

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Kaspar Männik

**BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE  
AKTSIASELTS TALLINNA VESI NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava Ärindus, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD

Tallinn 2023

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele selle koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks.

Töö pikkuseks on 7893 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Kaspar Männik 11.05.2023.....

(kuupäev)

## SISUKORD

ABSTRAKT .....	4
SISSEJUHATUS .....	5
1. ETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED .....	7
1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise olemus ja eesmärk .....	7
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod .....	10
1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod .....	13
2. AS TALLINNA VESI KIRJELDUS JA NÄITAJAD .....	19
2.1. AS Tallinna Vesi tutvustus .....	19
2.2. AS Tallinna Vesi finants- ja turunäitajad .....	20
3. AS TALLINNA VESI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE .....	26
3.1. AS Tallinna Vesi väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil .....	26
3.2. AS Tallinna Vesi väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil .....	32
3.3. Tulemuste hindamine .....	33
KOKKUVÕTE .....	35
SUMMARY .....	37
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....	39
LISAD .....	42
Lisa 1. AS Tallinna Vesi konsolideeritud kasumiaruanne 2015-2022 .....	42
Lisa 2. AS Tallinna Vesi konsolideeritud bilanss 2015-2022 .....	43
Lisa 3. Watercom OÜ finantsnäitajad 2015-2021 .....	45
Lisa 4. Lihtlitsents .....	46

## ABSTRAKT

Töö eesmärgiks on leida ettevõtte AS Tallinna Vesi õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodil. Andmed ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks on saadud aastatel 2015-2022 avalikustatud aruannetest.

Töö eesmärgi kohaselt on püstitatud neli uurimisküsimust:

- Mis on AS Tallinna Vesi õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Mis on AS Tallinna Vesi õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Kui suur on erinevus eelneva kahe meetodi tulemuste vahel?
- Kui suured on kasutusele võetud meetodite tulemuste erinevused AS Tallinna Vesi tegelikust turuhinnast?

Diskonteeritud rahavoogude meetod põhineb detailse prognoosi koostamisel, kus prognoos koostatakse iga perioodi kohta igale rahavoole genereerivale finantsallikale. Diskonteerimismäärana kasutab autor AS Tallinna Vesi kaalutud keskmist kapitali hinda. Ettevõtte viimase aasta analüüsimiseks rakendatakse terminaalkväärtust. Võrreldavate suhtarvude meetodi läbiviimisel hinnatakse ettevõtte erinevate suhtarvude väärtust teiste samas sektoris tegutsevate ettevõtete suhtarvudega. Antud töös on valitud ettevõteteks Ameerika Ühendriikides ja Inglismaal tegutsevad firmad nimedega Consolidated Water Co. Ltd., Artesian Resources Corporation, American Water Works Company Inc., Essential Utilities Inc., Pentair plc. Analüüsi teostamiseks on kasutatud P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA suhtarve.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi läbiviimisel sai autor ettevõtte väärtuseks 260 556 373 eurot, ning selle kaudu kujunes aktsia hinnas 13,03 eurot. Võrreldavate suhtarvude puhul kujunes aktsia hinnaks 13,61 eurot. Kahe meetodi keskmise leidmisel on aktsia hind 13,32 eurot. Võrreldes kahest meetodist tulenevat keskmist aktsia hinda 17.04.2023 seisuga tuleb välja, et AS Tallinna Vesi aktsia on alahinnatud 0,72 senti võrra.

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

## SISSEJUHATUS

Tehnoloogia arenedes tekib inimestel aina rohkem võimalusi võtta osa tegevustest, mida neil varem oli väga raske, kui mitte peaaegu võimatu teha. Enne interneti ja nutitelefone oli ligipääs börsiturule liiga suureks vaevaks tavainimesele, kuid tänu kaasaegsele tehnoloogiale on informatsioon aktsia hindade kohta ja võimalus tehingute teostamiseks mõne liigutuse kaugusel. Selliste mugavuste tõttu on investeerimine muutunud viimasel ajal suureks huvipunktiks paljudele, kes soovivad oma raha säästa, aga ei taha, et see aja jooksul väärtust kaotaks.

Kuigi uute investorite suure sissevooluga börsiturg on aktiivsem kui kunagi varem, siis paljud uued aktsiatega kauplejad ei oma teadmisi ega kogemusi aktsiate hinna kujundamisest ja muudest teguritest, mis määravad, kas on oodata kasumit või kahjumit. Suur hulk uusi investoreid ei hinda investeeritud aktsia õiglast väärtust, vaid lähtuvad pigem emotsionaalsetele otsustele või sellele, mida meedias kuulsid. Selleks, et peatada olukord, kus aktsiaturul on suur hulk tehingutest ebakindla otsuse järgi tehtud, on oluline, et investorid omandaksid teadmisi aktsiate kauplemise kohta ja õpiksid, kuidas hinnata aktsia õiglast väärtust.

Ülal mainitud faktorite tõttu on koostatud järgnev lõputöö teemal börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS Tallinna Vesi näitel. Ettevõtte valikul sai määravaks autori eelnev kogemus antud ettevõttega seoses tööülesannete täitmisega. Lisaks on ka valikut põhjendanud asjaolu, et kuna investeerimine on muutumas kättesaadavamaks ja paljude pilkude alla sattunud, siis selline ettevõtte nagu Tallinna Vesi võib pakkuda huvi mitmetele alustavatele investeerijatele.

Antud töö eesmärgiks on hinnata ettevõtte AS Tallinna Vesi väärtust kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodeid. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kaudu on võimalik leida firma tuleviku väärtus oodatava vaba rahavoo firmale (FCFF) ja vaba rahavoo omanikele diskonteerimise kaudu (FCFE). Selle jaoks kasutatakse diskonteerimismäärana ettevõtte kaalutud keskmise kapitali hinda FCFF mudeli. Võrreldavate suhtarvude meetodite puhul tugineb vara väärtus sarnaste varade hinnakujundusele. Enom levinud tulevikku vaatavad suhtarvud, mida ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatakse on näiteks: P/E,

P/B, EV/EBITDA, EV/Sales. Bernstrom (2014) leiab, et võrrelda saab ka erinevaid näitajaid peale suhtarvude. Võrdluse alla võivad sattuda ka hinnaga seotud näitajad, nagu maksumuse ja müükide suhe, sisse tulevad tulud, töötajate arv ja muud.

Eelnevalt nimetatud eesmärgi põhjal otsitakse vastuseid järgnevatele uurimisküsimustele:

- Mis on AS Tallinna Vesi õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Mis on AS Tallinna Vesi õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Kui suur on erinevus eelneva kahe meetodi tulemuste vahel?
- Kui suured on kasutusele võetud meetodite tulemuste erinevused AS Tallinna Vesi tegelikust turuhinnast?

Bakalaureusetöö põhisisu on jaotatud kolme peatüki vahel. Esimene peatükk keskendub ettevõtte õiglase väärtuse hindamise teoreetilistele alustele. Selles peatükis antakse kirjeldus erinevatele hindamismeetoditele lähtudes valdkonna ekspertide poolt avalikustatud raamatutele ja artiklitele ning selgitatakse, kuidas nende rakendamine välja näeb. Peamised autorid kelle teostele lähtutakse on Aswath Damodaran, Pablo Fernandez ja David Larrabee.

Teine peatükk annab selgema ülevaate ettevõttest AS Tallinna Vesi, kus kirjeldatakse ettevõtte peamist tegevusvaldkonda ja turgu. Lisaks viiakse ettevõtte kohta läbi finantsanalüüs, kus tuuakse välja ettevõtte finantsnäitajad ja nende muutus üle aja mille järgi koostatakse ka analüüs näitajate põhjal. Andmeid on kätte saadavad AS Tallinna Vesi kodulehelt, kust on võimalik saada ligipääs auditeeritud majandusaasta aruannetele ja kvartaalselt esitatud majandustulemustele alates aastast 2015. AS Tallinna Vesi tütarettevõtte Watercom OÜ tulemuslikkus mängib ka rolli antud töös. Tütarettevõtte andmed on saadud E-äriregistrist, mis on Eesti riigi poolt koostatud ametlik veebisait, mille kaudu on võimalik vaadata kõiki Eestisse registreeritud juriidiliste isikute andmeid. (e-äriregister, n.d.)

Kolmandas peatükis võetakse kasutusele eelnevates peatükkides omandatud informatsioon ja teadmised, ning viiakse läbi ettevõtte väärtuse hindamise analüüs kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit ning võrreldavate suhtarvude meetodit. Saadud tulemusi hinnatakse ja võrreldakse omavahel.

# **1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED**

## **1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise olemus ja eesmärk**

Iga vara maailmas, kaasa arvatud ka finantsvarad, omab mingisugust väärtust. Eduka varade investeerimise ja juhtimise aluseks ei seisne ainult väärtuse tuvastamises, vaid sõltub ka mõistmisest millest väärtus tuleneb. Igat varatüüpi on võimalik hinnata, kuid mõned varad on lihtsamini hinnatavad kui teised ja hindamise detailsus varieerub erinevate varatüüpide puhul. (Damodaran, 2012, lk 20)

Väärtuse hindamine on oluline asjaolu tõttu, et see määrab aluse otsuste tegemiseks, kui aktsionärid kauplevad suurte rahahulkadega (Thomas & Gup, 2009, lk 17). Sellest sõltumata on ka oluline et investeerimisega alustav inimene mõistaks ettevõtte väärtuse hindamise põhitõdesid, kuna seda sorti aktsionäride jaoks võib ka paarsada eurot maksev aktsia olla suur rahahulk, millest nad loodavad kasu saada.

Ettevõtte väärtuse hindamist rakendatakse mitmesugustel eesmärkidel. Seda kasutatakse näiteks ettevõtte ostmis- ja müügitgevustes, mille läbiviimisel saab ostja info selle kohta, mis on kõige kõrgem hind millega osta ja müüjale annab ettevõtteväärtuse hindamise läbiviimine infot selle kohta, mis on kõige madalam hind millega ta peaks olema valmis müüma. Hindamist kasutatakse ka väärtuse võrdlemiseks erinevate börsil noteeritud ettevõtete vahel, kuna see annab aktsionäriale infot selle kohta, et kas oleks mõistlik aktsiat osta, müüa või hoida. Erinevate ettevõtete väärtuse hindamist rakendatakse selleks, et otsustada millistele aktsiatele väärtipaperi portfelli koostamisel keskenduma peaks. Erinevate ettevõtete väärtuse hindamisel on ka võimalik teha võrdlust erinevate ettevõtete vahel. Avalike pakkumiste korral ettevõtte väärtuse hindamise kaudu põhjendatakse aktsia hinda, millega aktsiaid avalikkusele pakkuma hakatakse. Ettevõtte väärtuse hindamist kasutatakse, et võrrelda ettevõtte aktsia väärtust teiste varade väärtusega. Väärtuse juhtide tuvastamiseks on väärtuse hindamisel oluline roll, selle kaudu on võimalik tuvastada ja kihistuda peamiseid väärtuse juhte. Lisaks on sellel oluline samm, mida teostatakse enne otsuse

läbiviimist ettevõtetes, mille põhjal otsustatakse kas äritegevus jätkub, firma müüakse, ühendatakse, laiendatakse või ostetakse teisi ettevõtteid juurde. (Fernandez, 2007, lk 3)

Ettevõtte finantsanalüüs on protsess, mille jooksul valitakse, hinnatakse ja tõlgendatakse finantsandmeid koos muu asjakohase teabega, et oleks võimalik koostada hinnang ettevõtte finantsseisundist ja tulemuslikkusest hetkeseisuga ja tulevastel perioodidel. Finantsanalüüsi saab kasutada selleks et hinnata ettevõtte tegevuse efektiivsust, nende võimekust juhtida kulusid, määratleda krediitpoliitika efektiivsust ja hinnata krediitdivõimekust. (Clayman *et al.*, 2012, lk 347)

Ettevõtte väärtuse hindamisel saab analüütik vajalikud andmed mitmest erinevast kohast, peamine allikas selle jaoks on hindamiseks valitud ettevõtte enda kaudu läbi majandusaasta aruannete ja kvartaalsete vahearuannete. Majandusaasta aruanne koosneb kasumiaruandest, bilansiaruandest, rahavoogude aruandest, omakapitali aruandest, lisadest nendele aruannetele ja juhtkonna analüüsist. (Ibid., lk 347)

Kuigi teoorias on ettevõtte õiglast turuväärtust võimalik hinnata tehingu läbiviimisega siis praktika erineb teoriast ja on olemas mõned üldisel aktsepteeritud meetodid ettevõtte väärtuse hindamiseks (Janiszewski, 2012, lk 81). Antud töös lähtub autor Pablo Fernandezest koostatud tööle, et tuua välja erinevad ettevõtte väärtuse hindamise meetodid (vt tabel 1).

