

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Ingrid Maarja Moor

**BÖRSIETTEVÖTTE AS MERKO EHITUS VÄÄRTUSE
HINDAMINE**

Bakalaureusetöö

Õppekava ärindus, peaeriala ärirahandus

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD

Tallinn 2022

Deklareerin, et olen koostanud bakalaureusetöö 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 6624 sõna sissejuhatusesest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Ingrid Maarja Moor

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 211268TABB

Üliõpilase e-posti aadress: ingridmoor1@gmail.com

Kaasjuhendaja: Ilzija Ahmet, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. TEOREETILISED ALUSED ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISEKS	7
1.1. Erinevad meetodid ettevõtte väärtuse hindamiseks	10
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod	11
1.3. Väärtussuhtarvude meetod	13
2. METOODIKA JA ÜLEVAADE UURITAVAST ETTEVÕTTEST	16
2.1. Metoodika kirjeldus	16
2.2. Ülevaade ettevõttest Merko Ehitus AS	22
3. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE MERKO EHITUS AS NÄITEL	27
3.1. Merko Ehitus AS väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	27
3.1.1. Vabad rahavood	27
3.1.2. Kapitali hind	28
3.1.3. Terminaalväärtus ning ettevõtte väärtus	29
3.2. Merko Ehitus AS väärtussuhtarvude arvutamine	30
3.2 Kokkuvõte Merko Ehitus AS analüüsitulemustest ja arutelu	33
KOKKUVÕTE	35
SUMMARY	37
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	38
LISAD	41
Lisa 1. Lihtlitsents	41
Lisa 2. Saksamaa 10 aastase võlakirja tulumäärad	42

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö pealkiri on: Börsiettevõtte AS Merko Ehitus väärtuse hindamine. Töö eesmärgi ehk AS Merko Ehitus õiglase väärtuse leidmiseks diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodil püstitas töö autor endale järgmised ülesanded:

- anda lühiülevaade erinevatest ettevõtete väärtuse hindamise meetoditest;
- selgitada diskonteeritud rahavoogude meetodi ja väärtussuhtarvude meetodi arvutuspõhimõtteid ja valemeid;
- anda ülevaade analüüsitud ettevõtetest;
- analüüsida leitud väärtussuhtarve ja võrrelda suhtarve sektori keskmiste suhtarvudega.

Töö autor jõudis peale diskonteeritud rahavoogude meetodit ja väärtussuhtarvude leidmist järeldusele, et börsiettevõtte AS Merko Ehitus väärtus on pigem alahinnatud. Bakalaureusetöö autori hinnangul on püstitatud eesmärgid täidetud.

Võtmesõnad: diskonteeritud rahavoogude meetod, väärtussuhtarvude meetod, börsiettevõtte väärtus, ettevõtte õiglase väärtus

SISSEJUHATUS

Ettevõtete pidev ja jätkusuutlik areng on eduka majandusarengu aluseks. Selleks, et ettevõtted konkurentsisis püsiks, peab firma juhtimine olema läbipaistev ning tasakaalustatud. Kõik osapooled peavad omama võrdset ligipääsu olulisele informatsioonile, et tunda kaasatust. Ettevõtete tegevuse muudab efektiivsemaks firma töötajate, äripartnerite ja investorite usaldus, informeeritus ja hea omavaheline suhtlemine. Eriti pööratakse informatsiooni jagamisele ja läbipaistvusele rõhku erinevates börsiettevõtetes. Juba aastakümneid on Balti börsil aktiivselt kauplemisega tegeletud.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on välja selgitada Balti börsiettevõtte AS Merko Ehitus õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude ja väärtussuhtarvude meetodil. Sellele tuginedes on käesoleva bakalaureusetöö teemaks valitud „Börsiettevõtte AS Merko Ehitus väärtuse hindamine“. AS Merko Ehitus on uuritavaks objektiks valitud seetõttu, et hiljuti pole uurimistöodes ega diplomitöodes selle ettevõtte õiglast väärtust süvitsi analüüsitud. Selleks, et püstitatud eesmärke täita, tuleb läbi töötada ettevõtete väärtuse hindamise meetodid ning omandatud teadmisi rakendada uurimisobjektiks valitud AS Merko Ehitus väärtuse hindamisel.

Töö eesmärgi täitmiseks on autor püstitanud endale järgmised ülesanded:

- anda lühiülevaade erinevatest ettevõtete väärtuse hindamise meetoditest;
- selgitada diskonteeritud rahavoogude meetodi ja väärtussuhtarvude meetodi arvutuspõhimõtteid ja valemeid;
- anda ülevaade analüüsitavast ettevõttest;
- analüüsida leitud väärtussuhtarve ja võrrelda suhtarve sektori keskmiste suhtarvudega.

Töö protsess nägi välja järgmine: autor otsis uuritava objekti, milleks oli AS Merko Ehitus. Seejärel tutvuti erialase kirjandusega ja tehti selgeks teoreetiline taust. Teooria praktiseerimiseks leidis töö autor analüüsitava ettevõtte väärtuse diskonteeritud rahavoogude meetodil ning arvutas välja erinevad ettevõtete hindamiseks sobilikud väärtussuhtarvud. Töö autor võrdles leitud väärtussuhtarve vastu Euroopa sama sektori keskmisi väärtussuhtarve, hindamaks, kas AS Merko Ehitus väärtus on alahinnatud või ülehinnatud.

Peamised allikad, millel antud bakalaureusetöö põhineb on võõrkeelsed. Eesti keeles pole nii palju finantsalast kirjandust kui näiteks inglise keeles. Peamisteks materjalideks on ingliskeelsed teadusartiklid, raamatud ning analüüsitava ettevõtte ja Nasdaq Baltic veebileheküljed. Autoritest on enim kasutatud Aswath Damodarani teoseid. Kõik kasutatud allikad on välja toodud käesoleva töö lõpus olevas kasutatud allikate loetelus.

Käesolev bakalaureusetöö on jaotatud kolme ossa. Esimeses osas antakse ülevaade ettevõtte väärtuse hindamise meetoditest ja olulisusest. Meetoditest on lahti kirjeldatud enimkasutatav diskonteeritud rahavoogude meetod ning väärtussuhtarvude meetod. Teises osas selgitab töö autor diskonteeritud rahavoogude meetodi ning väärtussuhtarvude meetodi kasutamisest ning annab ülevaate analüüsivast ettevõttest. Bakalaureusetöö kolmandas osas analüüsib autor AS Merko Ehitus väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil ning arvutab välja erinevad väärtussuhtarvud perioodil 2017-2021 ehk viimased viis aastat ja võrdleb neid Euroopa ehitussektori keskmistega. Käesoleva töö uurimismeetod on kvantitatiivne – autor arvutab välja ettevõtte väärtuse diskonteeritud rahavoogude meetodil ning leiab väärtussuhtarvud tuginedes avalikult kättesaadavatele finantsandmetele. Lugejale antakse ülevaade andmete kogumise meetodikast ja analüüsimise protsessist.

Käesolev bakalaureusetöö ei sisalda ärisaladust, riigisaladust, isikuandmete kaitse alusel saladuses hoitavat teavet või muul kujul salastatud teavet. Sellele tuginedes pole kinnine kaitsmine vajalik. Lõputöö keel on eesti keel.

1. TEOREETILISED ALUSED ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISEKS

Aktsiate soetamine on kõige laialdasemalt kasutust leidev rahapaigutamisvõimalus. Ettevõtte aktsiaid soetades saab inimene üheks selle ettevõtte omanikuks ehk aktsionäriks, seega tähistavad aktsiad inimese omandit mingis konkreetses ettevõttes. (Zirnask 2011)

Balti börsid kuuluvad maailma suurimasse börsikontserni Nasdaq. Tallinna, Riia ja Vilniuse börse koondava Balti väärtpaberituru strateegiline eesmärk on ühise kauplemissüsteemi ja turureeglistiku abil vähendada turgudevahelisi iseärasusi, et tõhustada piiriülest kauplemist, vähendada kaasnevaid kulusid ja kaasata piirkonda seeläbi rohkem investeringuid. (Nasdaq Baltic)

Aktsiate soetamisega ei kaasne kohustust vastutada aktsiaseltsi käekäigu eest, küll aga kerkib õhku risk kaotada kogu raha, mis aktsiasesse paigutati. Juhul kui aktsiaselts läheb pankrotti, ei rahuldata eelisjärjekorras aktsionäride nõudeid. Vaatamata suurtele riskidele pakuvad siiski aktsiad investoritele huvi ettevõtte tegevuse eesmärgi – teenida kasumit – pärast. Kui võlausaldajad teenivad oma investeringutelt fikseeritud intressi, siis aktsionäride puhul pole ettevõtte kasumi ja väärtuse kasvu puhul piiranguid seatud. Aktsial on nimiväärtus, mille moodustab ettevõtte asutamisel tehtud rahaline või mitterahaline sissemaks ühe aktsia kohta, ja turuväärtus ehk aktsia hind börsil. (Zirnask 2011)

Selleks, et teada, kas otsus ettevõttesse investeerida või mitte ning ettevõtet paremini mõista on vajalik hinnata ettevõtte väärtust. Ettevõtte väärtuse hindamisel võib olla erinevaid põhjuseid. Fernandez (2015a) toob välja järgmised peamised põhjused:

- 1) ettevõtete ostu- ja müügitehingute tegemiseks, see tähendab, et ostja saab teada kõrgeima hinna, millega ettevõtet osta ja müüja saab teada madalaima hinna, millega ettevõtet müüa;
- 2) kui on tegu avalikult noteeritud ettevõttega, siis saab investor teha adekvaatsemaid otsuseid ettevõtte väärtust teades;
- 3) esmasel avalikul pakkumisel (IPO) aktsiate hinna määramiseks;

- 4) kui on vajadus koostada pärandeid ja testamente (peab võrdlema portfellis olevate aktsiate ja teistevarade väärtust);
- 5) tasustamisskeemide puhul;
- 6) et mõista, millistes valdkondades ettevõtte tegutsemine suuremat kasu ettevõtte tulemustele toob;
- 7) raskustes ettevõtte puhul, et langetada kriitiliseid otsuseid vältimaks ettevõtte pankrotistumist;
- 8) ettevõtte strateegiliste eesmärkide seadmisel.

Ettevõtte praegused aktsiahinnad peavad kajastama kogu asjakohast ja õiglast teavet finantsseisundi ja ettevõtte käekäigu osas. Selle tulemusena on aktsiad turul alati õiglase hinnaga. Teine pool, miks finantsinvestorid aktsiatest huvitatud on, on see, et ettevõttelt oodatakse positiivseid rahavooge. Selliselt mõeldes, peaks aktsia eest makstud hind peegeldama rahavooge, mida ettevõttelt eelduslikult oodatakse. (Damodaran 2011)

Lisaks kalkuleeritavatele suhtarvudele tuleks aktsiatesse investeerimisel investoritel arvestada järgmiste peamiste riskidega (Zirnask 2011):

- Majandussektori üldine käekäik;
- Ettevõtte käekäik;
- Ettevõtte suurus – suurema ettevõtte aktsiad on likviidsemad ja mitte nii kõikuvate hindadega kui väikese ettevõtte aktsiad;
- Ettevõtte geograafiline asukoht, sh turgude poliitilised ja majanduslikud olukorrad.

