

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Heinrich Tinno

**BÖRSIETTEVÕTTE FUNDAMENTAALSE VÄÄRTUSE
HINDAMINE ENEFIT GREEN NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava ärindus, peaeriala ärirahandus

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD

Tallinn 2022

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 6131 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Heinrich Tinno

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 179659TABB

Üliõpilase e-posti aadress: heinrichtinno@gmail.com

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

SISUKORD	3
LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	6
1. ETTEVÕTTE FUNDAMENTAALSE VÄÄRTUSE HINDAMISE.....	8
1.1. Ettevõtte fundamentaalne väärtus ning selle hindamine	8
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod	9
1.3. Suhtarvude võrdlemise meetod	13
1.4. Roheenergia sektori väljavaade	14
2. ENEFIT GREEN AS ja ärikeskkond.....	17
2.1. Enefit Green AS tutvustus	17
2.2. Enefit Green AS peamised finantsnäitajad	18
2.3. Enefit Green AS aktsia	21
3. ENEFIT GREEN AS FUNDAMENTAALSE VÄÄRTUSE HINDAMINE	23
3.1. Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	23
3.1.1. Vabade rahavoogude prognoos	23
3.1.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna (WACC) arvutus	24
3.1.3. Terminaalväärtuse arvutamine ning rahavoogude diskonteerimine, ettevõtte väärtuse leidmine	25
3.2. Ettevõtte väärtuse hindamine suhtarvude võrdlemise meetodil	27
3.3. Analüüsi tulemused ja järeldused	30
KOKKUVÕTE	32
SUMMARY	34
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	36
LISAD	38
Lisa 1. Ajalooline bilanss	38
Lisa 2. Bilansi prognoos	40
Lisa 3. Kasumiaruande prognoos	41
Lisa 3. Lihtlitsents	42

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureuse töö pealkiri on: Börsiettevõtte fundamentaalse väärtuse hindamine Enefit Green näitel. Töö eesmärgiks on leida Enefit Green AS fundamentaalne väärtus ning näha, kuidas see erineb aktsia turuhinnast. Töös kasutatavad hindamismeetodid on diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrreldavate suhtarvude meetod. Töö autor lähtus analüüsitava ettevõtte valikul sellest, et Enefit Green AS aktsiate esmane pakkumine oli äärmiselt edukas ning ettevõtte tegutseb roheenergia sektoris, mis on täna mitmete investorite jaoks atraktiivne valdkond.

Autor püstitas töö eesmärgi saavutamiseks järgnevad uurimisküsimused:

- 1) Mis on Enefit Green fundamentaalne väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 2) Mis on Enefit Green fundamentaalne väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- 3) Milline on aktsia fundamentaalse väärtuse hinnang eelnevalt kasutatud meetodite tulemuste põhjal?
- 4) Kui palju erineb arvutatud fundamentaalne väärtus hetke turuväärtusest?

Diskonteeritud rahavoogude meetodil sai töö autor ettevõtte ühe aktsia fundamentaalseks väärtuseks 4.76 eurot. Sensitiivsusanalüüsi tulemusel jääb aktsia väärtus vahemikku 3.17 – 10.18 eurot sõltuvalt sisemise kasvumäära ning kapitali kaalutud keskmise hinna muutumisest. Ettevõtte ühe aktsia hind 27.04.2022 kuupäeva seisuga oli 3.91 eurot, mis tähendab, et aktsia fundamentaalne väärtus on 21.74% kõrgem turuhinnast.

Aktsia fundamentaalne väärtus on võrreldavate suhtarvude meetodil järgnevad: EV/EBITDA järgi 7.72 eurot, P/E järgi 9.29 eurot ja P/B järgi 7.47 eurot. Võttes neist keskmise tuleb aktsia fundamentaalseks väärtuseks võrreldavate suhtarvude meetodil 8.16 eurot, mis on 108.71% kõrgem turuhinnast.