Tabel 1. Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatavad meetodid

<b>Bilansil põhinevad meetodid</b>	<b>Kasumiaruandel põhinevad meetodid</b>	<b>Kombineeritud meetodid (põhinevad firmaväärtusele ehk <i>goodwill</i>)</b>	<b>DCF põhjal koostatud meetodid</b>	<b>Väärtust loovad meetodid</b>	<b>Opsioonidel põhinevad meetodid</b>
raamatu-pidamislik väärtus korrigeeritud bilansiline väärtus likvideerimisväärtus	suhtarvud hinna ja kasumi suhe müügitulu hind/EBITDA teised suhtarvud	klassikaline meetodika Euroopa Raamatu-pidamise Ekspertide Liidu meetod lühendatud sissetuleku meetod	Omakapitali rahavoog dividendid vaba rahavoog kapitali rahavoog APV	EVA Majanduslik kasum raha lisaväärtus CFROI	Black-Scholesi mudel investeeringute meetod projekti laienemise meetod



sisuline väärtus		teised meetodid			investee- ringu edasi- lükkamise meetod  Alternatii- vsete kasutuste meetod
---------------------	--	-----------------	--	--	--

Allikas: Fernandez (2007)

Damodaran jaotab hindamismeetodid kaheks: sisemised ja suhtelised. Sisemiste hindamismeetodite korral alustatakse vara sisemise väärtuse kindlaks määramisega selle eluea jooksul eeldatavate genereeritavate rahavoogude ja investori kindluses nendes rahavoogudes alusel. Kuigi tuleks peamiselt tugienda sisemisele hindamisele, siis hinnatakse enamikku varasid suhtelisuse alusel. Suhtelise hindamise korral hinnatakse varasid selle järgi kuidas turul on sarnaseid varasid hinnatud. Kuigi mõlema hindamise viisi jälgijatel on hindajaid, kes väidavad et teine meetod on alusetu siis kuldtee on olemas kahe meetodi vahel. Sisemine hindamise meetod annab parema ülevaate sellest, mis on hinnatava ettevõtte või aktsia väärtuse aluseks, kuid on olukordi kus suhteline hindamine annab ettevõtte väärtuse kohta täpsema hinnangu. (Damodaran, 2011, lk 18-19)

Traditsiooniline investeringute analüüsimise lähenemist kutsutakse fundamentaalseks analüüsiks, ehk „ülalt-alla“ analüüsiks. Analüüsi põhiidee peale ettevõtte valimist on määrata, mis on firmat mõjutavad peamised faktorid mis võivad manipuleerida ettevõtte edukust praegu ja tulevikus. Nendeks teguriteks võivad olla näiteks: majanduse ilme analüüsi ajal, seadusandlus, ettevõtte sektori hetkeseisund, demograafia ja muud mõju tegurid mis võivad olulist rolli mängida ettevõtte kasvu potentsiaali oletamisel. Seejärel uuritakse ettevõtet ja leitakse selle võimalik sisemine väärtus. Sisemine väärtus on väärtpaberi teoreetiline väärtus, mis võib erineda turuväärtusest antud momendil. (Thomas & Gup, 2009, lk 2)

Ettevõtte väärtuse hindamiseks on kolm lähenemisviisi. Esimeseks oleks diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF) mis seob vara väärtuse eeldatavate tuleviku rahavoogude nüüdisväärtusega. Teine meetod on suhtelise väärtus ehindamine, mis oletab vara väärtuse analüüsides sellega võrreldavate varade väärtust. Selleks et leida missugune muu vara on võrreldav

ettevõtte varaga uuritakse erinevaid muutuvväärtuseid nagu tulu, rahavood, bilansiline väärtus või müügid. Viimane meetod, tingimusliku nõude hindamine, kasutab optsoonide hindamise mudeleid selle eesmärgiga et hinnata varasid, mis omavad optsoonidega sarnaseid omadusi. (Damodaran, 2012, lk 11)

## **1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod**

Finantsteooria järgi öeldakse, et tegevust jätkuva ettevõtte õiglase turuväärtus on võrdne selle oodatavate rahavoogude nüüdisväärtusega. Sellist kontseptsiooni kutsutakse diskonteeritud rahavoogude (DCF) meetodiks. Kuigi DCF meetodi lähenemine on petlikult lihtne teoreetiliselt on selle praktiline rakendamine üpriski kompleksne ja üsna subjektiivne. See meetod nõuab et analüüsi läbiviija rakendab hoolsust rahavoogude, diskontomäärade ja terminaalväärtuse hindamisel. (Larrabee & Voss, 2012, lk 105)

Diskonteeritud rahavoogude meetod põhineb detailse ja hoolika prognoosi koostamisele iga perioodi kohta iga rahavoogu genereeriva finantsallikaga. Näited sellest on müükide saamine, töötajad, toormaterjalid, administratiivkulutused ja muud. Rahavoogude diskonteerimisel väärtuse leidmiseks on nõutud sobiva diskontomäära leidmine iga rahavoo tüüpi jaoks. See on kõige olulisem samm diskonteeritud rahavoogude meetodiga väärtuse leidmisel, mis võtab arvesse riski, ja ajaloolisi võnkumisi hindades. Praktikas on reaalsem olukord selline, kus madalaim diskontomäär on ära määratud ettevõttest huvitatud isikute poolt, kuna ostjad ja müüjad ei ole valmis investeerima või müüma madalama hinna eest kui nemad loodavad saada. (Fernandez, 2007, lk 12)

Ettevõtte rahavood on tuletatud finantsprognoosidest. Diskonteeritud rahavoogude arvutamiseks on kaks varianti – vabad rahavood ettevõttele (FCFF) ja vabad rahavood omakapitalilt (FCFE). Sõltuvalt sellest kumba varianti kasutatakse võib diskontomääraks olla kas kapitali maksumus või omakapitali maksumus. (Janiszewski, 2012, lk 82)

Viies läbi ettevõtete väärtuse hindamist on nüüdipuhasväärtuse arvutamise aluseks olev rahavoog tüüpiliselt FCFF meetod. Sellisel meetodil leitud rahavoog ei ole mõjutatud intressimäärade ja dividendide poolt, kuid on mõjutatud maksumäärast. Seetõttu peab diskontomäär kajastama võla ja omakapitali rahastamise kaalutud kapitalikulu pärast makse. Oletatava rahavoo diskonteerimine sobiva kaalutud keskmise kapitalihinnaga annab ettevõtte väärtuse käibekapitali turuväärtuse või

investeeritud kapitali turuväärtuse näol. Selle jaoks et leida ettevõtte aktsiate väärtuse, näiteks omakapitali väärtuse, tuleb ettevõtte väärtust korrigeerida netovõla olekuga hindamiskuupäeval. Näiteks lahutades ettevõtte väärtusest finantskohustused. (Bernstrom, 2014, lk 17-18)

Antud töö käigus lähtub autor FCFF metoodikast ettevõtte väärtuse leidmiseks.

Ettevõtte vaba rahavoogu on võimalik arvutada järgneva valemiga (Damodaran, 2001, lk 770):

$$\text{Ettevõtte vabarahavoog (FCFF)} = \text{EBIT} \times (1 - \text{tulumaksumäär}) - (\text{kapitalikulutused} - \text{amortisatsioon}) - \text{käibekapitali muutus} \quad (1)$$

Teine DCF meetod, FCFE, näitab mis on ettevõtte rahavoogude jääkseis kui on täidetud kõik finantskohustused, kaasa arvatud võla maksed, kapitalikulutused ja käibekapitali nõuded (Janiszewski, 2012, lk 87). FCFE mudeliga arvutamiseks on vaja läbi viia järgmised sammud (Vlaovic-Begovic *et al.*, 2013, lk 2):

- Hinnang vaba rahavoo liikumisele omakapitali;
- Diskontomäära arvutus (omakapitali tootlus);
- Projekteeritud rahavoogude diskonteerimine;
- Kasvumäära leidmine;
- Ettevõtte jääkväärtuse kalkuleerimine;
- Ettevõtte jääkväärtuse diskonteerimine;
- Rahavoogude ja jääkväärtuse nüüdisväärtuste kokku liitmine et leida omakapitali väärtus.

Rahavoogude leidmiseks kasutatavat diskontomäära kutsutakse kaalutud keskmiseks kapitalikululuks (WACC). See määr nõuab kahte parameetrit, riskivaba määr ehk eeldatav tulu mida saab pidada riskivabaks ja ettevõtte riski preemiumit mida kutsutakse ka ettevõtte beetaks. (Vayas-Ortega *et al.*, 2020, lk 3)

WACC on leitav järgmise valemi rakendamisel:

$$WACC = \frac{D}{D + E} r_d + \frac{E}{D + E} r_e \quad (2)$$

kus

D- koguvõlg ettevõttes,  
r<sub>d</sub>- laenukapitali hind,  
t- rakendatav tulumaksumäär,  
E- Ettevõtte omakapital,  
r<sub>e</sub>- omakapitali hind.

Ettevõtte omakapitali hinna leidmiseks on loodud mudel nimega põhivara hinnakujundusmudel (CAPM). CAPM-i kaudu leitakse tootlust, mida investorid tahavad saada et kanda investeerimisega kaasnevat riski. Nõutav tootlust mida soositakse omandada on ettevõtte omakapitali tootlus (ROE), mis on ka võrdne ettevõtte omakapitali hinnaga. Rakendades CAPM mudelit on võimalik leida omakapitali hinda järgneva valemiga (Steiger, 2010, lk 11):

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (3)$$

kus

$k_e$ - ettevõtte omakapitali hind,

$r_f$ - riskivaba tulumäär,

$\beta$ - beetakordaja,

$R_m$ - oodatav keskmine tootlus turul,

$(R_m - R_f)$ - turu riskipreemia.

Riskivaba intressimääraks loetakse tootlus mida saadakse riigivõlakirjadelt (Steiger, 2010, lk 11). Kuna Eesti riik ei paku avalikul turul kaubeldavaid pikaajalisi võlakirju, siis antud töös kasutatakse tulumääraks Saksamaa 10-aastast võlakirja. Selle põhjuseks on asjaolu, et Saksamaa on üks suurim eurotsooni riik ning 10-aastane võlakiri on oma iseloomult aktsiaga sarnasem kui võlakiri mis on ühe aastase tähtajaga (Konkurentsiamet, 2016).

Kuna ettevõtte hindamise protsessis ei toimetata suletud süsteemis, siis igale ettevõttele rakendub tururisk ja on vaja hinnata kui õrn on antud ettevõtte muutustele turuliikumistes. Selle muutuse mõõtmiseks on olemas näitaja beetakordaja ( $\beta$ ). Aktsiad, millel on beetakordaja suurem kui on sellist sorti väärtpaber mille muutused on peamised mõjutajad aktsiaturul, kuid aktsiad mille mille beetakordaja on nulli ja ühe vahemikus on sellist liiki aktsiad mis liiguvad kaasa turumuutustega. (Brealey, 2016, lk 181)

Avalikult kaubeldavadel aktsiatel on teoorias lõputu eluiga. Kuna on võimatu anda hinnang igavesti kestvadel rahavoogudel siis aktsia hindamisel kehtestatakse sulgemishetk rahavoogudel. Seda tehakse sellisel viisil, kus peatatakse rahavoogude arvutus mingil hetkel tulevikus, mille järel arvutatakse terminaalkärtus, mis kajastab kõiki rahavooge mis jäävad lõpphetkest kaugemale. Terminaalkärtuse leidmiseks on olemas mitmeid meetodeid. Kõige järjekindlam on meetodika, mis oletab et rahavood peale terminaalaastat kasvavad ühtlase kiirusega igavesti. Terminaalkärtuse valem antud meetodi jaoks on järgmine (Damodaran, 2001, lk 761):

$$TV_n = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_n - g_n)} \quad (4)$$

kus

TV- terminaalkväärtus,

n- terminaalkperioodi esimene aasta,

FCFF- vaba rahavoog ettevõttele,

WACC- diskontomäär,

g- stabiilne kasvumäär.

Kui on leitud hinnatava ettevõtte rahavoogude nüüdispuhasväärtus NPV ja terminaalaasta TV, siis TV diskonteeritakse rahavoogude NPV järgi. Mõlemad nüüdispuhasväärtuse summad liidetakse kokku, mis annab tulemuseks ettevõtte oma väärtuse või ettevõtte omakapitali väärtuse, sõltuvalt sellest kas arvutus baseerub FCFF või FCFE rakendamisel. Tihtipeale ettevõtte väärtuse arvutamiseks rakendatakse erinevaid finantsvõimenduse tasemeid, et leida optimaalne rahastamisstruktuur. Leitud ettevõtte väärtust võib kasutada lisa analüüsiks. Näiteks on võimalik omakapitali väärtust jagada ringluses olevate aktsiate arvuga, et leida börsiettevõtte jaoks õiglane aktsia hind. (Steiger, 2010, lk 15)

Valem ettevõtte väärtuse hindamiseks on järgnev:

$$\text{Ettevõtte väärtus} = \sum_{t=0}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^{n+1}} \quad (5)$$

kus

FCF- vaba rahavoog.

Eelpool väljatoodud valemit on võimalik kasutada väärtuse leidmiseks nii FCFE kui ka FCFF meetodit rakendades.

