miljonit eurot. Autori hinnangul ei olnud seetõttu ühinemine edukas, sest Orkla Eesti tegelik ühinemisjärgne väärtus ehk $V(AB)_{\text{tegelik}}$ 198 miljonit eurot oli väiksem kui kahe ettevõtte eraldiseisva väärtuste summa 215 miljonit eurot ja prognoositud sünergiat ei suudetud saavutada.

Tähtis on meeles pidada, et negatiivne sünergia väärtus ei pruugi olla üksnes ühinemisest tulenev. Ettevõtete tegevust saavad mõjutada ka ühiskonnas toimunud tegevused ja olukorrad, näiteks 2020. aasta keskpaigal tabanud koroonapandeemia või muud makromajanduslikud tegurid. Sellegipoolest võivad kasumi kõikumised olla volatiivsed ja nõudlus toodangu järele muutuda.

Autori hinnangul ühinemine ebaõnnestus sel hetkel, kui prognoositud sünergiat ei suudetud saavutada. Seda toetab ka Orkla Eesti 2018. aasta müügitulu kasvutempo, mis oli vaid 2,89% suurem kui Põltsamaa Felixi ja Orkla Eesti ühinemiseelsete müügitulude summa. Sama aasta EBITDA oli 1,52% suurem ühinemiseelse Orkla Eesti 2017. aasta näidust, mille põhjal saab järeldada, et ühinemine esimesel aastal ei toonud tähelepanuväärset kasvu ning jäi alla ootuste. Siinkohal saab võrdlusena tuua, et ühinemiseelselt 2017. aastal tõusis ettevõtte EBITDA 20,83% 2016. aasta omast. Teisel ühinemisjärgsel aastal ehk 2019. aastal kasvas EBITDA 12,37%.

Madalale kasumile viitab müüdnud kaupade kulu ja tööjõukulude suurenemine, kuid aeglustunud tuluallikad.

Koroonakriisi ajal olid paljud ettevõtted sunnitud tegevust lõpetama või oluliselt kärpima, samal ajal kui allesjäänud firmad pidid kohanema uute valitsuse, nõudluse ja tarnimise piirangutega. 2020. aasta pandeemia peamine tunnusjoon oli ettearvamatus, mille tõttu oli analüütikute jaoks keeruline prognoosida rahavooge varasemate finantsnäitajate põhjal. (Kooli, Lock 2021) Orkla Eesti 2020. aasta majandusaasta aruandes oli koroonakriisi mõju märgatav, EBITDA langes 8,24% 2019. aasta omast. See on üks põhjustest, miks tegelik väärtus ja sünergia tulid madalamad kui prognoositud. Prognoositud ettevõtete väärtused ei sisaldanud koroonakriisi võimalikku mõju EBITDA ega müügitulule, kuigi ühinemise dokumentides võis olla mainitud teatud kaitse potentsiaalsete makromajanduslike muutuste vastu. Tuleviku perspektiivis on oluline suurendada ettevõtte vastupidavust väliste ohtude vastu ja arvestada võimalikud kahjud tulevaste tehingute sisse (*Ibid.*).

Autori hinnangul võiksid järgnevad empiirilised uurimused modelleerida koroonapandeemia või muude ettearvamatute olude mõjud ettevõtte väärtuse hindamisse. Selle abil saab arvestada väliste teguritega ja hinnata sünergiat võrdsete tingimustega.

Ühtlasi on antud töös kasutatud diskonteeritud rahavoogude meetodit, mis põhineb teatud eeldustel ja analüüsivõimetel. Kuna autoril puudus kindel ühinemise dokument või äriplaan, siis tuli sünergilised rahavood prognoosida ja need võivad erineda tegelikest ootustest, mis ettevõtetel olid. Ettepanekud tulevastele töödele on kas intervjuu või kohtumine ühinemisel osalenud võtmeisikuga, kes saab rohkem informatsiooni võimaldada ja töö käigus tekkivatele küsimustele vastuseid pakkuda. Kasuks tuleb ka uurida ühinemisi, mis on kauem aega tagasi toimunud, et ühinemisejärgseid andmeid oleks rohkem kui kolm aastat. Mida rohkem on ühinemistest möödas, seda parem on hinnata sünergia realiseerimist ja ettevõtte edaspidist käiku. Tulevased uuringud võivad süvitsi analüüsida tegevus- ja finantssünergiat ning keskenduda eraldi ühinenud ettevõtte tulude ja kulude sünergia allikatele.