Kahe meetodi keskmise tulemusel kujunes aktsia fundamentaalseks väärtuseks 6.46 eurot, mis on 65.22% kõrgem turuhinnast. Töö tulemused viitavad sellele, et aktsia on alahinnatud ning võiks olla investoritele atraktiivne valik.

Võtmesõnad: fundametaalne väärtus, diskonteeritud rahavoogude meetod, võrreldavate suhtarvude meetod, ettevõtte väärtuse hindamine

SISSEJUHATUS

Aastat 2021 võib kindlasti nimetada jaeinvestorite aastaks. Aastasse mahtus mitmeid põnevaid juhtumeid ja trende nagu jaanuaris alanud videomängude jaemüüja GameStop Corporation saaga, krüptovarade ja NFT-de plahvatuslik populaarsuse kasv või ka näiteks mitmed logistilised probleemid, millest värvikaim on vast Suessi kanali õnnetu blokeerimine laeva *Ever Given* poolt.

Viimaste aastate jooksul on investeerimine populaarsust kasvatanud ka lähemal, mida näitab ka pea kõikide 2021. aastal Balti börsile noteeritud ettevõtete aktsiate suured ülemärkimised. Aasta jooksul noteeriti Nasdaq Balti börsil kümne ettevõtte aktsiad, millest üheksasse oli võimalik ka jaeinvestoritel investeerida (nimekirjas ka Estonian Japan Trading Company, kes tänaseni ei ole raha avalikkuselt kaasanud).

Käesolev töö keskendub Nasdaq Balti börsilt 2021. aastal suurima summa kaasanud ettevõttele Enefit Green AS. Töö eesmärgiks on börsiettevõtte Enefit Green AS fundamentaalse väärtuse hindamine, aitamaks investoritel ettevõtet analüüsida ning langetada ostu- või müügiotsust. Fundamentaalse väärtuse leidmiseks kasutatakse kahte meetodit, milleks on diskonteeritud rahavoogude meetod ning suhtarvude võrdlemise meetod.

Enefit Green AS on taastuenergia tootmisettevõtte, mille põhitegevusteks on elektri ja soojuse tootmine koostööjaamades ning elektri tootmine nii tuule- ja päikeseparkides kui ka hüdroelektrijaamas. Ettevõtte kuulus varasemalt 100% riigiettevõttele Eesti Energia, kuid IPO tulemusel langes Eesti Energia osalus 77.17 % peale. Valitsusest on tulnud indikatsioone, et lähiaastatel võib Eesti Energia oma osalust avaliku pakkumise abil veelgi vähendada, ning kui see peaks toimuma lähitulevikus, siis võib antud töö olla aluseks ka järgmise emissiooni korral otsuse tegemisel, kuigi parem oleks sel juhul kasutada uuendatud mudelit.

Peamised uurimisküsimused:

- 1) Mis on Enefit Green fundamentaalne väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 2) Mis on Enefit Green fundamentaalne väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?

- 3) Milline on aktsia fundamentaalse väärtuse hinnang eelnevalt kasutatud meetodite tulemuste põhjal?
- 4) Kui palju erineb arvutatud fundamentaalne väärtus hetke turuväärtusest?

Töö on jaotatud kolmeks peatükiks. Töö esimene peatükk keskendub fundamentaalsest väärtusest üldise pildi andmisele, kasutatavatest meetoditest ülevaate andmisele ning roheenergia sektori tulevikuvaatele. Antud töös kasutatavad ettevõtte fundamentaalse väärtuse leidmise meetodid on diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrreldavate suhtarvude meetod. Teine osa keskendub hinnatava ettevõtte Enefit Green AS tegevusest ja tegevusvaldkonnast ülevaate andmisele. Viimane peatükk kasutab eelnevates peatükkides välja toodud teoreetilist tausta ning informatsiooni Enefit Green AS fundamentaalse väärtuse leidmiseks ning analüüsiks.