### 1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod

DCF meetodi puhul on eesmärgiks leida varade väärtus nende rahavoogude, kasvu ja riski omaduste järgi. Suhtarvude võrdlemise korral on eesmärgiks hinnata varasid selle järgi kuidas teised sarnased varad on hinnatud turul. Selle jaoks et oleks võimalik võrrelda sarnaseid varasid turuhindade järgi standardiseeritakse hinnatavad varad nende raamatupidamisliku väärtuse, asendusväärtuse või toodetud müügitulu järgi. (Damodaran, 2011, lk 775)

Kuigi DCF meetod on kõige täpsem ja paindlikum meetod ettevõtte väärtuse hindamiseks on ka suhtarvude võrdlemisel oma koht olemas hindamise protsessis, kuna see annab täpsema arusaama

ja kindluse väärtuse hindamise tulemuses. Praktikas tuleb ette olukord kus suhtarve on kasutatud pinnapealsel viisil, mille lõpptulemuseks on ekslik hindamistulemus. Suhtarvude võrdlemise meetodit, nagu ka DCF meetodit, saab kasutada et hinnata ettevõtete väärtust, mis ei ole veel börsil noteeritud ning näha kuidas nende tulemuslikkus võrdleb küpsemate firmadega, mille aktsiad on avalikul turul kaubeldavad. (McKinsey & Company Inc. *et al.*, 2015, lk 357)

Suhtarvude analüüs on oluline meetod ettevõtte finantsaruande analüüsi tegemisel. Suhtarvud on kasulikud näidikud ettevõtte tulemuslikkusest ja finantsseisundist. Nende kasutamisel on võimalik hinnata kasumlikust, efektiivsust, likviidsust ja maksevõimet mis on abiks ettevõtte kasvutrendi analüüsi tegemisel. On oluline valida suhtarvud mida saab ka ettevõtte tegevusvaldkonnas rakendada, kuna on olemas sadu suhtarve kuid ainult mõned on sellised mis kehtivad kõikidele ettevõtetele, kuid on ka sellised mis on majandustegevusharu spetsiifilised. (Goel, 2015, lk 4)

On mitmeid põhjuseid miks suhtarvude rakendamine on populaarne meetod väärtuse hindamiseks. Esimene põhjus tuleneb sellest, et suhtarvude põhjal väärtuse leidmine on teostatav vähemate oletustega ja võrdlemisi kiiremini kui DCF metoodikaga. Teiseks põhjuseks on see, et suhtarvude analüüs annab tulemuse mida on kergem arusaada ja tõlgendada võrreldes DCF metoodikaga. Lisaks annab suhtarvude analüüs parema ülevaate turu hetkeseisust, kuna selle kaudu mõõdetakse ettevõtte tulemuslikkust võrreldes teiste firmadega, mitte ei leita selle sisemist väärtust kinnises süsteemis. Seetõttu annab suhtarvude analüüs ka tulemuse mis on lähemal turuhindadele kui diskonteeritud rahavoogude meetod. Kuid selle meetodi tugevused tekitavad ka selle nõrgad küljed. Kuna suhtarvude hindamist on võimalik kiiresti teha siis mitme erineva ettevõtte suhtarvude kokku panemisel ja analüüsimisel jäävad sisse ebaühtlased oletused, kus olulised muutujad nagu risk, kasv ja rahavoogude potentsiaal on välja jäetud. Suhtarvude analüüs võib anda ka ülemääraselt kasumlikku tulemuse olukorras, kus turul on võrreldavad firmad ülehinnatud või ka vastupidi. Kuigi igas väärtuse hindamise metoodikas on kallutatust soovitud tulemuse poole siis suhtarvude metoodika puhul puudub läbipaistvus, mis võib olla aluseks andmetega manipuleerimiseks. (Damodaran, 2012, lk 435)

Selleks, et võrreldavad suhtarvud oleksid kasutatud korrektselt tuleb meetodi kasutajal põhjalikult analüüsida ettevõtete aruandeid, et võrdlemisel kasutatakse samasuguseid andmeid. Samuti on ka oluline, et valitakse sobivad firmad võrdlusesse. On mõned sammud, mida investorid saavad jälgida, et veenduda analüüsi korrektsuses. Üheks sammuks on veendumine, et on kasutusele võetud sobivad suhtarvud. Tihtipeale on sobilikum kasutada ettevõtte väärtuse suhet EBITAle,

mitte P/E suhet, mida võib mõjutada erinevate ettevõtete erinevused kapitali struktuuris ning ettevõtete tava äritegevusest erinevad kasumid ja kahjumid. Teine osa on, et valitakse sobilik rühm ettevõtteid võrdluseks, mitte üleüldine tegevusharu keskmine. Valides ettevõtteid, millel on sarnane investeringute tasuvus ja kasvutempo moodustab sobiva aluse suhtarvude võrdlemiseks. (McKinsey & Company Inc., 2015).

Suhtarvud on jaotatud erinevatesse rühmadesse sõltuvalt analüüsi eesmärgist (Goel, 2015, lk 4):

- Kasumlikkuse suhtarvud,
- Efektiivsuse suhtarvud,
- Likviidsuse suhtarvud,
- Maksevõime suhtarvud,

Suhtarve saab ka klassifitseerida rühma kus on suhtarvud, mis põhinevad arvestuslikule väärtusele. Investorid tihtilugu vaatavad suhet aktsia hinna ja omakapitali raamatupidamisliku väärtuse vahel et mõõta kui üle- või alahinnatud on valitud väärtipaber. Sellist suhtarvu kutsutakse P/B väärtuseks ja on kasutatav mitmes sektoris ja selle tulemuslikkus sõltub ka sellest, kuna erinevates harudes kasvu potentsiaal ja investeringute kvaliteet varieerub. (Damodaran, 2012, lk 435-436)

Kasumlikkuse suhtarvud jagunevad kahte rühma: tootluse suhtarvud ja marginaal suhtarvud. Tootluse suhtarvud näitavad ettevõtte võimekust teenida oma aktsionäridele tulu, nende puhul uuritakse suhet tootlusallika ja kindla bilansikirje vahel. Marginaal suhtarvud näitavad ettevõtte võimet muuta müük ümber kasumiks. Marginaali suhtarvud võrdlevad kindlat näitajat, millest on kulud mahu arvatud, näiteks äri- või puhaskasum, ettevõtte müügituluga. ROE ja ROA on osa tootlusele põhinevatest suhtarvudest. ROE ehk omakapitali tootluse suhtarv on ettevõtte aastatootluse (puhaskasum) suhe omakapitaliga. ROE on lihtsalt leitav suhtarv et mõõta oodatavat tulu, võrreldes ettevõtte ROE näitajat teiste ettevõtete omaga on võimalik kindlaks määrata ettevõtte konkurentsieelis. (Corporate Finance Institute, 2023, lk 5)

ROA ehk varade puhasrentaablus mõõdab ettevõtte kasumlikkuse suhet koguarasse. Mida kõrgem on suhtarvu näitaja seda efektiivsem on juhatus majandusressursside kasutamisel. (Corporate Finance Institute, 2023, lk 6) ROA suhtarv võtab arvesse ettevõtte teenitud puhaskasumit kui ka intressikulud ning seostab selle summa aktsia- ja võlaomanike poolt pakutud keskmise kogukapitaliga. Erinevalt ROE suhtarvust on ROA eeliseks asjaolu, et seda ei saa

moonutada erinevad finantsmõjud, ning näitab kõikide seotud osapoolte tootlust. Seetõttu ka liidetakse intressikulud arvutuskäigu jooksul puhaskasumile juurde, kuna need moodustavad ettevõtte võlausaldajate tulu. (Schmidlin, 2014, lk 114-115)

P/E ehk hinna ja kasumi suhtarv on kõikidest kordajatest enim kasutatud ja seetõttu ka suhtarv millega eksitakse kõige rohkem. Selle lihtsus muudab selle peamiseks valikuks ettevõtte hindamisel, kuid tihtipeale ei tehta välja selle seosest ettevõtte finantspõhimõtetega, mistõttu võib tekkida vigu sisse ettevõtte hindamise protsessis (Damodaran, 2012, lk 449).

P/E suhtarv võrdleb ettevõtte aktsia hinda selle müügituluga aktsia kohta. Saadud tulemust kasutatakse hindamise mõõdikuna, et võrrelda suhtelist väärtust erinevate ettevõtete vahel. Ettevõtted kõrge P/E näitajaga peetakse kasvuaktsiateks, millelt võib oodata positiivset tulemuslikkust ja müügitulu kasvu tulevikus. Kasvuaktsiad on tüüpiliselt suurema kõikumisega väärtuses kui teised aktsiad ning neil on ka suurem surve investorite poolt eduka tulemuse saavutamisel. On ka oht et kõrge P/E suhtarvuga ettevõtted võivad olla ülehinnatud aktsiaturul. P/E suhtarv on leitav järgneva valemi kaudu (Corporate Finance Institute, 2023, lk 32):

$$PE = \frac{\text{Aktsia turuhind}}{\text{Puhaskasum aktsia kohta}} \quad (6)$$

Ettevõtete eesmärk on maksimeerida aktsionäride väärtust, kuna see on otseselt seotud ettevõtte tulemuslikkust turul. Üks näitaja mis seda analüüsida võimaldab on P/B ehk hinna ja omakapitali suhtarv. Seda näitajat kasutatakse investorite poolt eesmärgiga võrrelda aktsia turuväärtust selle bilansilise väärtusega, ning on indikaator sellest kui palju osanikud maksavad netovara eest maksavad. Ettevõtte P/B näitaja pakub investoritele võimaluse võrrelda turuhinda ettevõtte hinnaga, kus madalam summa suhtarvus viitab asjaolule et aktsia on alahinnatud või et ettevõtte tegevuses on midagi valesti. P/B suhtarv on leitav järgneva valemi abil (Goel, 2015, lk 158):

$$PB = \frac{\text{Aktsia turuhind}}{\text{aktsia raamatupidamislik väärtus}} \quad (7)$$

P/S ehk hinna ja müügi suhtarv leidis kasutust 80ndate alguses, kui seda kasutati et tuvastada ettevõtteid mis on üle võtmise ohus madala turuväärtuse tõttu. Lähiaastatel on P/S tõusnud populaarsuses seetõttu, et immateriaalne vara on kasvanud ettevõtete aruannetes olulisele kohale, olles tihtipeale kõige väärtuslikum vara firmade bilansis. Fisheri sõnul on madala P/S suhtarvuga ettevõtete leidmine oluline osa, et teenida aktsiatelt tootlust, mis on kõrgem tavapärasesest.



Nimetatud suhtarv on ka kasulikum alahinnatud aktsiate näitaja kuna ettevõtte müügitulu on tihtipeale stabiilsem näitaja kui ärikasum. Sellele viitab asjaolu, et turul olevad ettevõtete kasumid on majanduslike või tööstuslike tingimuste tõttu tihti ebastabiilsed. (Vruwink, 2007, lk 3)

P/S suhtarv on leitav järgneva valemi kaudu (LHV, 2023):

$$PS = \frac{\text{Hind ühe aktsia kohta}}{\text{Müük ühe aktsia kohta}} \quad (8)$$

On ka välja toodud suhtarvud, mis põhinevad ettevõtte väärtusel (EV). Nende kasutamise eelisteks on ettevõtte kõikide tegevuste hõlmamine, sest need on vähem mõjutatud ettevõtte kapitali struktuuri poolt. Lisaks on sellised näitajad vähem mõjutatud ettevõtete erinevate raamatutupidamispoliitikate ja ebaoluliste varade poolt. Ettevõtte väärtusel põhinevad suhtarvud on ka oma murekohtadega nagu ettevõtte väärtuse täielikkus, kas ettevõtte väärtus on mõõdetud turuväärtuses, hooaegsus ja kas ettevõtte on mittetoimivaid ja põhitegevusega mitteseotud varasid õigesti käsitletud. (Suozzo *et al.*, 2001, lk 25-26).

Suhtarvude puhul on oluline, et lugejas ja nimetajas olev näitajad oleksid seotud üksteisega. Ettevõtte väärtusel põhinevad suhtarvud analüüsivad ettevõtte väärtust võrreldes valitud müügi- või tulumõõdikuga (Lyons, 2015, lk 20). Kõige sagedasemad mõõdikud on: müügitulu, EBITDA, EBITA, EBIT ja FCFF. Kõikide nende suhtarvude puhul on EV lugejana ja mõõdikud nimetajana. (Bernstrom, 2014, lk 71-72) EV/EBITDA suhtarv leiab rakendust mitmes sektoris, alates kinnisvara sektorist kuni hasartmängudega tegelevate ettevõteteneni. Kui võetakse mõõdikuks müügitulu, siis see leiab kõige paremat rakendust ettevõtete puhul mis on tõenäoliselt paremas finantsseisundis tulevatel perioodidel, raha kaotamas, või on oodata et raha kaotamise lõpetatakse uue toote või frantsiisi kaudu. (Hooke, 2010, lk 230) Keskmise EV/EBITDA näitaja veeteenust pakkuva ettevõtte puhul on 20,0 ja EV/Sales korral 9,18 (Damodaran, 2023).