Eelpool mainitud riskid tasub läbi kaalutleda esmajärjekorras. Investeeringuotsust tehes peab investor arvestama variandiga, et tema poolt soetatud aktsiad toovad lühiajalisel perioodil hoopis negatiivse tootluse ning investeerimisotsust tehes võiks arvestada vähemalt kolme-aastase raha lukustamisega aktsiatesse (Väärtpaberite teejuht 2008). Otsust investeerida ei saa teha ilma põhjalikke analüüse tegemata. Otsus peaks olema põhjalikult kaalutletud ning ühtlasi peaks investor end kurssi viima ka ettevõtte üldise käekäiguga. Sellist infot on lihtne omandada börsiettevõtete puhul, sest kogu info on avalikult kättesaadav. Selleks, et jõuda adekvaatse otsuseni, peaks välja arvutama ka ettevõtte väärtuse. Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatakse tänapäeval mitmeid erinevaid meetodeid, et anda võimalikult täpne hinnang.

Levinud on kasutada ettevõtte väärtuse hindamist sel juhul kui juhtkonnal on soov ettevõtet müüa või vastupidi mõni ettevõtte omandada. Sel juhul saab ettevõtte ostja teada kõrgeima võimaliku hinna, mida analüüsitava ettevõtte eest maksta ning ostjale vastupidiselt miinimumhinna, millega ollakse nõus ettevõtet uuele omanikule müüma. Ettevõtete väärtuse hindamise käigus saab ettevõtet analüüsida ka selliste suhtarvudega, mis teevad ettevõtte võrreldavaks teiste börsiettevõtetega. Seeläbi saab näha, kas ettevõtte aktsiaid oleks mõistlik müüa või hoopis juurde osta. Investorid analüüsivad investeerimisportfelli koostamisel ettevõtteid üldjuhul korruga ning sealt saab teha paremad järeldused, millised ettevõtted portfelli jätta ja milliseid mitte (Fernandez 2007a). Vajadus ettevõtet hinnata ja vastu konkurente võrrelda, on olemas ettevõttes endas ning täiendavalt otsivad investorid võimalusi kuidas turul kindlaks teha ebaõiglaselt hinnatud aktsiaid ning kuidas iseseisvalt ettevõtte väärtus võimalikult täpselt ära hinnata (Penman 2006).

Ettevõtete jaoks on raamatupidamislikult kõige olulisem suundumus olnud üleminek õiglase väärtuse arvestusele, kus varad hinnatakse ettevõtte aastaaruandes pigem õiglases väärtuses kui nende algses soetusmaksumus. Ettevõtte raamatupidajad peavad neid nõudeid täitma, täiustades oma hindamisoskusi, kuna nende ülesandeks on kaubamärgi nime, klientide nimekirjade ja muu immateriaalse vara hindamine. Lisaks peavad ettevõtted kohe pärast omandamist ümber hindama oma varade väärtust ja seda ka tulevastel perioodidel. (Damodaran 2011) Ettevõtete finantseerimisel kasutatud väärtuse standardil on kaks määratlust: õiglane turuväärtus või õiglane väärtus (*fair market value or fair value*). Õiglane turuväärtus (*fair market value*) ütleb, et see on hind, millega vara vahetab omanikku. Ettevõtete finantsaruandluse õiglane väärtus (*fair value*) ei erine palju õiglase turuväärtuse kirjeldusest, kuna see ütleb, et õiglane väärtus on hind, mis kujuneb turuosaliste vahelise korrapärase tehingu käigus. Tegelik erinevus nende kahe vahel on see, et õiglane väärtus võib sisaldada rohkem aspekte investeringu väärtusest kui õiglane turuväärtus. (Hitchner 2014)

Järgnevatel peatükkides on käsitletud meetodeid, mida kasutavad investorid ja analüütikud, et hinnata ettevõtte väärtust.

1.1. Erinevad meetodid ettevõtte väärtuse hindamiseks

Ettevõtte väärtust hinnatakse sageli tuleviku väljavaadete pealt ning mudelitesse proovitakse sisestada võimalikult täpsed tulevikuprognosid (Morgan Stanley 2006). Raamatupidamislike finantsnäitajate kasutamine väärtussuhtarvude leidmiseks on enimlevinud meetod, et anda hinnang ettevõtte väärtusele. Selliste näidikute kasutamine on laialdaselt levinud erinevates raportites, aruannetes ja finantsanalüütikute poolt koostatavates soovitusetes. Lisaks võib leida suhtarvude kasutamist investeerimispankurite aramusartiklitest, hinnangutest, mis on koostatud vahetult enne IPOt (aktsiate esmane avalik pakkumine – *initial public offering*), äriühingute ühinemise ja ülevõtmise analüüsides ja teistest sarnastest finantstehingutest. Sageli võtavad isegi diskonteeritud rahavoogude meetodi pooldajad väärtussuhtarvude arvutamise ja analüüsimise kasutusse, et saada lõplik pilt ettevõtte väärtusest. (Bhojraj ja Lee 2001)

Investorid ostavad finantsvara rahavoogude eest, mida nad ootavad neilt tulevikus saada. Sellisena peaks mis tahes aktsia eest makstav hind kajastama rahavooge, mida see eeldatavasti genereerib (Damodaran 2011). Teisest küljest kirjutab Schmidlin (2014) oma raamatus, et ettevõtte hindamine on seotud ettevõtte õiglase väärtuse leidmisega. Sellest tuleneb ka analüütikute, ettevõtete ja erainvestorite vajadus ettevõtete väärtust hinnata. Ettevõtete jooksvad aktsiahinnad sisaldavad ja kajastavad alati kogu olulist teavet nende finantsaruannetest. Seega on aktsiad turul alati õiglase hinnaga. Kuigi turuhinnad näitavad nende varade õiglast väärtust, on ettevõtte ja valdkonna strateegilistest eesmärkidest lähtuvalt alati teatud ebakindlus selle hinna kujunemise suhtes tulevikus. Selleks, et hinna kujunemist paremini prognoosida, tulevad kõne alla erinevad hindamismeetodid. Ettevõtte „standardväärtus“ on investorite jaoks midagi muud, kui hinnatava ettevõtte õiglase väärtus ettevõtte raamatupidajate jaoks (Hitchner 2014).

Anderson, Geckil ja Funari (2007) leidsid, et ettevõtete väärtus võib olla leitud läbi erinevate võimaluste, kuid hinnangute andmiseks on üldjuhul alati kasutuses järgmised elemendid:

1. Raamatupidamislik informatsioon, mis sisaldab müügi- ja äritulusid, kulusid ja kasumlikkuse näitajaid;
2. Majanduslik informatsioon, mis hõlmab ettevõtte kasvu ja majandustingimuste kohta olulist informatsiooni;
3. Ettevõtte juhtimispoliitika põhine informatsioon, mis hõlmab ettevõtte äriplaani ja strateegia analüüsimist.

Hitchner (2014) kirjutab, et ettevõtteid või nende varasid hinnatakse erinevatel põhjustel, millest mõned levinumad hindamise eesmärgid on ettevõtete ühinemised ja ülevõtmised, äriplaneerimine, aktsiaoptsoonide planeerimine ja finantsaruandlus ning ostu-müügilepingud. Bhojraj ja Lee (2001) leidsid aga, et laias laastus jaguneb ettevõtte väärtuse hindamine kaheks. Neist esimene variant on tugineda dividendidele või sissetulekutele ja kaasavad tuleviku rahavoogude nüüdisväärtuse arvutamise. Kolm enim kasutatavat mudelit on (Bhojraj ja Lee 2001):

- DDM (*dividend discount model* – diskonteeritud dividendide mudel);
- DCF (*discounted cash flow* – diskonteeritud rahavoogude meetod);
- RIM (*residual income method* – jääksissetuleku meetod).

Ettevõtte fundamentaalse analüüsi eesmärgiks on õiglase väärtuse leidmine erinevatel meetoditel. Ettevõtte väärtuse hindamiseks levinumad on väärtussuhtarvude analüüs, diskonteeritud rahavoogude meetod (*discounted cash flow method* – DCF) ja tuletisnõuete analüüsimise meetod (*contingent claim valuation*). (Damodaran 2002).

Teine variant on nn „fundamentaalse väärtuse“ leidmise meetod, mille puhul antakse ettevõtte väärtusele hinnang lähtudes võrreldavate varade hinnastamisest. Selle meetodi puhul arvutatakse välja erinevad võimalikud väärtussuhtarvud, näiteks P/E, P/B ja P/S. (Bhojraj ja Lee 2001)

Selleks, et anda kõige õiglasem hinnang käesoleva töö uurimisobjektile, kasutatakse AS Merko Ehitus väärtuse hindamiseks nii diskonteeritud rahavoogude meetodit (DCF) kui ka väärtussuhtarvude meetodit, mida kasutavad ka paljud investorid, tulenevalt meetodi läbipaistvusest ning kalkulatsioonide lihtsusest ja paremas võrreldavusest konkureerivate ettevõtetega.

1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Schmidlin (2014) esitas kolm erinevat meetodit: DCF-meetodi, kapitaliosaluse meetodi, ja korrigeeritud nüüdisväärtuse meetodi. Iga meetod annab veidi erineva tulemuse, kuna kapitaliosaluse meetod leiab omakapitali väärtuse ja ülejäänud kaks meetodit leiavad ettevõtte väärtuse rahavoogude diskonteerimise teel.

Sageli kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamiseks diskonteeritud rahavoogude meetodit (*DCF* meetod – *discounted cash flow method*), mis on üks tavapärasemaid ettevõtte hindamise meetodeid. Ettevõtete suhtarvude paremaks võrdlemiseks on vaja tervet hulka andmeid ehk võrreldavaid ettevõtteid, kes tegutsevad analüüsitava ettevõttega samas sektoris. Turu tasemete võrdlemiseks on hea leida ka aritmeetiline keskmine, sest need iseloomustavad ettevõtete valimit kõige paremini ehk saab kõige paremini hinnata ettevõtte väärtust. DCF meetod hõlmab äärmiselt põhjalikku analüüsi, mis pole kasutusel üksnes konkreetse ettevõtte väärtuse hindamiseks vaid ka muude finantsvarade ja ettevõtte esmaste avalike pakkumiste hindamiseks. Analüüse viivad sageli läbi konsultatsioonifirmad ja investeerimispannad, et teha parim võimalik investeerimisotsus (Steiger 2008).