KOKKUVÕTE

Ühinemised on oluline strateegiline otsus ettevõtete jaoks, mille käigus loodetakse saavutada kiirem kasv, efektiivsus, sünergia ja paljud teised arenguvõimalused. Sünergia on lisaväärtus, mis tekib kahe ettevõtte ühinemisel ning seda hinnatakse kui positiivset erinevust ühendatud ja eraldiseisvate ettevõtte väärtuste summast. Positiivne sünergia ja edukas ühinemine ei ole aga alati garanteeritud ning selle saavutamine on raskem kui esialgu võib tunduda.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk oli hinnata Orkla Eesti AS ja AS Põltsamaa Felixi ühinemise sünergiat. Ettevõtted ühinesid 2018. aasta aprillikuus, et läbi tekkinud sünergia keskenduda mõlema tootmisüksuse jaoks tõhusamalt oma põhitegevusele ja muuta organisatsiooni toimimine efektiivsemaks. Ühinemise tagajärjena loeti Põltsamaa Felix lõppenuks ja tegevus jätkus Orkla Eesti nime all.

Esialgu analüüsiti Põltsamaa Felixit ja Orkla Eestit ühinemiseelselt ning leiti ettevõtete väärtused 31.12.2017. Selleks kasutati diskonteeritud rahavoogude meetodit, viimasest prognoosi aastast leiti lõppväärtus. Väärtuste hindamisel toetuti avalikele majandusaasta aruannetele, mis olid ühinemiseelsel perioodil 2015–2017 ja saadaval Äripäeva infopangas. Prognoosiperiood oli 2018. kuni 2021. aasta, peale mida leiti lõppväärtus. Aastarvude valik tuleneb viimasest avalikustatud majandusaruandest ja faktist, et ühinemine toimus 2018. aprillikuus. Seetõttu sai tagasisivaatavalt leida ettevõtete väärtused enne ühinemist 2017. aasta lõpul ja samal ajal võrrelda prognoositud väärtust aktuaalsete andmetega. Põltsamaa Felixi ehk $V(A)$ väärtuseks saadi 44,7 miljonit eurot ja Orkla Eesti ehk $V(B)$ 170,5 miljonit eurot. Kokku annab see kahe ettevõtte väärtuse summana 215,2 miljonit eurot.

Teiseks viidi läbi ühinemisjärgne analüüs, et leida prognoositud sünergia ja ühinenud ühingu väärtus 31.12.2017. Selleks, et ühinemine oleks kasulik, peab ühinenud ettevõtte väärtus olema suurem kui eraldi tegutsedes. Prognoositud ühinenud Orkla Eesti ehk $V(AB)_{\text{progn}}$ väärtuseks saadi 278,8 miljonit eurot. Kasutades valemit $S = V(AB) - (V(A) + V(B))$ on sünergia prognoositud

väärtus S_{progn} 63,6 miljonit eurot. Ühinemisel oleks seega ettevõtte selle summa võrra väärtust tõstnud.

Sünergiat saab leida mitte ainult prognooside põhjal, vaid tegelike näitajate, mis on kättesaadavad majandusaasta aruannetes. Ühinemine toimus 2018. aastal, millest on tänaseks möödas neli aastat, mistõttu saab kasutada Orkla Eesti ühinemisjärgseid majandusaasta aruandeid, et leida tegelik sünergia. Orkla Eesti ehk $V(AB)_{\text{tegelik}}$ väärtus 31.12.2017 tegelike andmete järgi on 198,4 miljonit eurot ning sünergia S_{tegelik} tuleb vastavalt $-16,8$ miljonit eurot. Autori hinnangul ei saa seetõttu ühinemist pidada edukas, sest Orkla Eesti tegelik ühinemisjärgne väärtus 198 miljonit eurot on väiksem kui kahe ettevõtte väärtuste summa 215 miljonit eurot. Tulemustest saab järeldada, et ettevõtte ei suutnud planeeritud sünergiat realiseerida ja sünergia on negatiivse väärtusega.

Töös kasutati diskonteeritud rahavoogude meetodit, mis põhineb teatud eeldustel ja analüüsivõimel. Autor hindas sünergia allikaid ja prognoosis sünergilised rahavood, mis võivad erineda tegelikest ootustest, mis ettevõtetel olid. Ühinemisi viiakse läbi lootuses saavutada sünergia ja olukord, kus kombineeritud ettevõtte on võimalus olla väärtuslikum kui ettevõtte eraldiseisvana ühinemiseta. Sünergiate saavutamine on keerulisem kui võib tunduda ning ei ole alati garanteeritud. Oluline meelepea on, et negatiivne sünergia väärtus ei pruugi olla üksnes ühinemisest tulenev. Ettevõtete tegevust saavad mõjutada ka ühiskonnas toimunud tegevused ja olukorrad, näiteks 2020. aasta keskpaigal tabanud koroonapandeemia või muud makromajanduslikud tegurid.