EV/EBITDA suhtarv on hindamist läbiviijate seas populaarne hindaja mitme põhjuse tõttu. Esiteks on väiksem arv ettevõtteid negatiivse EBITDA näitajaga kui on firmasid millel on negatiivne müügitulu aktsia kohta, mis jätkaks neid võrdlusest välja. Teine põhjus on erinevused amortisatsiooni arvestuses ettevõtete vahel, kus mõned rakendavad näiteks lineaarset meetodit ja teised kiirendatud amortisatsiooni arvestust, mis põhjustab erinevusi äritulude arvutamises. Lisaks on antud suhtarvu tulemust lihtsam võrrelda ettevõtete vahel võrreldes teiste ettevõtetega. (Damodaran, 2012, lk 478). EV/EBITDA suhtarv on leitav järgmise valemi abil:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(Omakapitali turuväärtus - võla turuväärtus - Raha)}{Ettevõtte kasum enne intresse ja amortisatsiooni} \quad (9)$$

Antud töös kasutatakse AS Tallinna Vesi väärtuse hindamisel peatükis kirjeldatud suhtarve P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA. Suhtarvud on leitud ettevõtte avalikustatud finantsaruannete põhjal.

## 2. AS TALLINNA VESI KIRJELDUS JA NÄITAJAD

### 2.1. AS Tallinna Vesi tutvustus

AS Tallinna Vesi, registreeritud 1997, on eelkäija ettevõttele Tallinna Veevarustuse ja Kanalisatsiooni Valitsus, mis asutati aastal 1967. Tallinna Vesi on Eesti suurim vee-ettevõtte, kes pakub joogivee- ning reoveeteenuseid üle 470 000 inimesele Tallinnas ning mitmele Tallinna lähedal asuvatele omavalitsustele. Ettevõtte pakub hea kvaliteediga vee- ja kanalisatsiooniteenust, millest tulenevalt on ettevõtte tegevusriskid madalad. Tallinna Vee teenused vastavad esitatud nõuetele ja neil on 2025. aastani kehtiv vee- ja kanalisatsiooniteenuse osutamise ainuõigus Tallinna piirkonnas (Nasdaq, 2023). Tegevusriskid millega AS Tallinna Vesi peab arvestama oma sektoris on muutused vee kvaliteedis, et sinna ei satuks patogeenilisi ja keemilisi ohte. Selliste murede vältimiseks on veesektoris vormistatud tugevad regulatsioonid (Pollard *et al.*, 2004, lk 1)

Ettevõttel on kaks puhastusjaama: Ülemiste veepuhastusjaam ja Paljassaare reoveepuhastusjaam, kus igapäevaselt puhastatakse ja suunatakse kesmiselt 68 000 kuupmeetrit vett ja 133 000 kuupmeetrit reovett. Ühisveevärgisüsteemi kuulub üle 1 200 kilomeetri veetorustikke, 22 veepumplat ja 46 põhjavee puurkaevpumplat kokku 93 puurkaevuga. 2010. aastal moodustas Tallinna Vesi tütarettevõtte Watercom, mille eesmärgiks on pakkuda teenuseid emaettevõttele ning laiendada ettevõtte poolt pakutavate teenust valikut ja arendada välja põhitegevusega mitteseotud teenuseid. Watercom OÜ kuulub täielikult Tallinna Veele. Tallinna Veele kuulub ka 100%-line osalus ettevõttes ASTV Green Energy OÜ mis asutati aastal 2021 eesmärgiga pikemaajalises vaates pakkuda veeteenuste osutamisel tekkivaid taaskasutatavaid ressursse toodetena roheenergeetika turul. (Tallinna Vesi, 2021)

Olulist rolli AS Tallinna Vesi tulemuslikkusele mängib tütarettevõtte Watercom OÜ, kes pakub järgmisi teenuseid (Tallinna Vesi, 2021):

- Torustike ehitus ja projekteerimine
- Teehoiutöödega seotud teenused
- Torustike desinfitseerimine ja projekteerimine
- Projekti juhtimine ja omanikujärelevalve
- Survepesu- ja transpordi teenused.

Rohkem nende tulemuslikkusest ja rollist AS Tallinna Vesi väärtuse loomisest tulevates peatükkides.

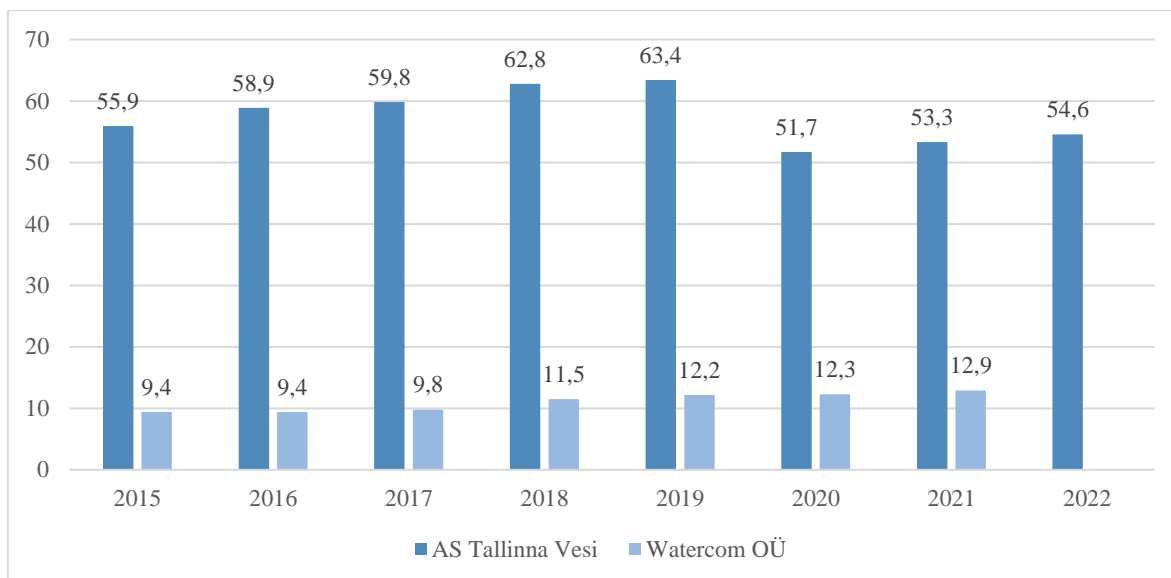
## **2.2. AS Tallinna Vesi finants- ja turunäitajad**

Antud peatükis on fookuses AS Tallinna Vesi finantsanalüüs. See annab selge ülevaate ettevõtte finantsseisundi kohta ja saadud andmeid on võimalik kasutada diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvute meetodite läbiviimisel. Kontserni hindamiseks kasutatakse andmeid perioodil 2015-2022.

Kuna AS Tallinna Vesi tegutseb vaid Eestis, siis peamised faktorid mis mõjutavad ettevõtte tulemuslikkust on muutused Eesti majanduses. Eesti Panga 2022. aasta majandusülevaate kohaselt on Eesti majandus jõudnud surutisse selle tõttu, et SKP on kahanenud kaks kvartalit järjest. Eesti SKP-d võrreldes 2022. aasta ja 2021. aasta kolmanda kvartaliga on näha, et on toimunud 2,4% suurune langus, tööpäevade arvuga korrigeerides on languse suuruseks 1,8%, mis on märkamisväärne muutus. Välja arvata majanduslangusest toimunud muutustest ei olnud 2022. aasta teises pooles tööturul muid negatiivsed mõjusid. (Tallinna Vesi, 2022)

AS Tallinna Vesi müügitulu on aastate jooksul tasapisi kasvanud aastate jooksul. Selle kasvu taga seisneb jätkuv kõrge vee kvaliteedi tagamine ja pidevalt areneva klienditeeninduse pakkumine. Mainimist väärt kasvu põhjustaja on tütarettevõtte Watercom OÜ, kes on teeninud iga aastaga aina suuremat kasumit (vt lisa 3). AS Tallinna Vesi nägi 2020. aastal 18,5% suuruselist langust mille põhjustas 1. detsembrist 2019 kehtima hakkanud tariifid ning COVID-19 pandeemiast põhjustatud vähenenud veetarbimine äriklientide poolt, mida eraisikute tarbimine ei suutnud tasa teha. (Tallinna Vesi, 2020)

Kuigi Watercom OÜ on mänginud suurt rolli AS-i Tallinna Vesi konsolideeritud tulemuste parendamisele lähiaastatel tekkinud languse tõttu, moodustab nende müügitulu aastatel 2015-2021 keskmiselt 17,41% kontserni müügitulust. Nimetatud asjaolu tõttu lähtub autor antud analüüsi koostamises AS-i Tallinna Vesi tegevusaladest ja -riskidest ning teistest mõjutavatest faktoritest.

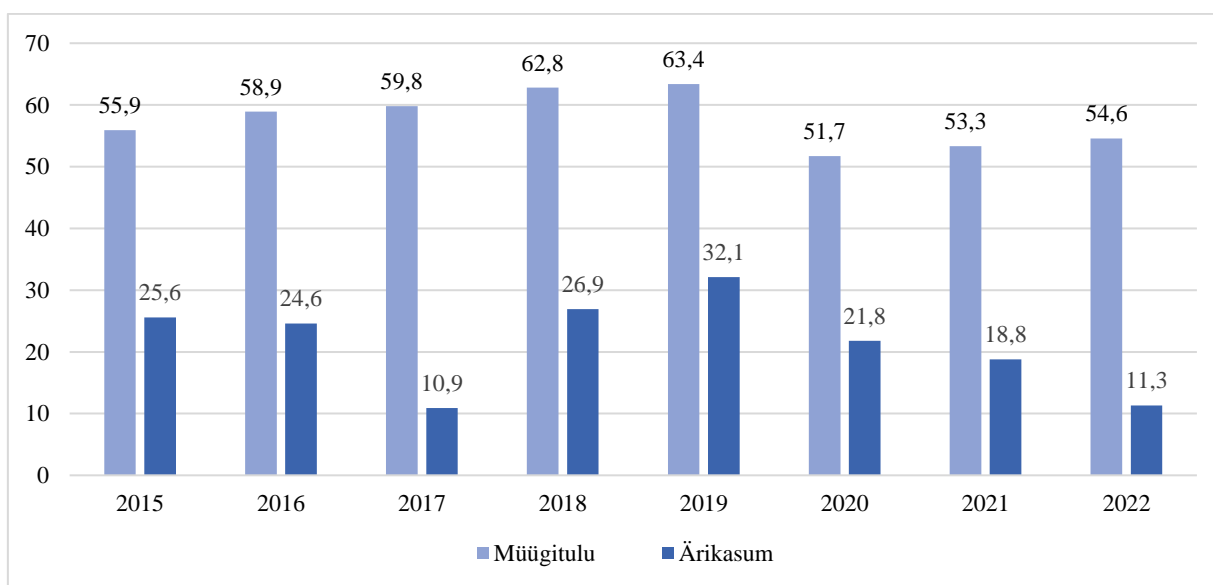


Joonis 1. AS Tallinna Vesi ja Watercom OÜ müügitulu miljonites eurodes aastatel 2015-2022. Allikas: AS Tallinna Vesi ja Watercom OÜ majandusaasta aruanded vahemikus 2015-2022, autori arvutused

Watercom OÜ majandusaasta aruanne avalikustatakse hiljem kui AS Tallinna Vesi aruanne. Töö kirjutamise käigus on jäänud 2022 aasta Watercom OÜ müügitulu joonisest välja, kuna tüüpiliselt on Watercom OÜ majandusaasta aruanne avalikustatud mai või juuni kuu keskel. Ettevõtte prognoosi ja mineviku trendi jälgides oletab autor, et summa jääb 13-13,2 miljoni euro vahemikku. Kuigi firma tulemused on olnud abiks kontserni tulemuste tõstmisel, lähtub autor analüüsi koostamisel veeteenuse sektorit mõjutavatele faktoritele, kuna see moodustab suurema osa kontserni müügitulust.

2011. aasta oktoobris väljastas Konkurentsiamet AS-le Tallinna Vesi ettekirjutuse alandada Tallinnas vee- ja kanalisatsiooniteenuste tariife 29% võrra. Antud seisukohaga ettevõtte polnud nõus ning vaidlustas Tallinna Halduskohtus ettekirjutuse. Juhtkond hindas tingimislise kohustuste suurust seisuga 31.12.2011 ning leidis, et ettevõtte hinnangu alusel ulatub majanduslikku kasu tootvate ressursside vähenemine summani 36 miljoni euron (Tallinna Vesi, 2011). 2022 aasta lõpuseisuga on esitatud põhinõudeid summas 13,6 miljonit eurot nelja hagi raames. Ettevõtte leiab et nemad on käitunud õiguspäraselt ja nende hinnagul nõuetel alust ei ole ja ei võta omaks vastutust ja lükkavad need tagasi. Ettevõtte arvutuste järgi on hinnatud kohtu poolse nõuete rahuldamise kohustuse suuruseks 6 miljonit eurot (2021 aasta lõpu seisuga oli hinnatud kohustuse suuruseks samuti 6 miljonit eurot) ning on lõpetanud eraldise vähendamise (Tallinna Vesi, 2022). Töö kirjutamise lõpuseisuga ei ole tariifivaidlus selgusele jõudnud.