Enim on diskonteeritud rahavoogude meetod kasutuses suuremate eraettevõtete väärtuse hindamisel. Väikeettevõtte puhul võib selle meetodi rakendamise probleemiks kujuneda juhtkonna väiksemad kogemused – ettevõtte tuleviku rahavooge ei osata õiglaselt hinnata. Juhul kui juhtkond on pikajalisem ja pädev, hinamaks ettevõtte tulevaseid rahavooge, siis on diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamine asjakohane ka väikeettevõtete puhul. (Hitchner, 2017)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul prognoositakse tulevikus tekkivate rahavoogude summa. Leitud rahavood tuleb diskonteerida sobiva diskontomääraga nüüdisväärtusse. Kui leitud väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil on kõrgem kui hetke investeeringu summa, siis oleks ettevõttesse mõistlik investeerida (Investopedia 2020). Kokkuvõtlikult seisneb diskonteeritud rahavoogude meetodi põhiline mõte selles, et ettevõtte väärtust näitab tulevikus teenitavate rahavoogude suurus, mis on läbi kaalutud omanike nõutava tulunormiga, riskitasemega ja muude teguritega (Investeeringu teejuht 2007).

DCF meetodit saab aga kasutada ka väga lihtsustatult, kus asjakohaste rahavoogude suunda üritatakse prognoosida ettevõtte raamatupidamisaruannete ajaloolisi andmeid analüüsides. Seda ei saa küll nii täpselt kasutada kui diskonteeritud rahavoo hindamismeetodit, kuid see teeb arvutused kiiremaks ja annab piisavalt hea ülevaate ettevõtte õiglasest väärtusest võrreldes väärtussuhtarvude meetodiga.

1.3. Väärtussuhtarvude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetodi töömahukusest tulenevalt eelistavad börsil noteeritud ettevõtteid analüütikud sageli analüüsida hoopis teiste meetoditega (Investeerimise teejuht 2007). Sagedaselt kasutatav meetod on väärtussuhtarvudel põhinev ettevõtete hindamine kuna neid meetodeid on kerge ja kiire kasutada ning eksimisvõimalus valemite on selle võrra väiksem. Eelduseks on see, et hinnatakse aktsia turuväärtust ning võrreldakse seda seejärel sarnaste ettevõtete. (Damodaran 2005)

Väärtussuhtarv näitab suhet, mis saadakse turu või vara spetsiifilise väärtuse jagamisel ettevõtte finantsaruandest võetud näidikutega. Väärtussuhtarvude tulemusi on lihtsam selgitada kui selgitada keerukaid analüüse, mis arvestavad erinevaid majanduslikke tingimusi jne. Lisaks analüüsitakse fundamentaalses analüüsis ettevõtte nii praeguseid kui ka mineviku finantsnäitajaid. (Penman 2004).

Bhojraj ja Lee (2001) analüüsides kohaselt on parimateks väärtussuhtarvudeks ettevõtete analüüsimisel P/S ja EV/S suhtarvude kasutamine. Ühtlasi kasutavad nad ka P/B suhtarvu, kuid põhifookus on P/S ja EV/S suhtarvude kasutamisel. Minjina (2009) leidis oma analüüsis, et Bucharesti aktsiaturgu analüüsides näitasid kõige paremini aktsia tulusust P/B ja P/E suhtarvud ning kõige suuremat ebatäpsust P/S suhtarv.

Saario (2016) leiab, et aktsiaturul on enim kasutatud suhtarv P/E (*price/earnings* suhtarv), mis näitab hinna ja tulu suhet ehk kasumikordajat. P/E väärtus näitab, kuidas hinnatakse turul aktsiat ettevõtte kasumi suhtes. Lisaks annab P/E suhtarvu leidmine võimaluse võrrelda täiesti erinevate valdkondade ja geograafiliste piirkondade aktsiate hinnataset.

Kui hinnatava ettevõtte jaoks arvutatakse suhtarvud ja väärtused välja, ei anna tulemused meile koheselt küllalt informatsiooni ettevõtte käekäigu kohta seni kuni suhtarve pole võrreldud õiges kontekstis. Selleks, et väärtussuhtarvud õigesse konteksti panna, on sisuliselt kolm võimalust. (Fernandez 2001) Esiteks pakutakse välja, et suhtarve peaks võrdlema turu teiste ettevõtete keskmistega. Kui üldiselt on see laialdaselt kasutatav variant, siis negatiivseks küljeks tuuakse see, et ettevõtteid peaks valimis olema äärmiselt palju. Sellega saab välistada tööstusharude äärmuslikud ettevõtted, mille suhtarvud pole analüüsitava ettevõttega võrreldavad. Teine võimalik

variant on võrrelda sama tööstusharu suhtarve. Selle variandi puhul on võrreldavuse tase parim võimalik. (Ibid.)

Kolmandaks variandiks on väärtussuhtarve võrrelda sama ettevõtte ajalooliste andmetega, ehk valida piisavalt pikk periood. Sel juhul näeb kõige paremini, kuidas ettevõtte käekäik on aja jooksul muutunud ja arenenud. Selle meetodi valimisel on riskiteguriks turu üldine käitumine ning intressimäärade muutumine. (Damodaran 2012)

Nagu ka varasemalt mainitud, siis suhtarvude meetodi suurim eelis on selle rakendamise lihtsus. Väärtussuhtarvude arvutamine ning võrdlemine jätab vähem eksimisruumi kui näiteks DCF mudeli rakendamine (Ibid.). Võrreldavate suhtarvude meetod on kõige laialdasemalt kasutusel investorite ning finantsanalüütikute poolt (Henschke, Homburg 2009).

Penman (2006) toob välja, et paljud investorid kasutavad eelpool mainitud „aruannetest saadava info kombineerimise meetodit“ ka alahinnatud aktsiate tuvastamiseks, jälgides võrreldavate ettevõtete vahelisi erinevusi ja kasutades seda teavet enda huvides, et müüa või osta kõnealuse ettevõtte aktsiaid. Kokkuvõtlikult viiakse seega läbi detailanalüüs. Detailanalüüs tõstatab investori jaoks ka järgmise probleemi. Kasutades suhtarvude leidmist, ignoreerib investor muud ettevõtete kohta leitavat teavet. Tehes detailanalüüsi väärtussuhtarvu põhiselt, peab olema investor täiesti veendunud ettevõtte kohta avalikult leitava informatsiooni õigsuses. See on üks selle meetodi puuduseid. Kuna väärtussuhtarvude leidmine näitab turu hetkeolukorda läbi ettevõtte aktsia hinna hindamise, siis ei pruugi seal sisalduda muud detailinformatsiooni ettevõtte kohta. (Penman 2006)

Ühendades ettevõtte olulisimad näidikud ühte valemisse ja numbrisse, on sinna kaasatud suur hulk olulist informatsiooni, kuid see hoiab info äärmiselt lihtsas formaadis. Seega on väärtussuhtarvude meetodi kasutamise lihtsus ja arusaadavus selle meetodi suurim miinus kuna meetod ei võta arvesse kasumlikkuse, ettevõtte kasvu või sarnaste ettevõtete riske analüüsitava ettevõtte võtmes. Teiseks, on väärtussuhtarvud lühikest perioodi käsitlevad (näiteks kuupõhine võrdlus või aastate põhine võrdlus) – ehk väärtussuhtarvud analüüsivad ettevõtet mingi kindla perioodi vältel ja spetsiifilisemalt sel ajal kui ettevõtte avalikustab oma finantsinfot (näiteks kvartali lõpp, aasta lõpp jne). Kasutades mingi kindla kuupäeva seisuga infot, võetakse automaatselt eeldus, et see info jääb uude perioodi püsima. Sellel, et väärtussuhtarvude kasutamine peegeldab turuolukorda võib olla ka negatiivne külg – ülehinnatud sektorites võivad võrreldavad väärtused tulla äärmiselt kõrged ning alahinnatud sektorites väga madalad. See ei pruugi näidata aga konkreetse ettevõtte tegelikku seisukorda (Schreiner 2007). Damodaran (2012) vastandab seda diskonteeritud rahavoogude

meetodiga, mille puhul on kõik analüüsitava ettevõtte kasvumäärad ja rahavood arvesse võetud ja see minimeerib võimaluse, et turul toimuvad sündmused mõjutavad ettevõtte väärtuse hindamist.

Suureks eeliseks saab suhtarvude meetodil lugeda ka infole ligipääsetavust internetilehekülgede ning finantsalase kirjanduse kaudu. Need infoallikad, nagu näiteks Morningstar, avalikustavad igapäevaselt ja sagedaselt paljude ettevõtete väärtussuhtarve. Samuti uuendatakse infot pidevalt ning see tagab kõige õigema ja ajakohasema info olemasolu. Investoritel on seega võimalus teha uurimistöid ja analüüse, hindamaks ettevõtete väärtust ja võrrelda neid vastu teiste analüütikute poolt saadud tulemusi. Kombineerides erinevaid majandusaasta aruannetest leitavaid väärtuseid ja suhtarve ning arvutades väärtussuhtarve valemite põhisel, saadakse kokku hea info, kuid see on info kõigile kõige lihtsam võtmes. Lühidalt öeldes on selle meetodi lihtsus samaaegselt nii suurim pluss kui ka suurim miinus. Järeldub, et väärtussuhtarvude meetodi kasutamisel on ühtaegu palju plusse kui ka miinuseid. (Schreiner 2007)

2. METOODIKA JA ÜLEVAADE UURITAVAST ETTEVÕTTEST

Selles peatükis annab töö autor ülevaate diskonteeritud rahavoogude ja väärtussuhtarvude meetodi kasutamisest ning kirjeldab uuritava ettevõtte tegevusvaldkonda ja majandustulemusi. Ettevõtte väärtuse arvutamiseks diskonteeritud rahavoogude meetodil ja väärtussuhtarvude arvutamiseks kasutab töö autor AS Merko Ehitus avalikult kättesaadavaid majandusaasta aruandeid. Vaadeldavaks perioodiks on 1. jaanuar 2017 kuni 31. detsember 2021.

2.1. Meetodika kirjeldus

Ettevõtte väärtuse hindamiseks tulumeetodiga on kaks lähenemist: kas diskonteeritakse vabad rahavood (FCFF) kaalutud keskmise kapitali hinnaga (WACC) või diskonteerides omakapitali vabad rahavood (FCFE) ettevõtte omanikelt nõutava tulumääraga. Sellega leiab ettevõtte omakapitali väärtuse. Merko Ehitus AS ettevõtte väärtus leitakse diskonteerides ettevõtte vabad rahavood (FCFF) kaalutud keskmise kapitali hinnaga (WACC) (Pinto 2010).

Vaba rahavoo mudelis käsitletava ajaperioodi saab jagada kaheks (PwC, 2021):

- prognoosiperiood ehk aeg, mille jooksu ettevõtte saavutab stabiilsuse;
- terminaalaasta, mis peegeldab ettevõtte prognoosiperioodile järgnevaid rahavooge kuni lõpmatuseni.

Praktikas kasutatakse tihti viieaastast prognoosiperioodi, sest selle aja kohta ollakse võimelised andma piisava usaldusväarsusega finantsprognoose (PwC, 2021). Rahavoogude prognoosimine kaugesse tulevikku on keerukas ning käesoleva töö raames on valitud prognoosi lõpp-punktiks 2026. aasta ning sealt leitakse terminaalkväärtus, mis näitab selle ajahetke ettevõtte väärtust.