Bakalaureusetöö eesmärk sai autori hinnangul täidetud ja uurimisküsimustele vastatud. Tulemused sarnanevad varasemate uuringutega, kus ühinemisel ei esinenud positiivset sünergiat. Järeldada saab, et kuigi sünergia võib tõsta ettevõtte väärtust, on prognoositud sünergia saavutamine suur väljakutse. Järgnevatel töödel tuleb kasuks uurida ühinemisi, millest on rohkem aega möödas, et paremini hinnata sünergia rakendamist. Edasi võiksid järgnevad empiirilised uurimused modelleerida koroonapandeemia või muude ettearvamatute olude mõju ettevõtte väärtuse hindamisele, et hinnata sünergiat võrdsete tingimustega. Põhjalikuma analüüsi jaoks tasub uurida detailselt kõiki erinevaid sünergia allikaid, täpsemalt kulude ja tulude ning finantssünergiat.

SUMMARY

VALUING SYNERGY IN THE MERGER OF ORKLA EESTI AS AND AS PÕLTSAMAA FELIX

Fidan Gadžijeva

Mergers are an important strategic decision for companies in the hope for faster growth, synergies and many other development opportunities. Synergies are the added value created in a merger between two companies and measured as the positive difference between the sum of the values of combined and separate companies. However, positive synergies and a successful merger is not always guaranteed and are more difficult to achieve than may seem at first.

The aim of this Bachelor's thesis was to value the synergy in the merger of Orkla Eesti AS and AS Põltsamaa Felix. The companies merged in April of 2018 so that the synergies would allow them to focus effectively on the core businesses for both production units and make the organization more efficient.

First, Põltsamaa Felix and Orkla Eesti were analyzed separately and the values of the individual companies were found on 31.12.2017. The discounted cash flow method was used for this purpose and terminal value was calculated for the last forecast year. The valuation was based on the public annual reports for the pre-merger period of 2015–2017. The forecast period is from 2018 to 2021, after which the terminal value was found. The choice of period is based on the last published financial statements and the fact that the merger took place in April of 2018. This allowed the author to retrospectively find company values before merging at the end of 2017 and at the same time compare it with actual values. The value of Põltsamaa Felix was found to be 44,7 million euros and Orkla Eesti was 170,5 euros. The sum of the two companies is 215,2 million euros.

For the second part of the analysis, a post-merger analysis was performed for the forecasted synergies and valuation of the merged entity on 31.12.2017. For a merger to be beneficial, the

value of the merged entity must be greater than that of the individual companies. The forecasted value of the merged Orkla Eesti was found to be 278,8 million euros. Using the formula $S = V(AB) - (V(A) + V(B))$, the estimated value of the synergy was 63,6 million euros. Therefore the merger would have increased additional value by this amount.

Synergies can be found not only on the basis of forecasts, but also on the basis of actual figures available in annual reports. The merger took place in 2018 which means Orkla Eesti's post-merger annual reports can be used to find real synergies. According to the actual data, the real value of Orkla Eesti on 31.12.2017 is estimated at 198,4 million euros and the actual synergy therefore -16,8 million euros. According to the author, because of this the merger cannot be considered successful, as the actual post-merger value of Orkla Eesti is less than the sum of the stand-alone companies. This result suggests that the company failed to realize the planned synergies and that the real synergy is of negative value.

This thesis used the discounted cash flow method, which is based on certain assumptions and analytical capabilities. The author assessed the sources of synergies and forecasted synergistic cash flows which may differ from the actual expectations that both companies had. Mergers are carried out in the hope of achieving synergies and a situation where the combined entity has the opportunity to be more valuable than the individual companies before a merger. Achieving synergies is more difficult than may seem and is not always guaranteed. However, it is important to remember that the negative value of synergies may not only be due to the merger. Businesses can also be affected by economic situations, such as the corona pandemic in mid-2020 or other macroeconomic factors.

According to the author, the aim of the Bachelor's thesis was achieved and the research questions were answered. The results are similar to previous studies where there were no positive synergies found within the merger. It can be concluded that while synergies can increase the value of a company, achieving the forecasted synergies is a great challenge. In following studies, it will be useful to examine mergers that have taken place later in history and to examine all the different sources of synergies for a more in-depth analysis.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

AS Põltsamaa Felix majandusaasta aruanne 2015–2017.

Bousquet, J. (2017). *Synergies Valuation in M&A*. (Magistritöö) HEC Paris, Pariis

Business Tribune (2021). *Baltic States' Biggest Mergers and Acquisitions*. Kättesaadav: <https://lithuaniatribune.com/baltic-states-biggest-mergers-and-acquisitions/>, 15.03.2022

Georgios, K., & Georgios, H. (2011). Du Pont Analysis of a Bank Merger and Acquisition between Laiki Bank from Cyprus and Marfin Investment Group from Greece. Is there an increase of profitability of the new bank. *Kyriazopoulos-Hadjimanolis, MIBES 2011–Oral*, 157–176.