1. ETTEVÕTTE FUNDAMENTAALSE VÄÄRTUSE HINDAMISE

Selles peatükis annab töö autor ülevaate töös kasutatavatest ettevõtte fundamentaalse väärtuse hindamismeetoditest.

1.1. Ettevõtte fundamentaalne väärtus ning selle hindamine

Fundamentaalne väärtus on vara väärtus, mis oleks arvatatud kõike teadva, täiesti objektiivse analüütiku poolt, kes on loonud ideaalse mudeli. Ilmselt sellist analüütikut olemas ei ole, kuid see ilmestab lähenemist, mille poole fundamentaalse väärtuse hindamisel peaks püüdlema. (Damodaran, 2010)

Fundamentaalne analüüs aitab investoritel ning analüütikutel hinnata varade hinnataset ning seeläbi teha investeerimisotsuseid. Vara fundamentaalne väärtus võib olla erinev selle turuhinnast. Vara fundamentaalse väärtuse leidmine on osaliselt subjektiivne, mis tuleb välja näiteks vaadates analüütikute eriarvamusi sama ettevõtte hindamisel. (Bllattacharyya, 2012)

Fundamentaalse analüüsi peamine eeldus on, et ettevõtte väärtus sõltub selle finantsilistest omadustest, millest peamised on toodetavad rahavood, riskiprofiil ning kasvupotentsiaal (Damodaran, 2012). Fundamentaalselt analüüsi kasutavad investorid hoiavad oma portfellis analüüsi põhjal alahinnatud vara ning loodavad selle abil teenida turu keskmisest paremat tootlust (Damodaran, 2012). Selline strateegia on oma olemuselt pikaajaline ning eeldab, et turud on ratsionaalsed ning ajaga muutub fundamentaalne väärtus võrdseks turuhinnaga.

Investeerimise üheks alustalaks on arusaam, et investor ei maksa vara eest rohkem kui antud vara väärt on. On inimesi, kes argumenteerivad, et väärtus on vaataja silmades, kuid ratsionaalne investor seda ei usu, ning vaatab ostetava finantsvara toodetavaid rahavooge. (Damodaran, 2012)

Börsiettevõtte fundamentaalse väärtuse leidmiseks on erinevaid põhjuseid. Investor võib kasutada fundamentaalset analüüsi, et võrrelda ettevõtte turuväärtust fundamentaalse väärtusega ning selle läbi langetada otsus antud aktsiat osta või müüa. Analüüsidest mitmeid börsil noteeritud ettevõtteid võib oma portfelli ehitada üles alahinnatud väärtpaberitest, mis peaksid pikas perspektiivis saavutama oma õiglase väärtuse. Selline lähenemine võib pakkuda turu keskmisest kõrgemat tootlust. Analüüsitud ettevõtteid võib omavahel võrrelda ning olles oma analüüsis piisavalt kindel, võib investor proovida müüa ülehinnatud väärtpabereid lühikeseks. (Fernandez, 2013)

Fundamentaalanalüüsi võib kasutada ka aktsiate esmaste avalike pakkumiste korral, et saada selgust, kas aktsiaid on arukas märkida või mitte (Fernandez, 2013).

On mitmeid põhjuseid, miks arvatud fundamentaalne väärtus võib olla erinev turuhinnast. Esimene võimalik põhjus võib olla vigane mudel. Kuna ettevõtte fundamentaalse väärtuse hindamine on teatud osas subjektiivne, siis võivad tulemust mõjutada näiteks mitterealistlikud kasvuprognosid või riskide vale või puudulik arvestamine. Teine võimalik viga võib olla turu riskipremiumi suurusega eksimine. Kolmandaks põhjuseks on võimalus, et turg ongi vara valesti hinnastanud. Kuid isegi kui kolmas variant on korrektne, ei tähenda see, et arvatud tulemusega saab alati oma portfelli kasvatada. Fundamentaalse väärtuse arvutamisest leitud ebaefektiivsusest kasu saamiseks, peab turg oma vea parandama ning ka see ei pruugi juhtuda lähitulevikus. Seetõttu on fundamentaalset analüüsi kasutaval investoril vajalik olla pika ajahorisondiga. (Damodaran, 2010)

Käesolev töö kasutab kahte levinumat meetodit ettevõtte fundamentaalse väärtuse leidmiseks, nendeks on diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF) ning suhtarvude võrdlemise meetod.