Ettevõtte väärtus leitakse järgmise valemiga (Damodaran 2002): (1)

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n}$$

kus

V – ettevõtte väärtus

WACC – diskontomäär (*weighted average cost of capital* – kapitali kaalutud keskmine hind)

FCFF – ettevõtte vabad rahavood (*free cash flow to the firm*)

TV – terminaalkväärtus

t – perioodide arv

n – prognoosi viimane aasta

Vabade rahavoogude (FCFF) leidmiseks kasutatakse järgmist valemit (PwC, 2021): (2)

$$FCFF = EBIT + \text{põhivara kulum} - \text{netokäibekapitali muutus} - \text{CAPEX} - \text{tulumaksukulu}$$

kus

FCFF - ettevõtte vabad rahavood (*free cash flow to the firm*)

EBIT – ettevõtte ärikasum

CAPEX – investeeringud põhivarasse

Järgmiseks on vaja leida arvutustes kasutatav WACC. WACC-i puhul võetakse arvesse omakapitali ja võõrkapitali struktuur võõrkapitali keskmise hinna ning ettevõtte omakapitali keskmise hinna leidmisel. WACC arvestab nii ettevõtte omanike kui ka võlausaldajate poolt nõutud tulumääraga (Fernandez 2015).

WACC väärtus leitakse järgmise valemiga (Fernandez 2015): (3)

$$WACC = k_d \frac{D}{D + E} + k_e \frac{E}{D + E}$$

kus

WACC – kapitali kaalutud keskmine hind (*weighted average cost of capital*)

D – võõrkapitali väärtus

E – omakapitali väärtus

kd – võõrkapitali hind

ke – omakapitali hind

Omakapitali hind on nõutud tulumäär, mida investorid ootavad investeringult. Enimkasutatud mudel nõutava tulumäära leidmiseks omakapitali investeringutelt on capital asset pricing model ehk CAPM.

Omakapitali hind leitakse järgmise valemiga (Konkurentsiamet 2019): (4)

$$k_e = R_f + R_c + \beta * R_m$$

kus

ke – omakapitali hind (nõutav tulumäär)

Rf – riskivaba tulumäär

Rc – riigiriski preemia

β – beetakordaja

Rm – tururiski preemia

Võlakapitali hind leitakse järgmise valemiga (Konkurentsiamet 2019): (5)

$$k_d = R_f + R_c + R_d$$

kus

kd – võõrkapitali hind

Rf – riskivaba tulumäär

Rc – riigiriski preemia

Rd – võlakapitali riskipreemia

Beetakordaja leitakse järgmise valemiga (Konkurentsiamet 2019): (6)

$$\beta = \beta_u * \left(1 + \frac{D}{E}\right)$$

kus

β_e – finantsvõimendusega beeta

β_u – finantsvõimenduseta beeta

D – võõrkapitali turuväärtus

E – omakapitali turuväärtus

Hinnatava ettevõtte terminaalkväärtust saab leida kolmel moel (Damodaran 2002):

- prognoosi viimaseks aastaks eeldatakse ettevõtte varade likvideerimist ja hinnatakse akumulieeritud varade turuväärtust;
- prognoosi viimasel aastal suhtarvude põhjal ettevõtte kasumist, müügitulult või raamatupidamislikult väärtuselt;
- võttes eelduse, et ettevõtte rahavood kasvavad konstantse kasvumääraga lõpmatuseni.

Enimkasutatav meetod terminaalkväärtuse leidmiseks on stabiilse kasvu mudel.

Terminaalkväärtust saab leida järgmise valemiga (Damodaran 2002): (7)

$$TV_n = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

kus

TV – terminaalkväärtus

FCFF – ettevõtte vaba rahavoog

WACC – diskontomäär

g – stabiilne kasvumäär

n – prognoosi viimane aasta

Lisaks DCF meetodile kasutab autor ettevõtte väärtuse hindamiseks ka väärtussuhtarve.

Damodaran (2011) on välja toonud ettevõtete väärtuse hindamiseks järgmised suhtarvud: P/B, P/E, EV/EBITDA, P/S ja EV/S. Samu suhtarve kasutatakse laialdaselt erinevate börsiettevõtete

finantsseisundi aruannetes ning analüütikute poolt koostatavates artiklites. Järgnevalt on lahti kirjeldatud iga suhtarvu sisu.

P/B suhtarv

$$P/B = \frac{P}{B}$$

kus

P – aktsia hind aasta lõpu seisuga

B – aktsia raamatupidamislik väärtus

P/B näitab mitmekordselt aktsia turuhind ületab aktsia raamatupidamislikku väärtust ning see on enimkasutatav suhtarv väärtusinvestorite, ehk nende investorite, kes analüüsivad enne investeerimisotsust ettevõtte väärtuse läbi, poolt. Seega on P/B aktsia hinna ja raamatupidamisväärtuse suhe. Juhul kui P/B on ühest madalam, siis hinnatakse ettevõtte varasid väga pessimistlikult või on varade tootlus madal. (Väärtpaberite teejuht 2008)

P/E suhtarv

$$P/E = \frac{P}{EPS}$$

kus

P – aktsia hind aasta lõpu seisuga

EPS – kasum aktsia kohta (*earnings per share*). EPS = puhaskasum/kaalutud keskmine aktsiate arv.

P/E on enim kasutatav suhtarv, millest paljud investorid esmalt lähtuvad. Lihtsustatult öeldes näitab P/E hinna/tulu suhet, mida nimetatakse teisisõnu ka kasumikordajaks (Saario 2016). Kõrge P/E väljendab ettevõtte ülehinnatust ning madal P/E indikeerib, et ettevõtte võib olla alahinnatud või näitab samal ajal, et turg pole ettevõtte tulude püsimises praegusel tasemel kindel. (Väärtpaberi teejuht 2008)

Üha kasvav arv analüütikuid eelistab kasutada oma analüüsidest tulevikku-vaatavat P/E arvutust. Selle raames võrreldakse praegust hinda tulevikku prognoositud hindadega. Selline nihe on tingitud sellest, et prognoositud andmed on tänapäeval üha laialdasemalt kättesaadavad ning järeldusi tehakse ka ajalooliste prognooside pealt. (Schreiner 2007)

EV/EBITDA suhtarv

EV/EBITDA suhtarvu puhul jagatakse ettevõtte väärtus ehk ettevõtte turuväärtus EBITDAga (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* – kasum enne intresse, makse ja kulumit). Seda suhtarvu kasutatakse sageli võrreldava väärtusemõõdikuna erinevate ettevõtete vahel. Suhtarv on sageli analüüsi põhikomponent kui ettevõtet hakkavad uued omanikud ostma, st ettevõtte omandamise läbirääkimistel. Lisaks kasutatakse EV/EBITDA suhtarvu ettevõtte sihthinna arvutamisel omakapitali hinnastamise analüüsis. Selle suhtarvu plussid on järgmised: lihtsus kuna saab rakendada avalikult saadava infoga, laialt kasutatav finantsmaailmas, hea võrdlemaks erinevaid ettevõtteid, hea hindamiseks stabiilseid pikaajaseid ettevõtteid. Miinustena on välja toodud, et ei anna head hinnangut tehtud kapitalikulutustele ning seda suhtarvu on raske rakendada ettevõtete erinevate kasvukiiruste juures. (Corporate Finance Institute 2020)

P/S suhtarv

$$P/S = \frac{MVS}{SPS} \text{ või lihtsustatult } P/S = \frac{P}{S}$$

kus

MVS – aktsia turuväärtus (*market value per share*) ehk sisuliselt P - hind ühe aktsia kohta

SPS – aktsia müügitulu (*sales per share*) ehk sisuliselt müük ehk tulu ühe aktsia kohta

P/S on kõige täpsem kui võrreldakse sama sektori ettevõtteid. Madalast P/S suhtest saab järeldada ettevõtte aktsia alahinnatust ning keskmisest kõrgem tulem viitab ettevõtte ülehinnatusele. P/S väärtussuhtarvus pole arvestatud ettevõtte võlakoormat ning sellest tulenevalt seda väga laialdaselt alati investorite poolt ei kasutata. (Investopedia 2021)

EV/S suhtarv

$$EV/S = \frac{MC + D - CC}{S}$$

kus

S – müügitulu (*sales*)

MC – turukapitalisatsioon (*market capitalization*)

D – võlg (*debt*)

CC – raha ja raha ekvivalendid (*cash and cash equivalents*)

Ülal toodud valemist lähtudes leitakse EV väärtus liites turukapitalisatsioonile eelisaktsiad ning võlg ja lahutades raha ja raha ekvivalendid. Lihtsustatult jagatakse EV/S suhtarvu puhul ettevõtte turuväärtus ettevõtte aastaste müügituludega. EV/S suhtarv annab investoritele mõõdiku, milles arvestatakse nii müügituludega, varadega kui ka olemasolevate võlgadega. Madal EV/S näitab, et ettevõtte on pigem alahinnatud. EV/S peetakse paremaks mõõdikuks kui P/S-i, sest EV/S arvestab ka ettevõtte võlakoorimat. (Investopedia 2021).

2.2. Ülevaade ettevõttest Merko Ehitus AS

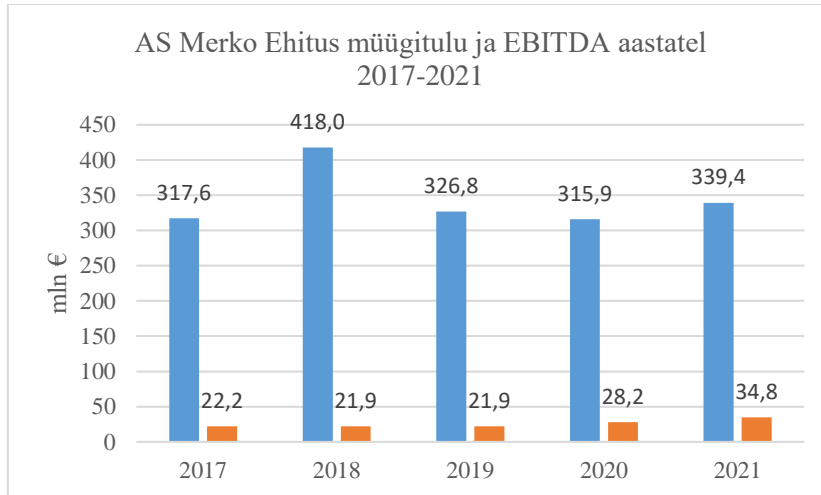
Merko Ehitus on 1990. aastal loodud ehitus- ja kinnisvarakontsern, mis pakub teenuseid nii Baltimaades kui ka Norras. Kontsernis töötas 31.12.2021 seisuga 670 inimest. Merko Ehituse kontserni ettevõtted ehitavad hooneid ja rajatisi ning arendavad kinnisvara. Ettevõttel on pikaajalised kogemused ning hea maine ja usaldusväärsus on teinud Merko Ehitusest juhtiva ehitusfirma ja arendaja Baltimaades. Merko Ehitus on Baltimaade suurim börsil noteeritud ehitusettevõtte ja elukondliku kinnisvara arendaja. (Merko 2021)