Čirjevskis, A. (2021). Measuring Synergies of Banks' Cross-Border Mergers by Real Options: Case Study of Luminor Group AB. *Journal of Risk and Financial Management*, 14 (9), 403.

Damodaran Online (2017). Levered and Unlevered Betas by Industry. Average Unlevered Beta. [Online]. Kättesaadav: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 10.04.2022

Deloitte. (2017). *Unlocking the full potential of M&A*. Kättesaadav: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/mergers-acquisitions/ch-en-fa-st-gallen-mergers-acquisitions-study-v2.pdf>, 12.04.2022

Deloitte. (2022). *2022 M&A Trends Survey: The future of M&A*. Kättesaadav: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/m-a-trends-report.html>, 15.03.2022

Duc, N. K., Tien, H. K., Van, T. B. (2017). Appraising Synergy Value in M&A Practices in Vietnam. *Banking Technology Review*, Vol 1, No. 2, 273–292.

Eccles, R. G., Lanes, K. L., Wilson, T. C. (1999). Are you paying too much for that acquisition? *Harvard Business Review*, 77 (4), 136–136.

Eesti Statistikaamet (2022). EM001: ettevõtete majandusnäitajad tegevusala ja tööga hõivatud isikute arvu järgi [E-andmebaas]. Kättesaadav: https://andmed.stat.ee/et/stat/majandus_ettevetete-majandusnaitajad_ettevetete-tulud-kulud-kasum_aastastatistika/EM001, 10.04.2022

Eesti Statistikaamet (2022). RAA0012: sisemajanduse koguprodukt ja kogurahvatulu (ESA 2010) (kvartalid) [E-andmebaas]. Kättesaadav: https://andmed.stat.ee/et/stat/majandus_rahvamajanduse-

[arvepidamine_sisemajanduse-koguprodukt-\(skp\)_pehilised-rahvamajanduse-arvepidamise-naitajad/RAA0012](#), 12.04.2022

- Gadzo, S. G., Gatsi, J. G., Akoto, R. K. (2014). Post-Merger Analysis of the Financial Performance of SG SSB. *International Journal of Financial Economics*, 3 (2), 80–91.
- Garrison, D. W. (2019). *Most Mergers Fail Because People Aren't Boxes*. Kättesaadav: <https://www.forbes.com/sites/forbescoachescouncil/2019/06/24/most-mergers-fail-because-people-arent-boxes/?sh=347c08305277>, 08.03.2022
- Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (5th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Hänninen, T. (2014). *Investor Reactions to Corporate Merger and Acquisition Announcements*. (Doktoritöö) Tampere University of Technology, Tampere
- Jacob, A. B. (2020). Mergers and acquisitions: a qualitative study in the medical device sector. *International Journal of Management, Economics and Social Sciences (IJMESS)*, 9 (3), 161–181.
- Junge, L. H M. (2014). *Operating Synergy Types and their Impact on post-merger Performance*. (Magistritöö) Tilburg University, Tilburg
- Kalsie, A., Nagpal, A. (2017). Identification of Financial Synergy: A Case Study of Merger of UltraTech Cement with Samruddhi Cement. *International Journal of Management Research*, 8 (2), 42–60.
- Kemal, M. U. (2011). Post-merger profitability: A case of Royal Bank of Scotland (RBS). *International Journal of Business and Social Science*, 2 (5), 157–162.
- Konkurentsiamet. (2016). Juhend 2016. a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Tallinn: Konkurentsiamet.
- Konkurentsiamet. (2017). 2017.a kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamisel kasutatavad näitajad. Tartu: Konkurentsiamet.
- Kooli, C., & Lock Son, M. (2021). Impact of COVID-19 on Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings. *Businesses*, 1 (2), 102–114.
- Kumar, A. M. (2019). *Impacts of Mergers & Acquisitions on Performance of Banking in Hong Kong*. (Doktoritöö) Dublin Business School, Dublin
- Kumar, R. (2009). Post-merger corporate performance: an Indian perspective. *Management Research News*.
- Leemet, K. (2018). *Ettevõtte finantsseisundi hindamine Incap Electronics Estonia OÜ-s*. (Lõputöö) Tallinna Tehnikaülikool, Eesti Mereakadeemia, Kuressaare
- Liiva, S. (2020). *Põltsamaa Felix ja Kalev suurendavad valmistoitute, maiustuste ning küpsiste tootmismahтусid*. Kättesaadav: <https://arileht.delfi.ee/artikkel/89222283/poltsamaa->