Juhatuse esimehe, Aleksandr Timofejev, sõnul sõltub ettevõtte finantstulemused suurel määral ümbritsevast keskkonnast, ning 2022. aastal avaldasid firma tulemustele peamist mõju inflatsiooni ja energiahindade kiire kasv. Elektrikulu moodustab ligikaudu veerandi ettevõtte tootmiskuludest, mistõttu tõstis ettevõtte kulude katmiseks pakutavat veeteenuse hinda. Hinna tõstmise tõttu kasvas ettevõtte teenitud müügitulu, kuid suurenenud kulude tõttu on näha langust ärikasumis. (Tallinna Vesi, 2022)



Joonis 2. AS Tallinna Vesi konsolideeritud müügitulu ja ärikasum miljonites eurodes aastatel 2015-2022.

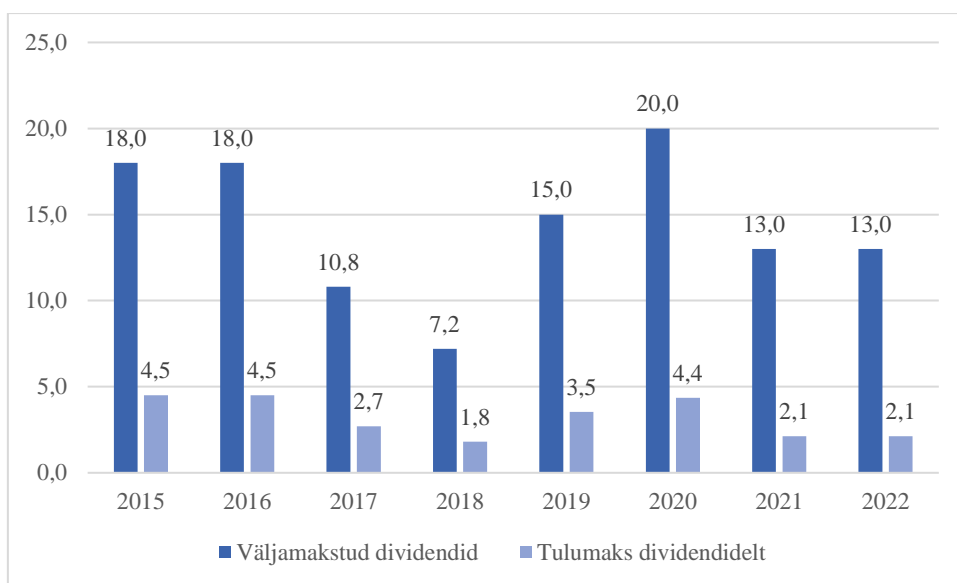
Allikas: AS Tallinna Vesi majandusaasta aruanded vahemikus 2015-2022, autori arvutused

AS Tallinna Vesi konsolideeritud ärikasum aastal 2022 oli 11,3 mln eurot, sõltumata asjaolust et müügitulu kasvas 2,3% võrreldes eelmise aastaga on ärikasum langenud 65,9% võrra. Seda põhjustab varasemalt mainitud faktorid. Müügitulu kasvu toetas suurelt tütar-ettevõtte müügitulu kasv, mis tulenesid suurtest torustiku ja tee-ehituse projektidest. Aastal 2022 langes ärikasumi marginaal 35,24%-lt 20,75%-le (Tallinna Vesi, 2021). Ärikasumi marginaal on üks olulisemaid ärianalüüsi näitajatest, seda saab leida kui jagada ärikasumit müügituluga. Ärikasumi marginaal näitab protsentuaalselt kui palju jääb ettevõttel raha järgi peale kaupade ja teenuste müümiseks tehtud otseste kulutuste maha kandmist (Investeeringisõpik).

Ettevõtte maksab oma aktsionäridele ka dividende, mille väljamakse summa jäi samasse suurusjärku võrreldes eelmise aastaga kasvades kuue tuhande euro võrra summani kaks miljonit

kakssada tuhat nelikümmend eurot. Tulumaksueelne kasum oli 10,6 miljonit eurot ja peale dividendide tulumaksu langes puhaskasum 8,4le miljonile eurole ehk 21%-ne langus (Tallinna Vesi, 2022).

Ettevõtte dividendipoliitika kohaselt on AS Tallinna Vesi eesmärgiks välja maksta aktsionäridele dividendide summas mis moodustub 50-80% ettevõtte aastakasumist. Dividendide väljamakstav summa sõltub teenitud kasumist, ettevõtte investeringuvajadustest, likviidsusest ja pikaajalistest finantseesmärkidest.



Joonis 3. AS Tallinna Vesi väljamakstud dividendid ja tulumaks dividendidelt miljonites eurodes aastatel 2015-2022.

Allikas: AS Tallinna Vesi majandusaasta aruanded vahemikus 2015-2022, autori arvutused

AS Tallinna Vesi noteeriti Nasdaq Tallinna Börsil Balti põhinimekirjas 01.06.2005. Kokku on noteeritud 20 000 000 aktsiat, ning lisaemissioone ei ole toimunud. Ettevõtte ISIN on EE3100026436. Väärtpaberi lühinimi on TVE1T.



Joonis 4. AS Tallinna Vesi aktsia turuhinna muutus aastatel 2018-2023.  
Allikas: Nasdaq Baltic, AS Tallinna Vesi (2023)

Joonis 4 kajastab AS Tallinna Vesi aktsia hinna muutust kuupäevast 17.04.2018 kuni 17.04.2023. Aktsia hind on ligikaudu aastaga langenud 16,87% 13,9lt eurolt 12,6 euroni. Aastate jooksul on keskmiseks tootluseks 3,93% kasvades kõige rohkem aastal 2020 13,13% võrra ja langenud kõige rohkem aastal 2022 8,18% võrra.

Tabel 2. AS Tallinna Vesi ja Eestis tegutsevate vee-ettevõtete perioodi 2017-2021 finantsnäitajate keskmine

Ettevõtte	Puhaskasumi marginaal	EBITDA marginaal	ROE	ROA
AS Tallinna Vesi	33%	49%	17%	7%
AS Tartu Veevärk	24%	25%	5%	3%
AS Pärnu Vesi	3%	3%	-0,05%	-0,05%
AS Narva Vesi	-46%	-45%	-3%	-3%

Allikas: autori arvutused

Kuigi tabelis number 2 on AS Tallinna Vesi ainukene börsil noteeritud ettevõtte on oluline võrrelda ettevõtte näitajaid tema läheduses tegutsevate ettevõtetega. Puhaskasumi marginaali puhul mida



kõrgem on näitaja seda suurem on ettevõtte võimekus teenida kasumit müügitulust (Heikal *et al.*, 2014). Puhaskasumi marginaali puhul on AS Tallinna Vesi edukam kui teised Eestis toimetavad vee-ettevõtted olles 9% võimekam teenida müügitulust kasumit võrreldes teise kõige kõrgema näitajaga firmat AS Tartu Veevärk. EBITDA marginaali näitaja on sarnane puhaskasumi marginaalile, tuginedes EBITDA ja müügitulu suhtele, et leida kui suure osa müügitulust EBITDA moodustab. Nii EBITDA marginaali, ROE ja ROA näitajate puhul on AS Tallinna Vesi omamas tugevamat näitajat kui võrdluses olevad ettevõtted.

### **3. AS TALLINNA VESI ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE**

#### **3.1. AS Tallinna Vesi väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil**

Antud töös lähtub autor analüüsi teostamise allikaks AS Tallinna Vesi konsolideeritud majandusaasta aruannetes välja toodud kasumiaruandele ja bilansile (vt lisa 1 ja 2). Ettevõtte tuleviku rahavoogude prognoosimiseks on võetud analüüsimise ajaperioodiks aastad 2015-2022. Diskonteeritud rahavoogude arvutamisel rakendatakse FCFF valemit millega leitakse prognoositud tulemused aastani 2026 peale mida rakendatakse terminaalväärtust, mille abil leitakse mis suuruses rahavood kasvavad stabiilsel tasemel. Ettevõtte väärtuse leidmiseks liidetakse diskonteeritud oodatavate vabade rahavoogude tulemus ja diskonteeritud terminaalväärtus.

Ettevõtte müügitulu kasvu erinevus aasta 2015 ja 2019 vahel on 13,42% suurune ehk summas 7,5 miljonit eurot. Koroonaviiruse pandeemia tõttu langes ettevõtte müügitulu ühe aastaga 11,7 miljoni euro ehk 18,45% võrra, ning aastatel 2021 ja 2022 oli firma müügitulu tagasi kasvutrendil, teenides aastal 2022 54,5 miljonit eurot müügitulu. (Tallinna Vesi, 2015-2022)

Kontsernil jaguneb müügitulu kolme valdkonda: veeteenused, ehitusteenused ja muud teenused. Aastatel 2015-2019 oli müügitulu stabiilselt kasvamas nii veeteenuse kui ehitusteenuse korral, ning muud kulud sektor varieeruvad aastate jooksul, kuid oli ka kasvu suunas. Aastast 2020 on grupi veeteenuste müügitulu langenud, ning koges aastal 2020 19,46% suurust langust. Väikesel määral koges ka ehitusteenuste osa kontsernis kahjumit aastal 2020, kuid aastal 2021 kasvas sealne müügitulu 40,33% ehk 2,1 miljoni euro võrra, ning aastal 2022 langes ehitusteenuse müügitulu 34,4% ehk 2,5 miljoni euro võrra. Analüüsitava perioodi keskmine müügitulu muutus kogu ettevõtte ulatuses on olnud nullilähedane, kuid seda põhjustab aastal 2020 kogetud 18,45% suurune müügitulu langus mida tingis COVID-19 pandeemia. Üldjoontes kasvab müügitulu 5% võrra iga aastaselt. Ettevõtte plaanid aastaks 2023 hõlmavad teenuse jätkuvat pakkumist Tallinna elanikele ja kohalikele ettevõtetele ja suurendada investeeringuid keskendudes torustike rekonstrueerimisele ja taastuvenergia lahenduste rakendamistele. Muresid seoses ettevõtte tegevuse jätkuvusega juhtkond ei kajasta oma aruandes. (*Ibid.*)

Kuna ettevõtte ei kajasta oma majandusaasta aruannetes prognoose tulevikuks, siis diskonteeritud rahavoogude leidmiseks lähtub autor välistest allikatest, teiste professionaalide prognoosidest ja oma poolt koostatud arvutustest, mille selgitused on toodud välja vastava teema plokis.

Tabel 3. FCFF-i arvutamiseks kasutatud olulisemad muutujad ja nende keskmine osakaal müügitulust või keskmine kasvumäär

Näitaja	Osakaal müügitulust/kasvumäär
Müügitulu kasvumäär	5%
Tootmiskulude osakaal	17%
Tööjõukulude kasvumäär	5,75%
Kulumi kasvumäär	0,85%
Muude kulude osakaal	21,5%
Põhivara investeeringute osakaal	16%

Allikas: autori arvutused

Kuigi ettevõtte viimaste aastate müügitulu on olnud varieeruv erinevate faktorite tõttu, siis autor leiab et rahavoogude leidmiseks on sobilik rakendada 5% suurust kasvu, mis ühtib ettevõtte pandeemiaeelse iga-aastase müügitulu kasvuga. Müügitulu keskmine muutus aastate jooksul on samas suurusjärgus olnud autori valitud kasvumääraga, kui välja jätta aastal 2020 COVID-19 pandeemiast põhjustatud müügitulu langus. Eesti Panga majandusprognooside järgi paranevad tingimused mis aitavad kaasa majanduskasvu taastumiseks. Nende prognooside kohaselt on oodata kolme protsendi suurust kasvu, kuigi prognoosiga on ka seotud suur ebakindlus mida tingib tarneahelate ja energiaturu ebakindlus (Eesti Pank, 2023). Eesti Panga prognooside järgi on ka oodata, et Eesti tarbijahinnaindeks langeb 15,3%lt 9%ni (Eesti Pank, 2023).

ASi Tallinna Vesi otsesed tootmiskulud on kasvanud 4,9 miljoni euro võrra aastal 2022 kui võrrelda eelmise aastaga, mis on 15,1% suurune muutus. Suurim kulutuste põhjustajaks on elektrikulu, mis on summas 9,2 miljonit eurot. Elektrikulu moodustab 68% otsestest tootmiskuludest ja kasvas 100% võrra võrreldes aastaga 2021. Kemikaalide kulud kasvasid 22,8% võrra summani 2,24 miljonit eurot. Peamine muutus tuleneb metanoolihinna kasvust, mis tõusis 23% võrra. Metanoolihinna kasvu täiendab ka 119,6% suurem polümeeri koguse kasutamine

reoveepuhastusprotsessis. Kõrgeid kulusid tasakaalustas 0,04 miljoni võrra kahanenud vahutamistvastase aine kasutamine. (Tallinna Vesi, 2015-2022)

Majandusaasta aruannetes olevate andmete järgi on võimalik arvutada, et otseste tootmiskulude osakaal müügitulust aastatel 2015-2022 on keskmiselt 14%. Ettevõtte kogu tegevuskulude kasv on aastate jooksul varieeruv, jäädes vahemikku 0,02% kuni 15,12%, muutudes keskmiselt 7,0% võrra analüüsitava perioodi jooksul. Kahe viimase aasta jooksul on toimunud kõige suurem kasv ettevõtte tegevuskuludes, mille põhjuseks on energiahinna kasv ja kemikaalide hinna kasv. Kuna otsesed tootmiskulud on enne energiakriisi moodustanud keskmiselt 12,5% müügitulust, siis autor lähtub ka antud osakaalust FCFF arvutamisel. Autor hindab sellist arvutuskäiku mõistlikuks, kuna suurt rolli mängib majanduse hetkeseis, mis näitab märke parenemisele, kuid on ka oluline arvesse võtta ettevõtte mineviku tootmiskulude keskmist osakaalu müügitulust kui sisendhinnad olid madalamad.