Kontsern osutab teenuseid ehitus- ja kinnisvara arenduse teenuseid alltoodud tegevusvaldkondade lõikes (Merko 2021):

- Üldehitus: erinevate hoonete ehitus, sh äri- ja büroohooneid, kaubandus- ja meelelahutuskeskused, hotellid ja spaakeskused ning avalikud- ja elukondlikud hooned ning spetsiifilised tööstushooned.
- Inseneriehitus: infrastruktuurirajatiste projekteerimine ja ehitus. Valdkond hõlmab sadama-, jäätmekäitlus- ning teerajatisi (sillad, tunnelid, viaduktid, teed), erinevaid keskkonnakaitselisi rajatisi, joogi- ja reoveepuhasteid, nii lahtisel kui kinnisel meetodil ehitatud vee- ja kanalisatsioonitorustikke ning muid erinevaid inseneritehnilisi objekte.
- Elektriehitus: elektriehituse ärivaldkond liikus ümberkujundamise tulemusel Merko ühissetevõtteks saanud ASi Connecto Eesti ja elektriehituse teenuste pakkumine jätkub ASis Connecto Eestis.
- Teedehitus: erinevad teehoiutööde teenused Eestis, sh teede ehitus, teede hooldusremont ja kaevetööde- ning teeseisundi järelevalve ja masinatele remonditeenuste osutamine.
- Betoonitööd: lahendused monteeritavate või monoliitbetoonist ehitatavatele hoonetele ja rajatistele, mida ehitavad nii Merko ettevõtted kui ka välistellijad.

- Kinnisvaraarendus: korteriprojektide arendus, pikaajalised kinnisvarainvesteeringud ning äriotstarbelised kinnisvaraprojektid.

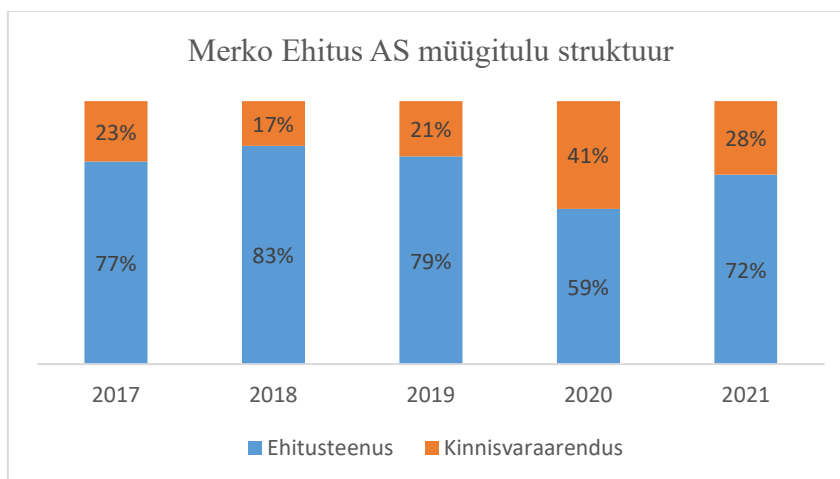
Allpool välja toodud joonisel on näha ettevõtte müügitulu ning EBITDA muutumine perioodil 2017-2021.



Joonis 1. Müügitulu ja EBITDA perioodil 2017-2021

Allikas: Merko Ehitus AS majandusaasta aruanded, autori koostatud

Jooniselt 1 on näha, et Merko müügitulu on vaadeldaval perioodil püsinud suhteliselt stabiilsena. 2021. aastal oli ettevõtte müügitulu 339,4 miljonit eurot. 2021. aasta EBITDA oli 34,8 miljonit eurot. Müügitulu kasvu põhjuseks peeti ehitusmahtude kasvu (Merko 2021). Merko Ehituse majandusaasta aruandest lähtuvalt teeniti 62,6% müügituludest Eestis, 18,8% Leedus, 15,6% Lätis ja 3,0% Norras (Merko 2021).

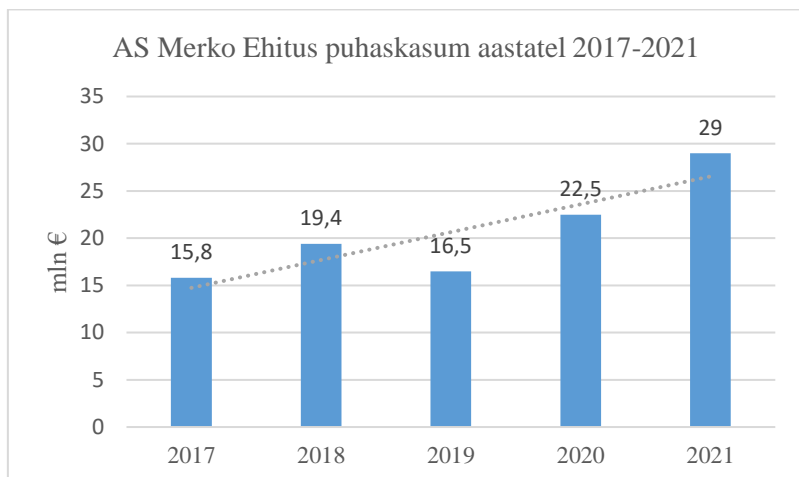


Joonis 2. Müügitulu struktuur perioodil 2017-2021

Allikas: Merko Ehitus AS majandusaasta aruanded, autori koostatud

Müügitulu struktuuris moodustab kogu vaadeldava perioodi jooksul oluliselt suurema osa ehitusteenus. 2021. aastal moodustas ehitusteenus kogu kontserni müügitulust 72%.

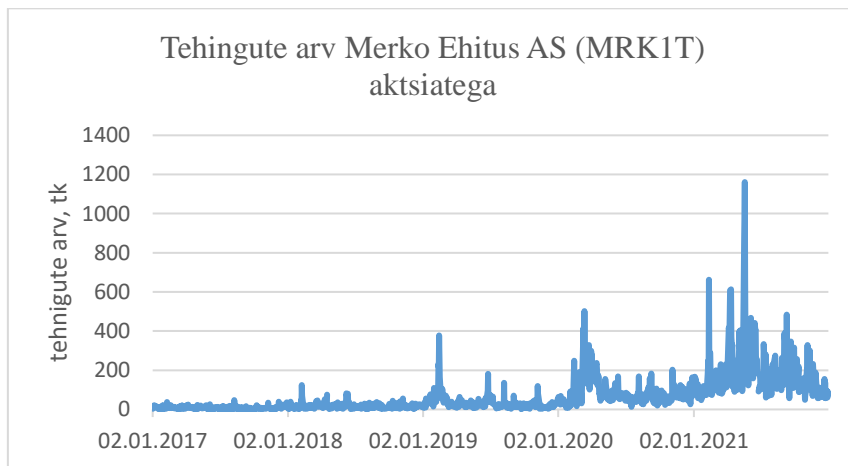
Korterite müügiimaht 2021. aastal vähenes, samas kui ehitusteenuse osutamisel mahud suurenesid. Pigem on loobunud hinnakonkurentsiga kaasa minemast, kui et kõrgemate riskide olemasolul suurendada ehituslepingute portfelli (Merko 2021).



Joonis 3. Puhaskasum perioodil 2017-2021

Allikas: Merko Ehitus AS majandusaasta aruanded, autori koostatud

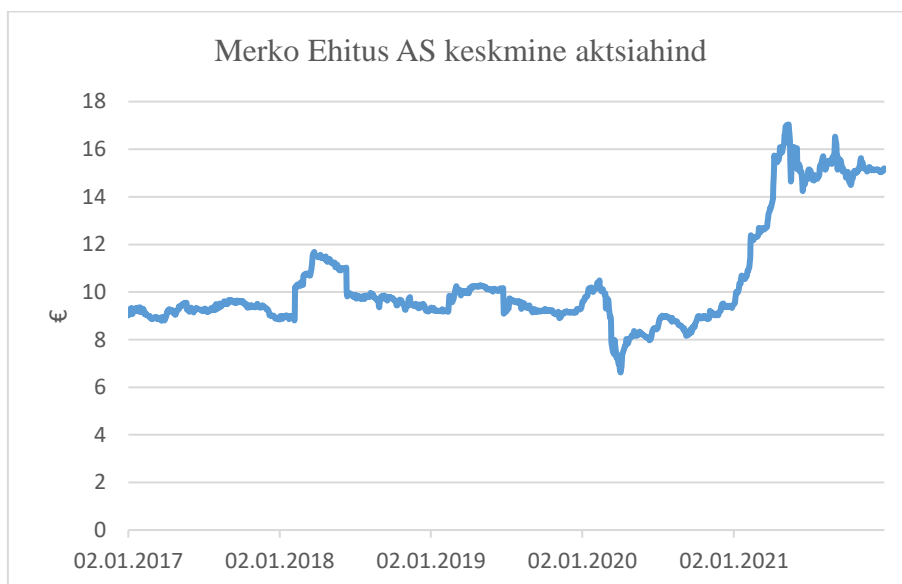
Jooniselt 3 on näha Merko Ehituse puhaskasum. Vaadeldaval perioodil on puhaskasum oluliselt kasvanud. 2021. aastal oli puhaskasum 29 miljonit eurot. Joonisel on märgitud kasvu paremaks rõhutamiseks halli punktiiriga trendijoon.



Joonis 4. Tehingute arv Merko Ehitus AS aktsiatega perioodil 01.01.2017-31.12.2021

Allikas: Nasdaq Baltic andmetel autori koostatud

Merko Ehitus aktsiad on noteeritud Nasdaq Tallinna põhinimekirjas. Ettevõtte on 31.12.2021 seisuga 17 700 000 aktsiat. Jooniselt 4 on näha tehingute arv analüüsitaval perioodil 2017-2021. Kokku on sel perioodil tehtud 84 054 tehingut. Nende kõigi tehingute käive on sel perioodil kokku 81,9 miljonit euro. ASi Merko Ehitus pikaajaliste finantseesmärkide kohaselt makstakse aktsionäridele dividendidena välja 50-70% aastakasumist (Merko 2021).



Joonis 5. Merko Ehitus AS keskmine aktsiahind perioodil 01.01.2017-31.12.2021
Allikas: Nasdaq Baltic andmetel autori koostatud

Aksia sulgemishind 31.12.2021 seisuga oli 15,22 eurot (31.12.2020 oli aktsiahinnaks 9,46 eurot). Alates 2020. aastast on keskmine aktsiahind olnud kasvutrendis.