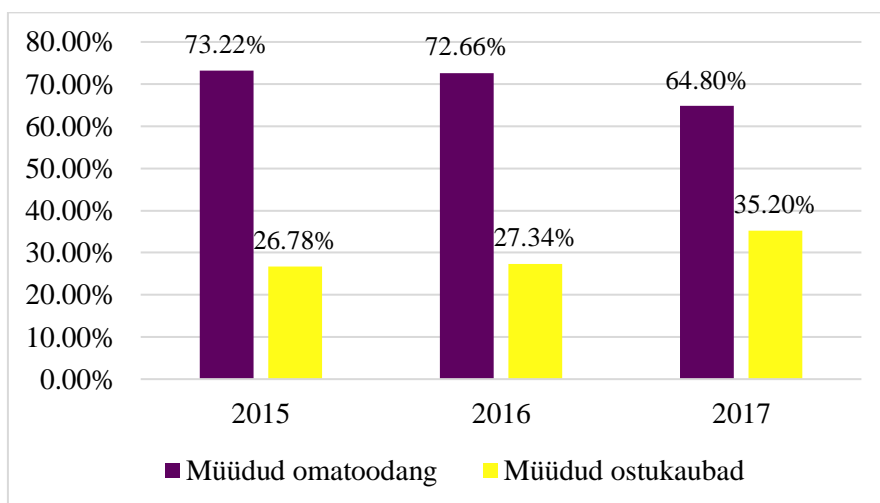
[felix-ja-kalev-suurendavad-valmistoitude-maiustuste-ning-kupsiste-tootmismahitud](#),
11.05.2022

- Majumdar, S. K., Yaylaci, U., Moussawi, R. (2012). Mergers and synergy: Lessons from contemporary telecommunications history. *Telecommunications policy*, 36 (2), 140–154.
- Marks, M. L. (2007). A framework for facilitating adaptation to organizational transition. *Journal of Organizational Change Management*.
- Metsküla, B. (2019). *Orkla Eesti finantsjuht: kasvada aitas fokuseerimine koduturule*. Kättesaadav: <https://www.finantsuudised.ee/uudised/2019/03/07/orkla-eesti-finantsjuht-kasvada-aitas-fokuseerimine-koduturule>, 14.03.2022
- Muhammad, H., Waqas, M., Migliori, S. (2019). A COMPARATIVE STUDY OF BANKING SECTOR PERFORMANCE BEFORE AND AFTER MERGER & ACQUISITION: EVIDENCE FROM PAKISTAN. *Corporate Governance: Search for the Advanced Practices*, 275.
- Neudorf, R. (2014). *Kalevi emaettevõtte otab ka Laima brändi*. Kättesaadav: <https://www.toostusuudised.ee/uudised/2014/08/26/kalevi-emaettevõtte-ostab-ka-laima-brandi>, 30.04.2022
- Nõmmsalu, B. (2019). *Ettevõtte väärtuse hindamine Tatoli AS näitel*. (Magistritöö) Eesti Maaülikool, Tartu
- Orkla Eesti AS majandusaasta aruanne 2015–2020.
- Orkla Eesti. (2018). *AS Kalevi uus ärinimi on Orkla Eesti AS*. Kättesaadav: <https://www.orkla.ee/news/kalevi-uus-arinimi-orkla-eesti/>, 14.03.2022
- Orkla Eesti. (2018). *Orkla Eesti ühendab endas kaht tuntud ja armastatud toidutootjat*. Kättesaadav: <https://www.orkla.ee/news/orkla-eesti-uhendab-endas-kaht-tuntud-ja-armastatud-toidutootjat/>, 08.03.2022
- Pamplona, E. O., Junior, P. R. (2013). *Analysis of mergers and acquisitions in Brazilian companies*. Analysis of mergers and acquisitions in Brazilian companies. *African Journal of Business Management*, 7 (26), 2625–2633.
- Pärli, M. (2022). *Eesti majandus kasvas 2021. aastal 8,3 protsenti*. Kättesaadav: <https://www.err.ee/1608516140/eesti-majandus-kasvas-2021-aastal-8-3-protsenti>, 15.04.2022
- Pazarskis, M., Vogiatzoglou, M., Koutoupis A., Drogalas G. (2021). Corporate mergers and accounting performance during a period of economic crisis: evidence from Greece. *Journal of Business Economics and Management*, 22 (3), 577–595.
- Põllumajandus. (2018). *Kalev ja Põltsamaa Felix ühinevad*. Kättesaadav: <https://www.pollumajandus.ee/uudised/2018/02/02/kalev-ja-poltsamaa-felix-uhinevad>, 30.04.2022