Ettevõtte ei ole välja toonud mis summas on neil planeeritud investeeringuid teostada tuleval majandusaastal. Info puudulikkuse tõttu lähtub autor varasemate aastate põhivara investeeringute mahust ja muust investeeringutega seonduvast infost majandusaasta aruandes.

Aastal 2022 investeeris AS Tallinna Vesi põhivarasse 25 miljonit eurot, mis on 12 miljonit rohkem kui analüüsitava perioodi keskmine põhivara investeeringute summa. Investeeringute summast 1,9 miljonit eurot koosneb veepuhastuse põhiinfrastruktuuri parendamistele, 3,8 miljonit eurot reoveepuhastusse ja 10,5 miljonit eurot torustikke uuendamisele. Suur investeering on ka tütarettevõtte poolt teostatud, kes soetas uusi seadmeid veetorude puhastamise jaoks. Kuna taoliste seadmete investeering ei ole tavapärane ettevõtte tegevuse ajaloos, siis klassifitseerib autor seda kui ühekordse investeeringuna, mida ei kasutata tuleviku põhivara investeeringute rahavoo leidmiseks. Ettevõtte ei ole ka kajastanud selliste seadmete maksumust, kuid kuna eelnevalt mainitud investeeringud on summas 16,2 miljonit eurot siis võib oletada, et taoliste seadmete maksumus on maksimaalselt summas 9 miljonit eurot. Võttes arvesse asjaolu, et ettevõtte investeeringud põhivarasse moodustavad analüüsitava perioodil keskmiselt 14% ettevõtte müügitulust (vt tabel 4), olles hiljuti kasvutrendil, lähtub autor ka sarnasest osakaalust kui arvutatakse tuleviku rahavood põhivara investeeringutel.

Tabel 4. AS Tallinna Vesi investeeringud põhivarasse tuhandetes eurodes ja nende osakaal müügitulusse aastatel 2015-2022.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Investeeringud põhivarasse	6 699	6 675	6 962	6 743	7 538	7 049	8 609	13 583
Osakaal müügitulust	11,93%	11,33%	11,64%	10,74%	11,89%	13,63%	16,15%	24,9%

Allikas: Autori arvutused AS Tallinna Vesi 2015-2022 konsolideeritud majandusaasta aruannetes esitatud andmete põhjal

AS Tallinna Vesi dividendipoliitika järgi on neil eesmärgiks jaotada aktsionäridele dividende 50-80% ettevõtte aastakasumist. Dividendide summa leidmiseks lähtutakse teenitud kasumist, investeeringute vajadustest, likviidsusest ja pikaajalistest finantseesmärkidest (Tallinna Vesi, 2022). AS Tallinna vesi maksis aastatel 2022 ja 2021 dividende summas 13 miljonit eurot, mis on märkimisväärne langus aastast 2020 kui maksti dividende summas 21 miljonit eurot mis on ka kõige kõrgem väljamakstud dividendide summa analüüsitava perioodi jooksul. Lähtuvalt prognoositud ärikasumi muutusest hindab autor tuleviku rahavoogude arvutamisel dividendidelt makstud tulumaksu, tulemused on kajastatud tabelis 5.

Tabel 5. AS Tallinna Vesi prognoositav tulumaksu kulu tuhandetes eurodes ja osakaal müügitulusse aastatel 2022-2026.

	2022	2023	2024	2025	2026
Prognoositav tulumaksu kulu	2 240	2 197	2 143	2 311	2 637
Osakaal müügitulust	4,1%	3,8%	3,6%	3,7%	4,0%

Allikas: Autori koostatud prognoos AS Tallinna Vesi 2015-2022 konsolideeritud majandusaasta aruannetes esitatud andmete põhjal

Kuigi AS Tallinna Vesi vastu esitatud kaebuse kohta ei ole muutusi olnud siis selle eesmärgiga et vältida optimistliku ülehindamist oletab autor, et ettevõttel tuleb hagijatele maksta aastal 2024 kuus miljonit eurot ehk firma prognoositud eraldise summa.

Tabel 6. AS Tallinna Vesi diskonteerimata prognoositud rahavood aastatel 2023-2026 ja baasaasta 2022 rahavood (tuhandetes eurodes)

Näitaja	Aasta				
	2022	2023	2024	2025	2026
Müügitulu	54 558	57 286	60 150	63 158	66 316
Tootmiskulud	-13 583	-12 363	-9 023	-10 105	-9 947
Tööjõukulud	-8 229	-8 702	-9 203	-9 732	-10 291
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-5 930	-5 980	-6 031	-6 083	-6 134
Muud kulud	-15 496	-12 603	-21 038	-12 632	-11 937
<b>Ärikasum (EBIT)</b>	<b>11 320</b>	<b>17 398</b>	<b>14 856</b>	<b>24 607</b>	<b>28 006</b>
Tulumaksukulu	-2 240	-2 197	-2 143	-2 311	-2 637
Kulum	5 930	5 980	6 031	6 083	6 134
Investeeringud põhivarasse	-19 055	-10 884	-9 023	-10 105	-9 284
Käibekapitali muutus	-312	-351	-394	-443	-496
<b>FCFF</b>	<b>-4 357</b>	<b>9 946</b>	<b>9 328</b>	<b>17 830</b>	<b>21 723</b>

Allikas: Autori koostatud prognoos AS Tallinna Vesi 2015-2022 konsolideeritud majandusaasta aruannetes esitatud andmete põhjal

Selleks et leida ettevõtte WACC-i tuleb esmaselt arvutada ettevõtte omakapitali ja võlakapitali maksumus, mida antud töös tehakse CAPM mudeli järgi. CAPM valemi kohaselt sõltub ROE riskivabast tulumäärast, beetakordajast ja turu riskipreemiast. Nagu varasemas peatükis mainitud siis antud töös leitakse riskivaba tulumäär Saksamaa 10-aastase võlakirja tootluse baasil, milleks on 2,44% (MarketWatch, 2023).

Kuna ettevõtte ei tegele suletud süsteemis, siis talle kehtib tururisk ja on vaja analüüsida kui õrn on AS Tallinna Vesi muutustele turul. Selle jaoks on olemas näitaja nimega beetakordaja ( $\beta$ ) (Brealey, 2016). Damodaran (2023) on oma kodulehel välja arvanud erinevate sektorite beetakordajad, kus on ka välja toodud sektor nimega kommunalteenused (vesi) (Utility (Water)) mille näitajaks on 1,16. Ettevõtte turu riskipremia on samuti leitud Damodarani (2023) kodulehe kaudu, kus on riikide kaupa välja toodud turu riskipreemiad. Eesti puhul on selleks näitajaks 7,16%. Nende andmete ja valemi nr 4 abil on AS Tallinna Vesi omakapitali hind arvatud:

$$K_e = 2,44 + 1,16 \times 7,16 = 10,74\%$$

Aastal 2022 oli AS Tallinna Vesi lühi- ja pikaajaliste võlakohustiste summa 80,3 miljonit eurot ning intressikulu oli summas 650 tuhat eurot. Ettevõtte pikaajaliste laenukohustiste efektiivne intressimäär on 2,68% (Tallinna Vesi, 2022).

Eelnevalt väljatoodud andmete rakendamisel on võimalik leida ettevõtte WACC valem nr 3 järgi:

$$WACC = 10,74 \left( \frac{254\,400}{334\,738} \right) + 2,68 \left( \frac{80\,338}{334\,738} \right) = 8,81\%$$

Terminaalväärtuse leidmiseks rakendatakse varem välja toodud meetodit (valem nr 5). Terminaalväärtuse arvutuskäik hõlmab endas viimase perioodi prognoositud rahavoo jagamist kapitali kaalutud keskmise hinna ja stabiilse kasvumäära vahega. Autori koostatud prognoosi järgi on 2026. aasta vaba rahavoog 21,7 miljonit eurot ja kapitali kaalutud keskmine hind 8,81%. Stabiilse kasvumäära leidmiseks kasutab autor OECD poolt prognoositud pikaajalist SKP kasvu ajaperioodil 2022-2060, milleks on 1,19%.

Tabel 7. AS Tallinna Vesi diskonteeritud ja diskonteerimata rahavood ja terminaalväärtused tuhandetes eurodes vahemikus 2023-2026

	2023	2024	2025	2026	Terminaalväärtus
FCFF	9 946	9 328	17 830	21 723	368 408
Diskonteeritud FCFF	9 268	8 100	14 429	16 381	324 808

Allikas: autori arvutused

Autori arvutuste järgi on AS Tallinna Vesi diskonteerimata terminaalkväärtuseks 368 408 000 eurot ja diskonteeritud terminaalkväärtuseks 324 808 000 eurot. Kuna kõik eelnevad sammud on täidetud on võimalik leida ettevõtte väärtus rakendades valemit number 6. Selle jaoks liidetakse prognoosiperioodi diskonteeritud rahavood diskonteeritud terminaalkväärtusega. Selle tehte summaks on 260 556 373 eurot. Selleks, et leida aktsiahind tuleb jagada arvutatud summa, AS Tallinna Vesi lihtaktsiate koguhulgaga, milleks on 20 000 000, ehk aktsia hinnaks on 13,03 eurot aktsia kohta.

Seisuga 17.04.2023 oli AS Tallinna Vesi aktsia hind 12,60 eurot aktsia kohta, mis tähendab et autori arvutuste kohaselt on diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul aktsia alahinnatud 3,40% ehk 0,43 euro võrra.

### 3.2. AS Tallinna Vesi väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil

Võrreldavate suhtarvude analüüs mängib samuti suurt rolli ettevõtte väärtuse hindamisel, kuna need on kasulikud indikaatorid ettevõtte tulemuslikkusest ja finantsseisundist. Nende rakendamisel saab hinnata ettevõtte kasumlikkust, efektiivsust, likviidsust ja maksevõimet. Olulist rolli mängib suhtarvude valimine, kuna igat suhtarvu ei saa iga ettevõttega rakendada firmade iseloomu erinevuse tõttu.

Kuna AS Tallinna Vesi on ainukene Balti Nasdaq turul kaubeldav aktsia oma sektoris ja Euroopas on ainult vähesed veeteenust pakkuvad ettevõtteid börsil noteeritud, siis autor lähtub oma võrdluses välismaa börsiturudel kaubeldavate aktsiate suhtarvudest. Võrreldavate suhtarvude meetodiks on valitud võrdlemiseks viis välismaa ettevõtet: Consolidated Water Co. Ltd., Artesian Resources Corporation, American Water Works Company Inc., Essential Utilities Inc ja Pentair plc. Ettevõtted on noteeritud Ameerika Ühendriikide ja Inglismaa turul.

Suhtarvude meetodi rakendamisel kasutatakse järgnevat suhtarve: P/E (*price-to-earnings*), P/B (*price-to-book*), P/S (*price-to-sales*), EV/EBITDA. Suhtarvude leidmiseks kasutatakse ettevõtete kõige uuemate andmete põhjal. Suhtarvude arvutamisel on kasutatud aktsiaturu sulgemishindu ja aktsiamahthu seisuga 04.01.2023. Tulemused on esitatud tabelis 8.

Tabel 8. AS Tallinna Vesi ja võrreldavate ettevõtete suhtarvud

<b>Ettevõtte nimi</b>	<b>P/E</b>	<b>P/B</b>	<b>P/S</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Consolidated Water Co. Ltd.	39,06	1,48	2,43	14,32
Artesian Resources Corporation	28,43	2,75	6,53	21,39
American Water Works Company Inc.	37,31	1,52	8,07	15,92
Essential Utilities Inc	27,12	4,16	5,51	12,84
Pentair plc	16,02	4,77	1,87	10,97
<b>Võrdluses olevate ettevõtete keskmine</b>	<b>29,59</b>	<b>2,94</b>	<b>4,88</b>	<b>15,09</b>
<b>Sektori keskmine</b>	<b>38,31</b>	<b>3,09</b>	<b>6,43</b>	<b>20,0</b>
<b>AS Tallinna Vesi</b>	<b>30,26</b>	<b>2,30</b>	<b>4,66</b>	<b>13,89</b>

Allikas: Damodaran (2023); autori arvutused



AS Tallinna Vesi aktsia turuhind seisuga 17.04.2023 on 12,6 eurot. Selleks et saadud tulemusi tõlgendada aktsia õiglaseks hinnaks on autor koostanud tabeli number 7.