AS Merko Ehituse analüütikute prognooside kohaselt 2022. aastal ehitussektor tõenäoliselt olulist kasvu näidata ei suuda. Peamiseks takistuseks hinnatakse tööjõupuudusest tulenevaid probleeme, jätkuvad probleemid tarneahelates ning nendest tulenev hinnatõusu püsimine. AS Merko Ehitus kontserni tugevat finantsseisundit arvestades, samuti laiapõhjalist võimekust ehitusteenuste osutamisel, on olemas kõik eelduseks selleks, et ka 2022. aastast edukalt läbi tulla. Edu tagab projektide valimine ning majanduskeskkonna arengute jälgimine. Samuti pole vähemoluline arengute jälgimine poliitilises situatsioonis laiemalt. 2022. aastat peavad analüütikud ebakindluse kasvu aastaks tulenevalt Ukrainas toimuvast sõjategevusest. Isegi kui sõjategevus peaks lõppema Balti regiooni otseselt riivamata, siis mitmed regionaalselt olulised majandusharud jäävad tõenäoliselt pikemaks ajaks uut balanssi otsima. Selleks, et sõjategevuses hävitatut taastada, kindlustab Euroopa Liit suuremahulise abi ning rahalised vahendid, kuid sellest tulenevalt jäävad

need vahendid mujal kasutamata ning lükkavad edasi tavapärase majandustegevuse taastumise sõjast puutumata aladel. (Merko 2001)

3. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE MERKO EHITUS AS NÄITEL

3.1. Merko Ehitus AS väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

3.1.1. Vabad rahavood

Selleks, et alustada ettevõtte väärtuse hindamisega diskonteeritud rahavoogude meetodil, tuleb leida vabad rahavood. Vabade rahavoogude (FCFF) leidmiseks kasutatavad andmed ning tulem ja prognoos kuni aastani 2025 on näha tabelis 1. FCFF arvutamisel on lähtunud autor eelnenud peatükis välja toodud valemit nr 2.

Tabel 1. AS Merko Ehitus FCFF ja prognoos kuni 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Müügitulud, mln €	339,4	351,3	363,6	376,3	389,5
kasv, %	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Brutokasum, mln €	46,8	48,4	50,1	51,9	53,7
EBITDA, mln €	34,8	37,0	39,3	41,8	44,4
kasv, %	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%
Amortisatsioon, mln €	2,59	2,68	2,77	2,87	2,97
% müügituludest	0,76%	0,76%	0,76%	0,76%	0,76%
Tulumaks, mln €	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Investeeringud, mln €	6,5	6,7	6,9	7,1	7,4
% müügituludest	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Mitterahalise käibekapitali kasv	21	0,77	0,77	0,77	0,77
FCFF, mln €	6,0	28,2	30,3	32,6	34,9
PV (FCFF)		26,8	27,3	27,7	28,2

Allikas: Merko Ehitus aastaaruanded, autori arvutused

Selleks, et prognoosida ettevõtte rahavoogude kasvu tulevikus, vaatas autor ettevõtte müügitulu ja puhaskasumi muutust eelneva nelja aasta jooksul. Nagu tabelis 1 näha, siis autor kasutas müügitulude kasvu protsendina 2018-2021 aastate keskmist muutust, milleks oli 3,5%. Amortisatsioonimäär on tulevikus arvestatud protsentuaalselt müügituludest.

Tabel 2. Merko Ehitus AS müügitulu ja puhaskasumi muutused perioodil 2018-2021

	2018	2019	2020	2021	Keskmine muutus
Müügitulu, mln €	418,0	326,8	315,9	339,4	
Muutus, %	+31,6%	-21,8%	-3,3%	+7,4%	+3,5%
Puhaskasum, mln €	19,4	16,5	22,5	29,0	
Muutus, %	+22,8%	-14,9%	+36,4%	+28,9%	+18,3%

Allikas: Merko Ehitus aastaaruanded, autori arvutused

Merko majandusaasta aruandest saab välja lugeda, et majandusaasta aruande koostamise perioodil kehtinud majandusprognosid ennustavad 2022. aastaks majanduse taastumise jätkumist, kuid kasvu modereerumist, tasemetel 3,2-4,5%. Sama-aegselt prognoosivad pangad väga kõrget, 6,0-7,0% vahemikku jäävat tarbijahinnaindeksi kasvu ja jätkuvalt madalat, 4,5-6,6% vahemikku jäävat töötuse määra (Merko 2021).

Autor vaatles ka Eesti üldist SKP reaalkasvu prognoosi 2021-2025 perioodiks. Tabelis 3 on välja toodud SKP reaalkasvu prognoos.

Tabel 3. Majanduskasvu prognoos 2021-2025

	2021	2022	2023	2024	2025	Keskmine
SKP reaalkasv	9,4%	4,0%	2,6%	2,9%	2,8%	4,3%

Allikas: Rahandusministeerium

3.1.2. Kapitali hind

Kapitali hinna arvutamiseks kasutatapse käesolevas töös CAPM mudelit, mis koosneb riskivabast tulumäärast, riigiriski preemiast ja beetakordajaga kaalutud tururiski preemiast. Riskivaba tulumäära leidmiseks kasutatakse Saksamaa 10-aastase riigivõlakirja viimase kümne aasta keskmist tulusust. Eesti riik ei ole korraldanud pikaajalise tähtajaga võlakirja emissioone, mistõttu kasutab Konkurentsiamet riskivaba tulumäärana Saksamaa 10-aastast võlakirja. Saksamaa võlakirja kasutamine on sobiv seetõttu, et tegemist on eurotsooni ühe suurema riigiga ning kuni 01.01.2011 oli ka Eesti krooni kurss seotud Saksa margaga. (Konkurentsiamet 2019)

Saksamaa 10-aastase riigivõlakirja viimase kümne aasta keskmine tulumäär on 0,64% (vt lisa 2).

Saksamaa riigivõlakirja keskmisele tuleb liita Eesti riigiriski preemia. Kuna Eestil puuduvad järelturul kaubeldavad võlakirjad, ei ole otsest kvantitatiivset hinnangut Eesti riigiriskile võimalik anda ning seetõttu lähtutakse riigiriskile hinnangu andmisel reitinguagentuuride (S&P/Moody's), avaldatud riikide krediidireitingutest ning Rahandusministeeriumi soovitusel on võetud eelduseks, et agentuuride poolt väljastatud riigireitingud erinevad maksimaalselt ühe astme võrra Eesti riigireitingust (Konkurentsiamet 2017). Eesti riskireiting Moody's reitinguagentuurile tuginedes on A1. Aswath Damodarani andmebaasist, mida uuendati viimati 5.01.2022, lähtuvalt on Eesti riskireiting seega 0,70% (Damodaran 2022). Eelmainitud andmebaasist saab ka ajaloolise tururiski preemia, mis on Eestis 4,94%.

Selleks, et leida omakapitali hind, tuleb tururiski preemia korrutada beetakordajaga. A. Damodarani andmebaasile „Betas by Sector“ tuginedes on Merko Ehituse tegevusvaldkonna – ehitussektori beeta 1,06 (Damodaran 2022).

Beetakordaja leiame järgmiselt (valem nr 6):

$$\beta_e = 1,06 * \left(0,70 + \frac{111\ 151\ 000}{269\ 394\ 000} \right) = 1,18$$

Omakapitali hinna leiame järgmiselt (valem nr 4):

$$k_e = 0,64 + 0,70 + 1,18 * 4,94 = 7,17\%$$

Võõrkapitali riskipreemia leidmiseks tuleb liita lühiajaliste (11 636 000 €) ja pikaajaliste (41 001 000 €) laenukohustuste summa, mis oli 2021 aasta lõpu seisuga 52 637 000 €.

Võõrkapitali hinna leiame järgmiselt (valem nr 5):

$$k_d = 0,64 + 0,70 = 1,34\%$$

Kapitali kaalutud keskmise hinna ehk WACC-i leiame järgmiselt (valem nr 3):

$$WACC = 7,17\% * \left(\frac{269\ 394\ 000}{380\ 545\ 000} \right) + 1,34\% * \left(\frac{111\ 151\ 000}{380\ 545\ 000} \right) = 5,47\%$$

3.1.3. Terminaalväärtus ning ettevõtte väärtus

Terminaalväärtuse arvutamiseks kasutatakse prognoosiperioodi viimast aastat ehk 2025. aastat (terminaalaasta). Tuleb prognoosida kasvuprotsent, millega ettevõtte oleks suutlik lõputult kasvama. Pikaajalise stabiilse kasvu protsendina kasutab töö autor Eesti pikaajalist SKP kasvu

prognoosi. Rahandusministeeriumi pikaajalise prognoosi (kuni aastani 2070) kohaselt on SKP kasvuks Eestis keskmiselt 1,70% (Rahandusministeerium).

Terminaalväärtuse leiame valemi nr 7 järgi järgmiselt:

$$TV_n = \frac{34\,900\,000 * (1 + 0,017)}{0,0547 - 0,017} = 942 \text{ mln } \text{€}$$

AS Merko Ehitus väärtuse leidmiseks kasutab autor eelnevas peatükis viidatud valemit nr 1:

$$V = \frac{6\,000\,000}{(1+0,0547)^1} + \frac{28\,200\,000}{(1+0,0547)^2} + \frac{30\,300\,000}{(1+0,0547)^3} + \frac{32\,600\,000}{(1+0,0547)^4} + \frac{34\,900\,000}{(1+0,0547)^5} + \frac{942\,000\,000}{(1+0,0547)^6} = 871,6 \text{ mln } \text{€}$$

AS Merko Ehitus väärtuseks diskonteeritud rahavoogude meetodil on 871,6 miljonit eurot.

3.2. Merko Ehitus AS väärtussuhtarvude arvutamine

Antud bakalaureusetöö raames uurimisobjektiks valitud ettevõtte on Merko Ehitus AS ning selle fundamentaalse väärtuse hindamiseks on autor välja arvutanud erinevad enimlevinud väärtussuhtarvud. Merko Ehitus AS tulemust hinnatakse avalikult kättesaadavate andmete põhjal perioodi 2017-2021 kohta. Kvantitatiivses osas võrdleb töö autor Merko Ehitus AS suhtarve Euroopa ehitussektori ettevõtete ja konkurendi Nordecon suhtarvudega. Tabelis 1 on välja toodud arvutusteks olulised andmed leidmaks väärtussuhtarve perioodil 2017-2021.