- Pölsamaa. *Ettevõtteid*. Kättesaadav: <https://ehtnejahea.ee/ettevottest/>, 14.03.2022
- Puranam, P., Vanneste, B. (2016). *Corporate strategy: Tools for analysis and decision-making*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Schill, M. J., Chaplinsky, S. (2008). *Methods of Valuation for Mergers and Acquisitions*. Virginia: University of Virginia
- Severinsen, J. W., Gundersen, H. G., (2014). *The Conglomerate Discount Phenomenon—A Valuation of Orkla ASA* (Magistritöö) Copenhagen Business School, Kopenhaagen
- Sinkkonen, A. (2019). *Evaluating the performance of a merger through synergy capture: evidence from Finland*. (Magistritöö) Lappeenranta-Lahti University of Technology, Lappeenranta
- Statista. (2022). *Europe: number of cross-border M&A deals 2015-2022, by country*. Kättesaadav: <https://www.statista.com/statistics/1064656/number-of-cross-border-mergers-and-acquisitions-europe-country/>, 03.03.2022
- Steiger, F. (2010). The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods. *arXiv preprint arXiv:1003.4881*.
- Vahtla, A. (2018). *Blackstone to acquire €1 billion majority stake in Luminor*. Kättesaadav: <https://news.err.ee/861013/blackstone-to-acquire-1-billion-majority-stake-in-luminor>, 15.03.2022

LISAD

Lisa 1. Ühinemiseelne AS Põltsamaa Felixi müügitulu jaotus tegevusalade lõikes



Allikas: autori koostatud 2015–2017 majandusaasta aruannete põhjal

Lisa 2. Ühinemiseelne AS Põltsamaa Felix kasumiaruanne 2015–2017, 2018–2021 prognoositud

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Müügitulu	24 860 108	25 146 040	25 736 678	26 626 490	27 547 065	28 499 469	29 484 800
Müüdid kaupade kulu (COGS)	-19 515 655	-20 036 071	-20 400 090	-21 074 457	-21 803 078	-22 556 891	-23 336 765
Brutokasum	5 344 453	5 109 969	5 336 588	5 552 033	5 743 987	5 942 578	6 148 035
Turustuskulud	-2 406 846	-2 338 714	-2 532 549	-2 558 124	-2 646 568	-2 738 069	-2 832 734
Üldhalduskulud	-1 515 071	-1 780 877	-1 600 306	-1 721 360	-1 780 874	-1 842 445	-1 906 145
Muud äritulud	270 529	241 318	21 263	189 094	195 629	202 393	209 390
Muud ärikulud	-57 195	-79 750	-86 439	-78 377	-81 087	-83 890	-86 791
Ärikasum (kahjum)	1 635 870	1 151 946	1 138 557	1 383 263	1 431 088	1 480 566	1 531 754

Lisa 2 järg

Intressikulud	-31 661	-1 994	0	-12 007	-12 422	-12 852	-13 296
Muud finantstulud- ja kulud	0	-9	-3	-4,21	-4,36	-4,51	-4,66
Kasum (kahjum) enne TM	1 604	1 149	1 138	1 371	1 418	1 467	1 518
	209	943	554	252	661	709	453
Aruande aasta puhaskasum (kahjum)	1 604	1 149	1 138	1 371	1 418	1 467	1 518
	209	943	554	252	661	709	453

Allikas: autori koostatud AS Põltsamaa Felix 2015–2017 majandusaasta aruannete andmete alusel, kaldkirjas aastad autori poolt prognoositud

Lisa 3. Ühinemiseelne AS Põltsamaa Felix bilanss 2015–2017, 2018–2021 prognoositud

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Raha	2 894	2 367	2 395	2 695	2 788	2 884	2 984
	653	566	989	369	558	969	713
Nõuded ja ettemaksud	4 272	4 393	4 444	4 608	4 767	4 932	5 103
	310	344	122	546	881	724	266
Varud	5 366	6 045	6 421	6 264	6 481	6 705	6 936
	759	890	486	473	059	133	954
Käibevara kokku	12 533	12 806	13 261	13 568	14 037	14 522	15 024
	722	800	597	389	498	826	933
Põhivarad							
Materiaalne põhivara	4 974	4 717	4 971	5 155	5 333	5 518	5 708
	568	092	728	484	728	134	916
Immateriaalne põhivara	462	383	334	416	430	445	460
	774	861	649	112	498	382	781
Põhivara kokku	5 437	5 100	5 306	5 571	5 764	5 963	6 169
	342	953	377	595	226	516	697
Varad kokku	17 971	17 907	18 567	19 139	19 801	20 486	21 194
	064	753	974	984	724	342	630
Võlad ja ettemaksud	2 835	3 158	2 680	3 051	3 156	3 265	3 378
	479	401	068	342	838	981	898