Tabel 9. AS Tallinna Vesi aktsia õiglase väärtus suhtarvude meetodi põhjal

Suhtarv	Keskmine	AS Tallinna Vesi	Erinevus	Õiglase väärtus
P/E	29,59	30,26	2,3%	12,31
P/B	2,94	2,3	-21,9%	15,35
P/S	4,88	4,66	-4,5%	13,17
EV/EBITDA	15,09	13,89	-7,9%	13,6
Õiglase väärtus			-22,4%	13,61

Allikas: autori arvutused

Analüüsitud neljast suhtarvust on AS Tallinna Vesi kolme suhtarvu põhjal alahinnatud. Kuigi kõige suurem muutus tulenes P/B suhtarvust, tuleb välja tuua asjaolu et Pentair plc ja Essential Utilities Inc. olid suured mõjutajad P/B näitaja keskmises. Kui nimetatud ettevõtted välja jätta arvutuskäigust oleks P/B õiglaseks väärtuseks 10,11 eurot. Vaadates asjaolu, et ettevõtete teised suhtarvud on samas suurusjärgus Tallinna Veega ja teiste võrreldavate ettevõtetega on Pentair plc ja Essential Utilities Inc. võrldusesse sisse jäetud.

Võrreldes AS Tallinna Vesi P/E suhtarvu teiste valimis olevate ettevõtete P/E suhtarvuga on näha, et Tallinna Vesi on ülehinnatud 2,3% ehk 29 senti võrra aktsia kohta. P/E näitaja on ainukene mille põhjal on AS Tallinna Vesi ülehinnatud, kui teised näitajad arvestusse võtta siis kujuneb AS Tallinna Vesi aktsia hinnaks 13,61 eurot. See summa on 8,02% ehk 1,01 eurot kõrgem kui aktsiahind seisuga 17.04.2023. Järeldada saab seda, et arvutades aktsia hinda võrreldavate suhtarvude meetodi põhjal on AS Tallinna Vesi aktsia alahinnatud.

### 3.3. Tulemuste hindamine

Käesolevas töös lähtus autor ettevõtte hindamisel DCF ja võrreldavate suhtarvude meetoditele. DCF meetodis rakendati tuleviku rahavoogude leidmiseks FCFF valemile, diskontomäära jaoks kasutati WACC-i ja omakapitali hinna arvutamiseks CAPM mudelit. WACC arvutamine põhines ettevõtte laenukapitali hinnast ja omakapitali hinnast. CAPM mudel põhineb riskivabal tulumääral, turu riskipreemiast, beetakordaja näitajast ja oodatavast keskmisest tootlusest turul.

Rahavoogude prognoos põhines aastate 2015-2022 ettevõtte aruannetes kajastatud andmetel. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul kasutati P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA suhtarve. AS Tallinna Vesi suhtarve võrreldi viie välismaa börsiturul noteeritud veeteenuse sektoris tegutseva firmade suhtarvudega.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi korral prognoosis autor ettevõtte finantstulemused aastatel 2023-2026. Prognoosi tegemisel arvestati ettevõtte kasvutrendidega varasematel aastatel, kulude ja ärikasumi suhetest müügituluga ja ekspertide poolt prognoositud muutustega majanduses. Selleks, et arvutada ettevõtte diskontomäär ehk WACC on algselt vaja arvutada ettevõtte omakapitali ja võlakapitali maksumus, mida leiti CAPM mudeli järgi, kus omakapitali hind sõltub riskivabast tulumäärast, beetakordajast ja turu riskipreemiast. Riskivaba tulumäär leiti Saksamaa 10-aastase võlakirja tootluse baasil. Tulumääraks arvutati 2,44% ning ettevõtte pikaajaliste laenukohustiste efektiivne intressimäär on 2,68%. Saadud andmete põhjal oli võimalik leida WACC mis oli 8,81%. DCF meetodi järgi saadi ettevõtte väärtuseks 260 556 373 eurot, kui see summa jagada firma lihtaktsiate arvuga, mis on 20 000 000 aktsiat, tuleb aktsia hinnaks 13,03 eurot, ehk aktsia on börsiturul alahinnatud 0,43 euro ehk 3,40% võrra.

Võrreldavate suhtarvude puhul osutus probleemiks sobivate ettevõtete leidmine võrdluseks. Kuna börsil noteeritud ettevõtteid mis pakuvad avalikusele veeteenust on vähe valis autor ettevõtted, mis on noteeritud Inglismaa ja Ameerika Ühendriikide börsiturul. Valitud ettevõtted tegutsevad suuremas mahus kui AS Tallinna Vesi, ning seetõttu oli probleemiks, et välismaa ettevõtete tulemused ja finantsaruannete struktuurid erinevad hindamisel oleva firma omadest. See probleem avaldus kõige rohkem P/B näitaja puhul, kus AS Tallinna Vesi P/B suhtarv oli 21,9% võrra väiksem valimi keskmisest tulemusest. Kui jätta suure mõjuga firmad hindamisse kujunes AS Tallinna Vesi aktsia hinnaks 13,61 eurot, mis on 8,02% suurune erinevus aktsiahinnast 17.04.2023 seisuga. Võttes arvestusest välja ettevõtted millel oli suur mõju P/B suhtarvudele kujuneks aktsia hinnaks 13,57 eurot.

Antud töös tuli tulemuseks, et nii diskonteeritud rahavoogude meetod kui ka võrreldavate suhtarvude meetod näitavad, et AS Tallinna Vesi aktsia on seisuga 17.04.2023 alahinnatud, kus DCF meetodi tulemus erineb turuhinnast 0,43 euro võrra ja võrreldavate suhtarvude meetodi puhul 1,01 euro võrra. Võttes arvesse kahe meetodi tulemuse keskmist saab öelda, et aktsia on alahinnatud ja õiglane hind peaks olema 13,32 eurot.

## KOKKUVÕTE

Käesolevas bakalaureusetöös uuriti AS Tallinna Vesi õiglast väärtust. Selle leidmiseks rakendati diskonteeritud rahavoogude meetodit ja võrreldavate suhtarvude meetodit. Töö sisu jaguneb kolme peatüki vahel. Esimeses osas käsitletakse õiglase väärtuse hindamise olemust ja antud töös kasutatud metoodika kirjeldust. Teine peatükk hõlmas uuritava ettevõtte kirjeldust ja finantsnäitajate analüüsi, lisaks võrreldi analüüsitud näitajaid teiste Eestis tegutsevate ettevõtete omadega. Kolmandas ja ka viimases osas rakendati eelnevates peatükkides kirjeldatud metoodikaid praktikas ning leiti AS Tallinna Vesi õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodil. Lisaks võrreldakse antud peatükis leitud tulemusi omavahel ja ka hetkehinnaga, et võrrelda saadud tulemusi.

Töö käigus otsiti vastuseid järgnevatele uurimisküsimustele:

- Mis on AS Tallinna Vesi õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Mis on AS Tallinna Vesi õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Kui suur on erinevus eelneva kahe meetodi tulemuste vahel?
- Kui suured on kasutusele võetud meetodite tulemuste erinevused AS Tallinna Vesi tegelikust turuhinnast?

Diskonteeritud rahavoogude meetodi korral kasutati andmeid ettevõtte majandusaastate 2015-2022 aruannetest ning nende järgi koostati prognoos aastatele 2023-2026. Prognoosi tegemisel lähtuti ettevõtte mineviku trendidest ja sisendite osakaalust müügitulusse. Rahavoogude leidmiseks kasutas autor diskontomäärana kaalutud keskmist kapitalikulu. Peale prognoosi koostamist, WACC arvutamist ja terminaalkväärtuse leidmist on võimalik leida ettevõtte väärtus. Autor sai selleks tulemuseks 260 556 373 eurot. Jagades selle summa läbi ettevõtte koguaktsiate hulgaga saame aktsia õiglaseks hinnaks 13,03 eurot, mis tähendab, et ettevõtte aktsia on alahinnatud 3,4% võrra.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul on eesmärgiks hinnata varasid selle põhjal kuidas on teised sarnased varad hinnatud turul. Selle jaoks hinnatakse neid raamatupidamisliku väärtuse järgi.

Kuigi diskonteeritud rahavoogude meetod on täpsem võrreldavate suhtarvude omale on ka sellel oluline roll väärtuse hindamise protsessis, kuna see annab lisa kindlust väärtuse hindamise tulemuses. Suhtarvud on kasulikud näidikud ettevõtte tulemuslikkusest ja finantsseisundist, nende kasutamisel on võimalik hinnata kasumlikkust ja maksevõimet. On oluline valida suhtarvud, mis on sobilikud antud ettevõtte tegevusvaldkonnas. Autor valis antud töös P/E (*price-to-earnings*), P/B (*price-to-book*), P/S (*price-to-sales*) ja EV/EBITDA (*enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation, amortization*) suhtarvud. AS Tallinna Vesi on võrdluses viie välismaa ettevõttega, mis teevad tööd samas sektoris: Consolidated Water Co. Ltd., Artesian Resources Corporation, American Water Works Company Inc., Essential Utilities Inc. ja Pentair plc. Analüüsitud neljast suhtarvust on AS Tallinna Vesi kolme suhtarvu järgi alahinnatud. Kõige suurem erinevus tuli suhtarvust P/B, mille põhjal on aktsia alahinnatud 21,9% võrra. Võttes arvesse kõikide suhtarvude tulemusi leiame, et AS Tallinna Vesi aktsia õiglase hind on 13,61 eurot, mis on 8,02% ehk 1,01 eurot kõrgem aktsiahinnast turul. Võttes arvesse mõlema meetodi tulemused tuleb ettevõtte aktsia õiglaseks väärtuseks 13,32 eurot, ning vaadates aktsiahinda 17.04.2023 seisuga võib öelda, et aktsia on alahinnatud.

Autor leiab, et AS Tallinna Vesi aktsia võib olla positiivse tootlusega aktsia tulevikus, kuid mitte lähiajal. Seda seetõttu, et ettevõtte on veel taastumas COVID-19 pandeemia ja energiakriisi mõjudest. Lisaks on pooleli kohtuprotsess, mis võib tuua lisa kahjumit ettevõtte kasumlikkusele siis kui kohus leiab, et AS Tallinna Vesi käitus valesti veeteenuse hinna määramisel.

# **SUMMARY**

## **VALUATION OF AS TALLINNA VESI**

Kaspar Männik

In the following bachelor's thesis the author finds the fair value of AS Tallinna Vesi. In order to accomplish this task discounted cash flow method and comparable ratios method. The paper is divided into three main bodies. The first chapter is about the nature of fair valuation and a description of the methods used. The second chapter gives an overview of the company, along with an analysis of its financial indicators. These financial indicators are compared with those of similar firms operating in Estonia. In the third and final chapter the theoretical frame introduced in previous chapters is put into use to find the value of AS Tallinna Vesi through the discounted cash flow and comparable ratios method.

Due to the nature of this paper, the following questions were presented:

- What is the value of AS Tallinna Vesi based on the discounted cash flows method?
- What is the value of AS Tallinna Vesi based on the comparable ratios method?
- How large is the difference between the results of the two methods?
- How large is the difference of the results of the used methods and the actual stock price of AS Tallinna Vesi?

For the discounted cash flow method the financial statements from the years 2015-2022 were used to calculate a forecast for the years 2023-2026. When calculating the forecast the author relied on the trends seen in previous financial statements along with the proportion of inputs in relation to revenue. In order to find the cash flow the author used the weighted average cost of capital as the discount rate. After creating the forecast, finding the weighted average cost of capital and calculating the terminal value it is possible to find the value of the firm. The result of the calculation was in the amount of 260 556 373 euros. By dividing the value of the firm with the amount of common stocks of the firm, which is 20 000 000, it is possible to find the fair value of AS Tallinna Vesi stock, which is 13,03 euros. This result is compared to the price of the stock as at 17.04.2023,

which was 12.6 euros, meaning the stock is underpriced by 3.4% according to the author's calculations.

The goal of the comparable ratios method is to evaluate the value of assets based on the market price of other similar assets, for this they are evaluated based on their accounting value. While the discounted cash flow method is a more accurate way of evaluating than the comparable ratios method, it also has its place in the valuation process, as it gives the practitioner extra certainty in the result. Ratios are an useful indicator of the performance and financial condition of the firm, by using them it is possible to evaluate the profitability and solvency of the company. With this method it is important to use the correct ratios to evaluate the firm, as there are many to choose from, but not all are applicable to every type of business. In this paper the author chose to use the following ratios: P/E (price-to-earnings), P/B (price-to-book), P/S (price-to-sales) and EV/EBITDA (enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation, amortization). AS Tallinna Vesi is compared with five foreign companies, which operate in the same sector: Consolidated Water Co. Ltd., Artesian Resources Corporation, American Water Works Company Inc., Essential Utilities Inc. ja Pentair plc. Of the analyzed four ratios AS Tallinna Vesi was underpriced in three of them. The largest difference was displayed with the P/B ratio according to which the value of AS Tallinna Vesi was 21.9% lower than the value of comparable firms. To take into account all of the results of the ratios used the fair value of AS Tallinna Vesi stock is priced at 13.61 euros, which is 8.02% or 1.01 euros higher than the price of the stock at 17.04.2023. If the result of both methods was put into consideration the stock would be priced at 13.32 euros. With these results it can be said that the current price of AS Tallinna Vesi stock is underpriced.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

AS LHV Pank. LHV finantsportaal. Kasutatud 17. veebruar 2023:

<https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/347#mark01>

Bernstrom, S. (2014). *Valuation: The Market Approach*. John Wiley & Sons.