Tabel 4. Merko Ehitus AS peamised finantsnäidikud suhtarvude arvutamiseks aastatel 2017-2021

Näitaja	Aasta				
	2017	2018	2019	2020	2021
Aksia turuväärtus, €	8,81	9,20	9,38	9,46	15,22
Aksiade arv, tuh tk (aasta lõpp)	17 700	17 700	17 700	17 700	17 700
Kasum aktsia kohta (EPS), €	0,83	1,09	0,92	1,3	1,65
Aasta lõpus sulgemishind, €	8,81	9,20	9,38	9,46	15,22
Ettevõtte maksumus (EV), mln €	136,7	122,9	141,3	119,9	283,1
Ettevõtte netovõlg, mln €	20,0	0,0	0,04	-0,01	58,6
EBITDA, mln €	22,2	21,9	21,9	28,2	34,8
Müügitulu, mln €	317,6	418,0	326,8	315,9	339,4
Omakapital, mln €	134,7	136,3	134,6	157,4	167,0

Allikas: autori koostatud Merko Ehitus AS majandusaasta aruande põhjal

Merko Ehitus AS fundamentaalse väärtuse hindamiseks väärtussuhtarvude meetodil, kasutas töö autor ettevõtte majandusaastaruandeid 2017-2021 aastate kohta. Ülal olevas tabelis 4 on ettevõtte Merko Ehitus AS majandusaasta aruandest välja toodud andmed, mida töö autor kasutas suhtarvude arvutamiseks. Väärtussuhtarvude leidmiseks kasutas autor tabelis 4 olevaid andmeid. Väärtussuhtarvude tulemused Merko Ehitus AS kohta on esitatud tabelis 5.

Tabel 5. Merko Ehitus AS peamised suhtarvud aastatel 2017-2021

Suhtarv	Aasta					2017-2021 keskmine
	2017	2018	2019	2020	2021	
P/E	10,61	8,44	10,20	7,28	9,22	9,15
P/B	1,16	1,19	1,23	1,06	1,61	1,25
P/S	0,49	0,39	0,51	0,53	0,79	0,54
EV/S	0,43	0,29	0,43	0,38	0,83	0,47
EV/EBITDA	6,16	5,61	6,45	4,25	8,13	6,12

Allikas: autori arvutused tabelis 4 toodud andmete põhjal

Selleks, et paremini võrrelda Merko näitajaid, on tabelisse 6 toodud Euroopa ehitusettevõtete keskmised suhtarvud. Nagu töö esimeses osas kirjeldatud, siis kõige parem variant on võrrelda sarnaste ettevõtete samu väärtussuhtarve analüüsitava ettevõtte omadega.

Tabel 6. Euroopa ehitusettevõtete 2017-2020 suhtarvud

Suhtarv	2017	2018	2019	2020	2017-2020 keskmine
P/E	24,35	140,80	16,29	32,16	24,27
P/B	2,11	1,72	2,06	2,03	1,98
P/S	0,55	0,42	0,53	0,52	0,51
EV/S	0,78	0,69	0,82	0,77	0,77
EV/EBITDA	9,04	7,99	9,24	10,25	9,13
Ettevõtete arv	165	147	139	142	148

Allikas: Damodaran andmebaas, autori koostatud

Suhtarvud pärinevad Damodarani (2021) kodulehelt, kuhu lisatakse igal aastal uuendatud andmed. Euroopa ettevõtetest on valimis vaadeldud perioodil olnud keskmiselt 148 ettevõtet.

Parema konteksti loomiseks on töö autor allolevas tabelis 7 kõrvutanud Merko suhtarve Euroopa ehitussektori keskmisega. Keskmiste arvutamise käigus elimineeritakse niiõelda äärmuslikud variandid – aastad, kus näitajad on olnud kas ülimadalad või ülikõrged. Sellest tulenevalt jättis autor välja 2018. aasta P/E suhtarvu väärtuse 140,80.

Tabel 7. Euroopa ehitusettevõtete keskmised suhtarvud võrreldes Merko Ehitus AS sama perioodi suhtarvude keskmisega

Suhtarv	Keskmine väärtus		Erinevus %	Aksia õiglase väärtus
	Euroopa ehitusettevõtted	Merko Ehitus AS		
P/E	24,27	9,15	-62%	24,70
P/B	1,98	1,25	-37%	12,05
P/S	0,51	0,54	+7%	8,16
EV/S	0,77	0,43	-38%	21,30
EV/EBITDA	9,13	5,61	-33%	20,49
Keskmine aktsia õiglase väärtus				17,34

Allikas: Damodaran, Merko majandusaastaaruanne, autori arvutused

Keskmise aktsia õiglase väärtuse arvutamise puhul välistati P/E suhtarv. Euroopa ehitusettevõtete puhul on kasutatud 2017-2020 aasta keskmist ning Merko Ehituse puhul 2017-2021 aasta keskmist, sel põhjusel, et Damodarani lehe viimased andmed on 2020 kohta. Merko aktsia õiglaseks hinnaks kujunes 17,34 eurot.

Tabelis 7 välja toodud ülevaade annab selge pildi, kuidas paigutub Merko Ehitus võrreldes Euroopa teiste ehitusettevõtetega. Tabelisse on autor välja arvutanud 2017-2021 aasta keskmised suhtarvud nii Euroopa sama sektori ettevõtete kui Merko kohta, lähtuvalt eelpool toodud detailsetest andmetest tabelites 5 ja 6. Viimases tulbas on välja toodud Merko aktsia õiglase väärtus lähtuvalt Euroopa ehitusettevõtete ja Merko võrdlusest.

Vaadates suhtarvu P/E, siis Merkol on see lausa 15,12 (62%) võrra madalam. Sellest lähtuvalt ei ole keskmise aktsiahinna arvutuses P/E suhtarvu aktsia õiglast väärtust arvesse võetud.

P/B suhtarv on Euroopa ehitusettevõtete keskmisena 2017-2021 perioodi kohta 1,98, Merkol on see 1,25. Merko P/B on seega 0,73 võrra madalam ehk 37% madalam. Investorite jaoks on huvipakkumad pigem need aktsiad, mille P/B on sama sektori keskmisest väiksem. Perioodi keskmistades saab üldistatult öelda, et võrreldes Euroopa ehitusettevõtetega, on Merko aktsia alahinnatud.

Perioodil 2017-2021 oli P/S Merkol keskmiselt 0,54 ning sektori keskmine oli 0,51. Merko väärtus on 7% kõrgem turuväärtusest ning seega on aktsia turul ülehinnatud.

EV/S näitab ettevõtte müügiipotentsiaali – see tähendab, et kui EV/S on madalam turu keskmisest, siis hinnatakse müügiipotentsiaali väheatraktiivseks. Kõrge tulemi korral usuvad investorid, et ettevõtte müügitulud võivad lähitulevikus pigem kasvavas suunas liikuda. Merkol on EV/S keskmiselt 0,47 ja ehitussektori keskmine on 0,77. Kuna Merko EV/S on madalam kui Euroopa ehitusettevõtete keskmine, siis ei tee see ainult seda suhtarvu vaadates ettevõtte aktsiaid atraktiivseks. EV/EBITDA oli 2017-2021 perioodil Euroopa ehitusettevõtetel keskmiselt 9,13 ning Merkol 6,12 ehk 33% võrra madalam.

3.2 Kokkuvõte Merko Ehitus AS analüüsitulemustest ja arutelu

Merko Ehitus kontserni hinnati diskonteeritud rahavoogude meetodi ja võrdlussuhtarvudel põhinevat meetodit kasutades. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamisel prognoositi ettevõtte tulevikus tekkivad vabad rahavood ja neid mõjutavad tegurid, kapitali kaalutud keskmine hind ja pikaajaline kasvumäär. Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamise tulemusel saadi ettevõtte väärtuseks ca 871,6 miljonit eurot.

Lisaks hindas autor analüüsitava ettevõtet AS Merko Ehitus väärtussuhtarvude meetodil. Arvutati välja järgmiste suhtarvude väärtused: P/B, P/E, EV/EBITDA, P/S ja EV/S. Parema konteksti loomiseks võrdles autor Merko Ehitus AS väärtussuhtarve Euroopa ehitusettevõtete keskmiste näidikutega. Sama sektori ettevõtete andmed pärinevad Damodarani andmekogust, millele on viidatud analüütilises osas. Analüüsitava ettevõtte AS Merko Ehitus finantsandmed on võetud avalikult kättesaadavatest majandusaastaaruannetest. Sama info leiab nii ettevõtte enda kodulehelt kui ka Nasdaq Baltic kodulehelt kuna börsiettevõtte on kohustatud infot rangete tähtaegadega avalikustama.

EV/EBITDA arvutamise puhul jagati ettevõtte turuväärtus EBITDAga. See on hea suhtarv võrdlemaks sama sektori ettevõtteid. Tulenevalt sellest, et EV/EBITDA väärtus on on Merko Ehitusel madalam kui sektori keskmine, ei tee see Merko Ehitust investorite silmis oluliselt atraktiivsemaks ja näitab, et ettevõtte aktsiad on alahinnatud.

EV/S näitab ettevõtte müügiipotentsiaali – kuna Merko Ehitus EV/S oli viimasel vaadeldaval aastal 0,83 (perioodi keskmine 0,47), siis näitab see seda, et investorid võisid uskuda ettevõtte müügitulude ja potentsiaali suurenemisse. Nagu eelpool mainitud, siis kui EV/S on madalam turu keskmisest, siis hinnatakse müügiipotentsiaali väheatraktiivseks. Kõrge tulemi korral usuvad investorid, et ettevõtte müügitulud võivad lähitulevikus pigem kasvavas suunas liikuda. Euroopa ehitussektori keskmine perioodil 2017-2021 oli 0,77. Vaadeldud väärtussuhtarvudest oli keskmistatult kõrgem vaid P/S ning vaid 0,04 võrra (võrreldavatel ettevõtetel oli P/S 0,51 ning Merkol 0,54). Kõik teised suhtarvud jäid Merkol Euroopa ehitusettevõtete keskmisest allapoole. Väärtussuhtarvudele tuginedes leidis autor, et Merko aktsia õiglane hind oleks 17,34 eurot aktsia kohta. Analüüsitulemused on toodud ka tabelisse nr 8.

Tabel 8. AS Merko Ehitus väärtused erinevatel meetoditel

	Tulumeetod	Väärtussuhtarvude meetod	Bilansiline väärtus
Ettevõtte väärtus	871,6	365,5	324,3
Omakapitali väärtus	813,0	306,9	167
Aktsia fundamentaalne väärtus	45,93	17,34	9,44

Allikas: autori arvutused, Merko aastaaruande andmed (Merko 2021)

Eelnevast lähtudes hindab töö autor, et Merko Ehitus AS aktsia on vaadeldaval perioodil olnud pigem alahinnatud kui ülehinnatud. Kui investor näeb suhtarvude pealt alahinnatust, siis tasuks läbi analüüsida ettevõtte väärtus veel erinevatel võimalikel meetoditel, et mitte sattuda sellise aktsia otsa, mille hind tulevikus tõusma ei hakkagi. Töö autor leidis, et AS Merko ehitus väärtus jääb vahemikku 365,5-871,6 miljonit eurot.

KOKKUVÕTE

Käesolevas bakalaureusetöös uuriti börsil noteeritud ettevõtte hindamise meetodeid ning viidi läbi AS Merko Ehitus väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil ja väärtussuhtarvude meetodil. Töö eesmärgi saavutamiseks püstitas autor järgmised ülesanded:

- anda lühiülevaade erinevatest ettevõtete väärtuse hindamise meetoditest;
- selgitada diskonteeritud rahavoogude meetodi ja väärtussuhtarvude meetodi arvutuspõhimõtteid ja valemeid;
- anda ülevaade analüüsitavast ettevõttest;
- analüüsida leitud väärtussuhtarve ja võrrelda suhtarve sektori keskmiste suhtarvudega.