Allikas: autori koostatud Põltsamaa Felixi AS 2015–2017 majandusaasta aruannete andmete alusel, kaldkirjas aastad autori poolt prognoositud

Lisa 4. Ühinemiseelne Orkla Eesti AS kasumiaruanne 2015–2017, 2018–2021 prognoositud

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Müügitulu	43 711	46 733	51 630	55 215	59 048	63 148	67 532
	034	309	959	402	693	107	120

Lisa 4 järg

Müüdnud kaupade kulu	-30 145 342	-31 467 416	-34 197 990	-37 276 749	-39 864 662	-42 632 238	-45 591 951
Brutokasum	13 565 692	15 265 893	17 432 969	17 938 653	19 184 031	20 515 869	21 940 169
Turustuskulud	-5 723 893	-5 913 472	-6 417 350	-7 026 670	-7 514 491	-8 036 180	-8 594 086
Üldhalduskulud	-2 985 931	-3 363 551	-4 145 844	-4 059 835	-4 341 686	-4 643 104	-4 965 449
Muud äritulud	71 944	19 668	38 337	51 705	55 295	59 133	63 239
Muud ärikulud	-447 382	-323 594	-201 624	-387 692	-414 608	-443 391	-474 174
Ärikasum (kahjum)	4 480 430	5 684 944	6 706 488	6 516 161	6 968 541	7452 327	7 969 700
Intressikulud	-301 705	-203 703	-83 418	-236 998	-253 452	-271 048	-289 865
Muud finantstulud- ja kulud	-2	-55	-120	-65	-70	-75	-80
Kasum (kahjum) enne TM	4 178 723	5 481 186	6 622 950	6 279 097	6 715 019	7 181 205	7 679 755
Aruande aasta puhaskasum (kahjum)	4 178 723	5 481 186	6 622 950	6 279 097	6 715 019	7 181 205	7 679 755

Allikas: autori koostatud Orkla Eesti AS 2015–2017 majandusaasta aruannete andmete alusel, kaldkirjas aastad autori poolt prognoositud

Lisa 5. Ühinemiselne Orkla Eesti AS bilanss 2015–2017, 2018–2021 prognoositud

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Raha	7 514 388	2 788 757	2 314 749	3 985 261	3 085 484	3 299 692	3 528 771
Nõuded ja ettemaksed	6 470 528	6 087 773	7 019 024	7 624 178	8 153 481	8 719 531	9 324 878
Varud	4 169 721	4 866 302	5 175 819	5 517 279	5 900 313	6 309 938	6 748 001
Käibevara kokku	18 154 637	13 742 832	14 509 592	17 126 718	17 139 278	18 329 160	19 601 649
Põhivarad							
Finantsinvesteeringud	39 224	39 224	39 224	39 224	39 224	39 224	39 224
Kinnisvarainvesteeringud	2 560 000	2 700 000	2 713 932	2 727 936	2 742 012	2 756 161	2 770 383
Materiaalne põhivara	26 666 186	26 984 283	28 518 610	30 140 179	31 853 950	33 665 167	35 579 369
Immateriaalne põhivara	3 188 023	2 688 464	2 156 714	1 818 760	1 533 763	1 293 424	1 090 746

Lisa 5 järg

Põhivara kokku	32 453 433	32 411 971	33 428 480	34 726 099	36 168 949	37 753 975	39 479 722
Varad kokku	50 608 070	46 154 803	47 938 072	51 852 816	53 308 227	56 083 136	59 081 371
Lühiajalised kohustised							
Võlad ja ettemaksud	6 379 933	7 693 787	6 962 713	8 198 460	8 767 632	9 376 319	10 027 263

Allikas: autori koostatud Orkla Eesti AS 2015–2017 majandusaasta aruannete andmete alusel, kaldkirjas aastad autori poolt prognoositud

Lisa 6. Ühinemisjärgne prognoositud Orkla Eesti AS puhaskäibekapital 2018–2021

	<i>2018p</i>	<i>2019p</i>	<i>2020p</i>	<i>2021p</i>
Nõuded klientidele	11 807 040	12 641 853	13 535 691	14 492 728
Varud	11 945 224	12 789 807	13 694 106	14 662 343
Võlad ja ettemaksud	9 932 064	10 634 308	11 386 203	12 191 260
Puhaskäibekapital	13 820 200	14 797 353	15 843 595	16 963 811
Muutused	402 530	977 153	1 046 242	1 120 216

Allikas: autori koostatud Orkla Eesti AS ja AS Põltsamaa Felix 2015–2017 majandusaasta aruannete andmete alusel, kaldkirjas aastad autori poolt prognoositud