Brealey, R. (2016). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Higher Education.

Clayman, M., R., Fridson, M., S., Troughton, G., H. & Scanian, M. (2012). *Corporate Finance: A Practical Approach*. John Wiley & Sons.

Corporate Finance Institute. (2023). *Financial Ratios eBook*. Kasutatud 17.04.2023

<https://corporatefinanceinstitute.com/assets/CFI-Financial-Ratios-Cheat-Sheet-eBook.pdf>

Damodaran, A. (2001). *Corporate Theory and Practice* (2<sup>nd</sup> ed.). John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, University Edition* (3<sup>rd</sup> ed.). John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation*. John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, A., (2023). Useful Data Sets. Kasutatud 14.04.2023

[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html#multiples](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#multiples)

Eesti Pank. (2023). *PROGNOOS. Majanduse seis tänavu paraneb*. Kasutatud 13.04.2023

<https://www.eestipank.ee/press/prognoos-majanduse-seis-tanavu-paraneb-28032023>

E-Äriregister. (2023). Watercom OÜ. Kasutatud 18.02.2023

[https://ariregister.rik.ee/est/company/11944939/Watercom-OÜ?active\\_tab=fiscal\\_year\\_reports](https://ariregister.rik.ee/est/company/11944939/Watercom-OÜ?active_tab=fiscal_year_reports)

Fernandez, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. *IESE Business School*, 449.

Goel, S. (2015). *Financial Ratios*. Business Expert Press.

Heikal, M., Khaddafi, M., & Ummah, A. (2014). Influence analysis of return on assets (ROA), return on equity (ROE), net profit margin (NPM), debt to equity ratio (DER), and current ratio (CR), against corporate profit growth in automotive in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(12).

- Hitchner, J. R. (2017). *Financial valuation: Applications and models* (4<sup>th</sup> ed.). John Wiley & Sons, Incorporated.
- Hooke, J., C. (2010). *Security Analysis and Business Valuation on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods* (2<sup>nd</sup> ed.). (458 trükikordus). John Wiley & Sons.
- Janiszewski, S. (2012). How to Perform Discounted Cash Flow Valuation?. *Foundations of management*, 3(1).
- Konkurentsiamet. (2016). *Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Tallinn: Konkurentsiamet. Kasutatud 15.04.2023.  
[https://www.konkurentsiamet.ee/sites/default/files/kaalutud\\_keskmise\\_kapitali\\_hinna\\_juhend\\_2016a.pdf](https://www.konkurentsiamet.ee/sites/default/files/kaalutud_keskmise_kapitali_hinna_juhend_2016a.pdf)
- Larrabee, T., D. & Voss, J., A. (2012). *Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options*. John Wiley & Sons.
- Lyons, B. (2015). Valuation Multiples: A Tool for Fundamental & Firm Analysis. *Journal of Higher Education Theory & Practice*, 15(2).
- MarketWatch. (2023). Germany 10 Year Government Bond. Kasutatud 16.04.2023.  
<https://www.marketwatch.com/investing/bond/tmbmkde-10y?countrycode=bx>
- McKinsey & Company Inc., Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (6th ed.). John Wiley & Sons.
- Nasdaq. (2023). Tallinna Vesi. Kasutatud 16.04.2023  
<https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/instrument/EE3100026436/company?date=2023-03-17>
- Pollard, S. J. T., Strutt, J. E., Macgillivray, B. H., Hamilton, P. D. & Hrudey, S. E. (2004). Risk Analysis and Management in the Water Utility Sector: A Review of Drivers, Tools and Techniques. *Process Safety and Environmental Protection*, 82(6), 1.
- Steiger, F. (2010). The Validity of company valuation using Discounted Cash Flow Methods. *arXiv preprint arXiv: 1003.4881*.
- Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G. & Deng, Z. (2001). Valuation Multiples: A Primer. *UBS Warbug: Valuation and Accounting* 1, 25-26
- Tallinna Vesi. (2023). *Finantsaruanded*. Kasutatud 17.04.2023  
<https://tallinnavesi.ee/investor/aruanded/finantsaruanded/>
- Tegevusvaldkonnad. Tallinna Vesi. Kasutatud 17.02.2023  
<https://tallinnavesi.ee/ettevote/tegevused/>
- Thomas, R. & Gup B. E. (2009). *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners*. John Wiley & Sons.



- Vayas-Ortega, G., Soguero-Ruiz, C., Rojo-Alvarez, J., L. & Gimeno-Blanes, F., J. (2020). On the Differential Analysis of Enterprise Valuation Methods as a Guideline for Unlisted Companies Assessment (I): Empowering Discounted Cash Flow Valuation. *Applied Sciences*, 10(17).
- Vlaovic-Begovic, S., Momcilovic, M., & Jovin, S. (2013). Advantages and Limitations of the Discounted Cash Flow to Firm Valuation. *Škola biznisa* (1), 2.
- Vruwink, D. R., Quirin, J. J. & O'Bryan, D. (2007). A Modified Price-Sales Ratio: A Useful Tool For Investors?. *Journal of Business & Economic Research*, 5(12).

## LISAD

### Lisa 1. AS Tallinna Vesi konsolideeritud kasumiaruanne 2015-2022

Tuhandetes eurodes	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	55 928	58 982	59 815	62 780	63 423	51 717	53 294	54 558
Müüdnud toodete/teenuste kulu	-23 679	-25 721	-25 725	-28 594	-29 470	-29 491	-32 715	-37 660
<b>Brutokasum</b>	<b>32 249</b>	<b>33 261</b>	<b>34 090</b>	<b>34 186</b>	<b>33 953</b>	<b>22 226</b>	<b>20 579</b>	<b>16 898</b>
Turustuskulud	-435	-365	-356	-386	-390	-433	-462	-703
Üldhalduskulud	-6 086	-7 799	-5 028	-5 025	-5 689	-4 576	-4 438	-4 399
Muud äritulud/kulud	-150	-470	-17 841	-1 836	4 201	4 567	3 099	-476
<b>Ärikasum</b>	<b>25 578</b>	<b>24 627</b>	<b>10 865</b>	<b>26 939</b>	<b>32 075</b>	<b>21 784</b>	<b>18 778</b>	<b>11 320</b>
Finantstulud	95	41	15	21	38	31	8	8
Finantskulud	-1 315	-1 778	-959	-1 010	-809	-473	-387	-682
<b>Kasum enne tulumaksustamist</b>	<b>24 358</b>	<b>22 890</b>	<b>9 921</b>	<b>25 950</b>	<b>31 304</b>	<b>21 342</b>	<b>18 399</b>	<b>10 646</b>
Dividendide tulumaks	-4 500	-4 500	-2 700	-1 800	-3 544	-4 610	-2 234	-2 240
<b>Perioodi puhaskasum</b>	<b>19 858</b>	<b>18 390</b>	<b>7 221</b>	<b>24 150</b>	<b>27 760</b>	<b>16 732</b>	<b>16 165</b>	<b>8 406</b>

Allikas: Autori koostatud AS Tallinna Vesi 2015-2022 konsolideeritud majandusaasta aruannetes väljatoodud andmete põhjal

## Lisa 2. AS Tallinna Vesi konsolideeritud bilanss 2015-2022

Tuhandetes eurodes	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Varad</b>								
<b>Käibevara</b>								
Raha ja raha ekvivalendid	37 819	33 987	44 973	61 769	64 775	44 514	36 559	12 650
Nõuded ostjate vastu	7 174	7 167	7 716	7 631	7 239	7 019	6 637	8 989
Varud	447	449	457	498	504	701	702	1 197
<b>Käibevara kokku</b>	<b>45 440</b>	<b>41 603</b>	<b>53 146</b>	<b>69 898</b>	<b>72 518</b>	<b>52 234</b>	<b>43 898</b>	<b>22 836</b>
<b>Põhivara</b>								
Tuletisinstrumentid	142	0	0	0	0	0	0	0
Materiaalne põhivara	162 732	171 177	174 451	179 185	189 627	202 802	211 546	229 869
Immateriaalne põhivara	758	830	811	665	710	629	729	688
<b>Põhivara kokku</b>	<b>163 632</b>	<b>172 007</b>	<b>175 262</b>	<b>179 850</b>	<b>190 337</b>	<b>203 431</b>	<b>212 275</b>	<b>230 557</b>
<b>Varad kokku</b>	<b>209 072</b>	<b>213 610</b>	<b>228 408</b>	<b>249 748</b>	<b>262 855</b>	<b>255 665</b>	<b>256 173</b>	<b>253 393</b>
<b>Kohustised ja omakapital</b>								
<b>Lühiajalised kohustised</b>								
Pikaajaliste rendikohustiste lühiajaline osa	0	0	0	0	352	393	0	0
Pikaajaliste laenukohustiste lühiajaline osa	328	264	264	3 823	3 631	3 630	0	0
Rendikohustised	0	0	0	0	0	0	421	883
Laenukohustised	0	0	0	0	0	0	3 630	3 630
Võlad tarnijatele ja muud võlad	5 586	7 030	6 200	6 047	6 718	7 085	7 835	10 225
Tuletisinstrumentid	523	610	578	207	221	0	0	0
Ettemaksed	1 983	2 735	2 609	2 955	2 323	2 445	3 604	3 749
<b>Lühiajalised kohustised kokku</b>	<b>8 420</b>	<b>10 639</b>	<b>9 651</b>	<b>13 032</b>	<b>13 245</b>	<b>13 553</b>	<b>15 490</b>	<b>18 487</b>
<b>Pikaajalised kohustised</b>								
Tulevaste perioodide tulu liitumistasudelt	14 030	17 050	19 632	22 745	31 070	34 564	37 241	39 150

Rendikohustised	0	0	0	0	964	1 400	1 236	1 607
Laenukohustised	94 974	95 795	95 565	91 919	87 592	83 978	80 336	76 708
Tuletisinstrumentid	628	715	178	173	0	0	0	0
Eraldis võimalike kolmandate osapoolte nõuete katteks	0	0	17 522	19 068	14 442	9 628	6 018	6 018
Edasilükkunud tulumaks	0	0	0	0	0	255	372	496
Muud võlad	0	0	0	0	0	255	372	496
<b>Pikaajalised kohustised kokku</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>44</b>	<b>46</b>	<b>18</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>101</b>
	<b>111 645</b>	<b>113 575</b>	<b>132 941</b>	<b>133 951</b>	<b>134 086</b>	<b>129 857</b>	<b>125 263</b>	<b>124 080</b>
<b>Kohustised kokku</b>	<b>120 065</b>	<b>124 214</b>	<b>142 592</b>	<b>146 983</b>	<b>147 331</b>	<b>143 410</b>	<b>140 753</b>	<b>142 567</b>
<b>Omakapital</b>								
Aktiivkapital	12 000	12 000	12 000	12 000	12 000	12 000	12 000	12 000
Ülekurs	24 734	24 734	24 734	24 734	24 734	24 734	24 734	24 734
Kohustuslik reservkapital	1 278	1 278	1 278	1 278	1 278	1 278	1 278	1 278
Jaotamata kasum	50 995	51 384	47 804	64 753	77 512	74 243	77 408	72 814
<b>Omakapital kokku</b>	<b>89 007</b>	<b>89 396</b>	<b>85 816</b>	<b>102 765</b>	<b>115 524</b>	<b>112 255</b>	<b>115 420</b>	<b>110 826</b>
<b>Kohustised ja omakapital kokku</b>	<b>209 072</b>	<b>213 610</b>	<b>228 408</b>	<b>249 748</b>	<b>262 855</b>	<b>266 665</b>	<b>256 173</b>	<b>253 393</b>

Allikas: Autori koostatud AS Tallinna Vesi 2015-2022 konsolideeritud majandusaasta aruannetes väljatoodud andmete põhjal

### Lisa 3. Watercom OÜ finantsnäitajad 2015-2021

miljonites eurodes	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Müügitulu	9,4	9,4	9,9	11,5	12,3	12,3	12,9
Brutokasum	1,1	1,0	1,3	1,4	1,2	1,3	1,7
Ärikasum	0,6	0,3	1,0	1,0	0,8	0,9	1,3
Puhaskasum	9,4	0,3	0,9	0,9	0,7	0,8	1,2

Allikas: Autori koostatud lühendatud Watercom OÜ 2015-2021 finantsnäitajate tabel majandusaasta aruannete andmete alusel

## Lisa 4. Lihtlitsents

### Lihlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks<sup>1</sup>

Mina Kaspar Männik (*autori nimi*)

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose  
BÖRSIETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE AKTSIASELTS TALLINNA  
VESI NÄITEL

(*lõputöö pealkiri*)

mille juhendaja on Ilzija Ahmet,

(*juhendaja nimi*)

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.

---

11.05.2023(kuupäev)

---

<sup>1</sup> 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 tähtajaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. ja 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.