Eesmärgi saavutamiseks tutvustati töö esimeses osas ettevõtte hindamismeetodite teoreetilist poolt. Kvantitatiivseks analüüsimeetodiks valis töö autor diskonteeritud rahavoogude ning väärtussuhtarvude meetodi. Peamiste allikatena kasutas autor inglisekeelseid raamatuid ja teadusartikleid. Töö teises osas tutvustati uuritavat ettevõtet – AS Merko Ehitus – ning seletati lähemalt arvutusloogikaid. Väärtussuhtarvude analüüsimisel kasutatakse erinevaid suhtarve. Eelduseks selle meetodi puhul on see, et võrreldavad ettevõtted tegutsevad samas sektoris. Andmed suhtarvude leidmiseks sai töö autor AS Merko Ehitus majandusaasta aruandest. Tulenevalt sellest, et väärtussuhtarvude rakendamine on üheselt mõistetav ning arvutusloogikates suurt keerukust ei leidu, sobivad need väga hästi hindamiseks erinevate börsiettevõtete puhul.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamisel prognoositi ettevõtte tulevikus tekkivad vabad rahavood ja neid mõjutavad tegurid, kapitali kaalutud keskmine hind ja pikaajaline kasvumäär. Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamise tulemusel saadi ettevõtte väärtuseks ca 871,6 miljonit eurotehk aktsia fundamentaalseks väärtuseks 45,93 eurot. Väärtussuhtarvudele tuginedes leidis autor, et Merko aktsia õiglane hind oleks 17,34 eurot aktsia kohta ning sellest tulenevalt oleks ettevõtte väärtus 365,5 miljonit eurot.

Töö autor leidis, et analüüsitavatele väärtussuhtarvudele tuginedes on Merko Ehitus AS aktsia alahinnatud. Alahinnatud aktsia puhul ei saa eeldada koheselt, et aktsia hind on tulevikus palju kõrgem. Oluline on hinnata ettevõtte õiglast väärtust võimalikult adekvaatselt, mitte lihtsalt teha otsust ühe suhtarvu pealt, mis näitab alahinnatust. Aktsiahinna õiglaseks väärtuseks

väärtussuhtarvude põhjal tuli 17,34 eurot. Sellest tulenevalt, et DCF meetodiga leitud ettevõtte väärtus ning väärtussuhtarvude põhjal leitud ettevõtte väärtus on teineteisest erinevad, oleks töö autori ettepanek tulevikus uurida vabade rahavoogude detailsemat prognoosimist, sest rahavoogude prognoosil on DCF meetodi tulemis üks suurimaid rolle.

Koroonast tulenevad mõjud ja tarneraskused, Ukraina sõda ja sellega koos alanud majandussõda ei jäta puutumata ka ehitus- ja kinnisvara arenduse valdkonda ega seeläbi ka Merkot. Positiivsetest majandustulemustest võib aga eeldada, et ettevõtte saab edukalt hakkama ka kriisisituatsioonides ning püsib atraktiivse ettevõttena kogu ühiskonna silmis.

SUMMARY

VALUATION OF STOCK EXCHANGE COMPANY MERKO EHITUS AS

Ingrid Maarja Moor

In this bachelor's thesis, the valuation methods of a listed company were studied and the valuation analysis of Merko Ehitus AS was performed using DCF method and the basis value ratio method. The aim of the work was to give a brief overview of different methods of valuing companies, to explain the principles and formulas of calculating ratios, to give an overview of the analyzed company, analyze the ratios found and to compare them.

In order to achieve the goal, the theoretical part of the company's valuation methods was introduced in the first part of the work. The author chose the method of discounted cash flows and value ratios as the method of quantitative analysis. The author used English books and research articles as the main sources. In the second part of the work, the researched company - AS Merko Ehitus - was introduced and the calculation logic was explained in more detail. Different ratios are used to analyze the value ratios. The assumption for this method is that comparable companies operate in the same sector. The data for finding the ratios were obtained by the author of the work from the annual report of AS Merko Ehitus. Due to the fact that the application of value ratios is unambiguous and there is not much complexity in the calculation logic, they are very well suited for valuation for different listed companies.

The author of the work found that the share of Merko Ehitus AS is undervalued based on the analyzed value ratios. In the case of an undervalued share, it cannot be immediately assumed that the share price will be much higher in the future. It is important to assess the fair value of a company as adequately as possible, and not simply to judge a single ratio that indicates an undervaluation. The fair value of the share price based on value ratios was 14.08 euros.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Anderson, P. L., Geckil, I. K., Funari, N. (2007). The Three Essential Factors in Estimating Business Value or Commercial Damages
- Merko Ehitus AS. (2021). AS Merko Ehitus 2021. a majandusaasta konsolideeritud aruanne. (2021 a). Tallinn: AS Merko Ehitus
- Bhojraj, S., Lee C. (2001). Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms. *Journal of Accounting Research*, Vol 40 No 2, 407-439
- Corporate Finance Institute. (2021). EV/EBIDA formula.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/ev-ebitda/>
- Corporate Finance Institute. (2021). DCF formula. Kättesaadav:
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/dcf-formula-guide/>, 26.04.2021
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*, 3rd edition, USA: John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
- Damodaran, A. (2005). *Valuation Approaches and Metrics*. Holland: Now Publishers, Inc.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Tehniques for Determing the Value of Any Asset*, 2nd edition. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2022) Country default spreads and risk premiums. Kättesaadav:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, 03.05.2022
- Damodaran, A. (2022) Betas by sector. Kättesaadav:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html, 03.02.2022
- Euroopa ehitussektori ettevõtete väärtussuhtarvud Damodarani kodulehelt
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>, 01.05.2022
- Fernandez, P. (2001). *Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach their Conclusions?* IESE Business School.
- Fernandez, P. (2007a). *Company Valuations Methods. The Most Common Errors In Valuations.* - IESE Working Paper No 449
- Fernandez, P. (2015a). *Valuation Using Multiples. How Do Analysts Reach Their - Conclusions? - Social Science Research Network.* Spain: IESE Business School, University of Navarra.

- Henschke, S., Homburg, C. (2009). Equity Valuation Using Multiples: Controlling for Differences Between Firms. – SSRN paper
- Hitchner, J. R. (2014). Financial Valuation: Applications and Models. John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- Hitchner, J. R. (2017). Financial Valuation: Applications and Models. Wiley Finance Series: 4th Edition.
- Investeerimise teejuht. (2007). / Toimetaja Nurga, A. Tallinn: AS Äripäev.
- Investopedia. (2021). Discounted Cash Flow (DCF). Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp>, 12.04.2021
- Investopedia. (2021). P/S ratio. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-salesratio.asp>, 12.04.2021
- Konkurentsiamet. (2019). „Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks“. Kättesaadav: https://www.konkurentsiamet.ee/sites/default/files/juhend_kaalutud_keskmise_kapitali_hinna_ar.pdf, 04.05.2022
- Minjina, D. I. (2009). Relative Performance of Valuation Using Multiples. Empirical Evidence on Bucharest Stock Exchange. – The Review of Finance and Banking. Vol. 01., pp. 35-53.
- Morgan Stanley. (2006). Valuation, Capital Budgeting and value-based Management. Journal of Applied Corporate Finance. A Morgan Stanley Publication, number 2, 2.
- Nasdaq Baltic. (2021). Merko Ehitus. Kättesaadav: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/instrument/EE3100098328/trading>, 01.05.2022
- Penman, S.H. (2006). Handling Valuation Models. Journal of Applied Corporate Finance. Morgan Stanley, vol. 18, 49-51.
- Penman, S.H. (2004). Financial Statement Analysis and Security Valuation, 2nd edition. New York: McGraw-Hill.
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D. (2010). Equity Asset Valuation. 2nd edition. John Wiley & Sons, New Jersey.
- PricewaterhouseCoopers, 2021. „Kui palju on teie firma väärt – kuidas käib ettevõtte väärtuse hindamine“. Kättesaadav: <https://www.pwc.com/ee/et/press/artiklid/kui-palju-on-teie-firma-vaeraert--kuidas-kaeib-ettevotte-vaeaertu.html>, 01.02.2022
- Rahandusministeeriumi prognoos (2022). „SKP reaalkasv“. Kättesaadav: <https://www.rahandusministeerium.ee/et/riigieelarve-ja-majandus/majandusprognoosid>, 29.04.2022
- Saario, S. (2016). Kuidas ma investeerin börsiaktiatesse. Tallinn: AS Äripäev.

- Schmidlin, N. (2014). *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis: A Value Investor's Guide with Real-life Case Studies*. John Wiley & Sons, Incorporated, New Jersey
- Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An empirical investigation*. Wiesbaden, Deutscher Universitätsverlag.
- Steiger, F. (2008). *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*. (Seminar paper). European Business School.
- Villu Zirnask, *Finantsaabits: rahaasjade korraldamise käsiraamat, 2011* Finantsinspektsioon, NASDAQ OMX Tallinn AS, Printon trükk.
- Väärtpaperite teejuht (2008). / Toimetaja Zirnask, V. Tallina Raamatutrükikoda. Tallinn: AS Tallinna Börs, Eesti Päevalehe AS.

LISAD

Lisa 1. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Ingrid Maarja Moor

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Börsiettevõtte AS Merko Ehitus väärtuse hindamine“,

mille juhendaja on Ilzija Ahmet,

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.

12.05.2022

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 loomingu tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtjaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. ja 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.

Lisa 2. Saksamaa 10 aastase võlakirja tulumäärad

Aeg	Võlakirja kasvumäär, %
2011-01-01	3,14
2011-04-01	3,10
2011-07-01	2,26
2011-10-01	1,93
2012-01-01	1,83
2012-04-01	1,42
2012-07-01	1,36
2012-10-01	1,37
2013-01-01	1,47
2013-04-01	1,34
2013-07-01	1,73
2013-10-01	1,75
2014-01-01	1,61
2014-04-01	1,35
2014-07-01	1,00
2014-10-01	0,70
2015-01-01	0,31
2015-04-01	0,49
2015-07-01	0,66
2015-10-01	0,53
2016-01-01	0,26
2016-04-01	0,08
2016-07-01	-0,12
2016-10-01	0,15
2017-01-01	0,29
2017-04-01	0,27
2017-07-01	0,38
2017-10-01	0,33
2018-01-01	0,55
2018-04-01	0,42

2018-07-01	0,31
2018-10-01	0,30
2019-01-01	0,07
2019-04-01	-0,16
2019-07-01	-0,54
2019-10-01	-0,37
2020-01-01	-0,44
2020-04-01	-0,47
2020-07-01	-0,52
2020-10-01	-0,61
2021-01-01	-0,46
2021-04-01	-0,28
2021-07-01	-0,45
2021-10-01	-0,30
Kümne aasta keskmine	0,64