Lisa 7. Ühinemisjärgse Orkla Eesti AS prognoositud rahavoogude kasutatavad osakaalud müügitulust (%)

Näitaja	Osakaal
Müüdnud toodangu kulu osakaal müügitulust	69,00
Turustuskulude osakaal müügitulust	10,22
Üldhalduskulude osakaal müügitulust	6,33
Muude ärikuulude osakaal müügitulust	0,32
Kulumi osakaal müügitulust	8,45
Puhaskäibekapitali osakaal müügitulust	17,63

Allikas: autori koostatud prognoosid Orkla ning Põltsamaa Felixi 2015–2017 majandusaasta aruannete põhjal

Lisa 8. Ühinemisjärgne prognoositud Orkla Eesti AS kasumiaruanne 2018–2021

	2018p	2019p	2020p	2021p
Müügitulu	78 397 104	83 940 145	89 875 105	96 229 694
Müüdüd kaupade kulu	- 53 572 140	- 57 359 940	- 62 013 822	- 68 161 570
Brutokasum	24 824 964	26 580 205	27 861 282	28 068 124
Turustuskulud	- 8 795 964.33	- 8 578 479	- 8 366 370	- 8 159 507
Üldhalduskulud	- 5 749 859	- 5 736 701	- 5 594 858	- 5 456 521
Muud äritulud	59 600	63 814	68 326	73 157
Muud ärikulud	- 274 401.17	- 261 367	- 248 952	- 237 127
Ärikasum (kahjum)	10 064 338	12 067 472	13 719 428	14 288 126
Intressikulud	- 95 425.33	- 94 067	- 93 962	- 93 857
Muud finantstulud- ja kulud	- 124.21	- 99.24	- 106.26	- 113.77
Kasum (kahjum) enne TM	9 968 789	11 973 305	13 625 360	14 194 155
Aruande aasta puhaskasum (kahjum)	9 968 789	11 973 305	13 625 360	14 194 155

Allikas: autori koostatud Orkla Eesti AS ja AS Põltsamaa Felix 2015–2017 majandusaasta aruannete andmete alusel, kaldkirjas aastad autori poolt prognoositud

Lisa 9. Orkla Eesti AS tegelik kasumiaruanne 2015–2020

	2015	2016	2017	2 018	2019	2020	2021p
Müügitulu	43 711 034	46 733 309	51 630 959	79 601 439	84 073 792	82 176 867	89 244 078
Müüdüd kaupade kulu (COGS)	-30 145 342	-31 467 416	-34 197 990	-56 843 030	-60 118 470	-60 530 274	-64 426 749
Brutokasum	13 565 692	15 265 893	17 432 969	22 758 409	23 955 322	21 646 593	24 817 328
Turustuskulud	-5 723 893	-5 913 472	-6 417 350	-9 216 491	-9 614 863	-9 120 822	-10 148 102
Üldhalduskulud	-2 985 931	-3 363 551	-4 145 844	-6 502 850	- 6 425 705	-6 101 292	-6 912 484
Muud äritulud	71 944	19 668	38 337	45 838	50 847	149 308	89 171
Muud ärikulud	-447 382	-323 594	-201 624	-332 297	-316 346	-402 092	-381 674
Ärikasum (kahjum)	4 480 430	5 684 944	6 706 488	6 752 609	7 649 255	6 171 695	7 464 239
Intressikulud	-301 705	-203 703	-83 418	-29 066	-69 900	-109 575	-75 261
Muud finantstulud- ja kulud	-2	-55	-120	-6	7	99 089	35 870
Kasum (kahjum) enne TM	4 178 723	5 481 186	6 622 950	6 723 537	7 579 362	6 161 209	7 424 849
Aruandeaasta kasum (kahjum)	4 178 723	5 481 186	6 622 950	6 723 537	7 579 362	6 161 209	7 424 849

Allikas: autori koostatud Orkla Eesti AS 2015–2020 majandusaasta aruannete andmete alusel, kaldkirjas 2021. aasta autori poolt prognoositud eelneva kolme aasta põhjal

Lisa 10. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Fidan Gadžijeva

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

„Orkla Eesti AS ja AS Põltsamaa Felix ühinemise sünergia hindamine“

mille juhendaja on Ilzija Ahmet, PhD,

1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tallinna Tehnikaülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. Olen teadlik, et käesoleva lihtlitsentsi punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

¹ Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal vastavalt üliõpilase taotlusele lõputööle juurdepääsupiirangu kehtestamiseks, mis on allkirjastatud teaduskonna dekaani poolt, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil. Kui lõputöö on loonud kaks või enam isikut oma ühise loomingulise tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtajaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. jq 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.