1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetod põhineb ühel lihtsast, kuid samas võimsast arusaamast. Arusaamast, et raha täna on väärt rohkem, kui raha homme. Inimesed väärtustavad tänast tarbimist rohkem kui tarbimist tulevikus, mistõttu on nad valmis lükkama kasu saamise edasi vaid juhul, kui tulevikus on kasu suurem. Teine põhjus ajaväärtusel on inflatsioon, mis vähendab tuleviku rahavoogude väärtust, sest tulevikus saab nende eest vähem, kui täna. Kolmandaks põhjuseks on tulevikus peituv risk. Täna kättesaadav raha on kindel, kuid tulevikus võib juhtuda ettenägematuid

situatsioone, mis võivad viia lubatud kasu mitte saamiseni. Raha ajaväärtuse arvesse võtmist nimetatakse diskonteerimiseks. (Damodaran, 2010)

Diskonteeritud rahavoogude meetod kasutab ettevõtte väärtuse leidmiseks selle poolt tulevikus genereeritavaid rahavooge. Prognoositavad rahavood diskonteeritakse tänasesse väärtusesse ning liidetakse. Kokku saab meetodi võtta lihtsa valemiga:

$$\text{Vara väärtus} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

kus n on vara eluiga, CF on rahavoog perioodil t ning r on diskontomäär, mis peegeldab hinnatavate prognoositud rahavoogude riskitaset. (Damodaran, 2012)

Erinevatel varaklassidel on erinevad rahavood, näiteks aktsiatel dividendid ja võlakirjadel intressid (kupongid) ja võlakirja nimiväärtus, kuid DCF meetodid võib kasutada ka projektipõhiselt, kasutades selle eeldatavat rahavoogu. (Damodaran, 2012)

Kuigi diskonteeritud rahavoogude meetod on oma olemuselt kvantitatiivne, ei tähenda see, et tulemus on objektiivne (Damodaran, 2012). Mudeli sisendid sõltuvad suuresti subjektiivsetest eeldusest ja arvamustest, mida on keeruline kui mitte võimatu elimineerida (Damodaran, 2012). Lisaks analüütiku isiklikele arvamustele vähendavad valuatsioonimudeli objektiivsust tihtipeale ka puudulik või halvimal juhul petlik informatsioon.

DCF mudeli ehitamise alustamiseks on vajalik valida rahavoog, mida prognoosida. Väärtuse arvutamisel vaba rahavoo abil on kaks võimalust, kas arvutada vaba rahavoog omakapitali (*free cash flow to equity*) või valida ettevõtte vaba rahavoog (*free cash flow to firm*). (Villu, 2008)

FCFE on rahavoog, mis kuulub aktsionäridele peale tegevuskulude, laenuintresside ja põhiosade makseid ning ka peale vajalike investeeringute tegemist käibe- ja põhivaradesse. (Stowe, Robinson, Pinto, & McLeavey, 2007)

FCFF on rahavoog, mis on kättesaadav ettevõttesse kapitali andjatele peale kõiki tegevuskulusid (k.a. makse) ning ka peale investeeringute tegemist käibe- ja põhivaradesse. Kapitali andjad sisaldavad endas nii aktsionäre kui ka võlaandjaid. (Stowe, Robinson, Pinto, & McLeavey, 2007)

Vaba rahavoogu omakapitali tasub kasutada kui:

- 1) ettevõtte finantsvõimendus on stabiilne (olenemata sellest kas on see kõrge või madal) (Damodaran, 2021)
- 2) hinnatakse aktsia väärtust. (Damodaran, 2021)

Vaba rahavoog ettevõttele on kasutusel kui:

- 1) on oodata finantsvõimenduse suuruse muutust ajas, sest selle meetodi puhul ei pea rahavoogudes arvestama laenumaksete või uute laenude võtmisega, ning diskonomäär ei muutu dramaatiliselt (Damodaran, 2021)
- 2) olemasolev info finantsvõimenduse kohta on puudulik (näiteks ei ole teada laenude intressimäär) (Damodaran, 2021)
- 3) on põhjused, miks on vajadus hinnata ettevõtet ning mitte selle omakapitali. (Damodaran, 2021)

Käesolevas lõputöös kasutab autor ettevõtte fundamentaalse väärtuse arvutamiseks vaba rahavoogu ettevõttele (FCFF), sest info pole täielik ning ettevõtte finantsvõimendus muutub ajas tulenevalt investeringutest kapitalimahukatesse projektidesse.

Börsiettevõtte eluiga ei ole teada ning rahavooge prognoosida igavesti ei ole mõistlik. Seetõttu lõpetatakse rahavoogude prognoos teatud hetkel ära ning arvutatakse terminaalkväärtus, mis peegeldab kõiki rahavooge, mis tekivad peale prognoosiperioodi. (Damodaran, 2010)

Ettevõtte terminaalkväärtus arvutatakse järgnevalt (Damodaran, 2012):

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

Kus,

TV = terminaalkväärtus

FCFF – vaba rahavoog ettevõttesse

WACC – kaalutud keskmine kapitali hind

g - stabiilne kasvumäär

n – viimane prognoositud aasta

Kuna terminaalkväärtus ning seeläbi ka kogu DCF mudel on üsna tundlik muutustele stabiilses kasvumääras, tasub hindamise käigus ka läbi viia sensitiivsusanalüüs. (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe, 2010)

Diskontomäärä leidmiseks kasutab autor kaalutud keskmist kapitalikulu (*weighted average cost of capital*), mille arvutamise valem on järgmine (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015):

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times R_e \right) + \left(\frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T_c) \right)$$

kus,

E = omakapitali väärtus

D = võõrkapitali väärtus

$V = E + D$

R_e = omakapitali hind

R_d = võõrkapitali hind

T_c = ettevõtte tulumaksumäär

Ettevõtte omakapitali hinna arvutamiseks saab kasutada CAPM-i (*capital asset pricing model*). CAPM kirjeldab suhet süstemaatilise riski ja oodatava tulumäära vahel ning on finantssektoris laialdaselt kasutatud. CAPM kalkulatsioon näeb välja järgmine (Steiger, 2008):

$$ER_i = R_f + \beta_i(ER_m - R_f)$$

kus,

ER_i = oodatav tulumäär

R_f = riskivaba tulumäär

β_i = investeeingu beeta (ehk volatiilsus ehk süstemaatiline risk)

$(ER_m - R_f)$ = turu riskipremia

Investorid soovivad tasutud saada nii riski kui ka raha ajaväärtuse eest. CAPM sees olev riskivaba tulumäär on vastutab ajaväärtuse kompenseerimise ning ülejäänud komponendid lisanduva riski eest. Beeta näitab süstemaatilise riski suurust võrreldes turu keskmisega, beetakordaja 1.0 näitab süstemaatilist riski mis on võrdne turu keskmisega. Beetakordaja kasvuga kasvab ka süstemaatiline risk. Seevastu beetakordaja alla ühe näitab, et vara on turu keskmisest vähem volatiilne. (Steiger, 2008)

Riskivaba tulumäära leidmiseks kasutatakse üldjuhul riigi võlakirju. Kuna Eesti pikaajalisi võlakirju väljastanud ei ole, kasutab Konkurentsiamet Saksamaa 10-aastast võlakirja, mida

korrigeeritakse Eesti riigiriski preemiaga (Konkurentsiamet, 2019). Sama lähenemist kasutab ka töö autor.

1.3. Suhtarvude võrdlemise meetod

Suhtarvude võrdlemine on üks levinumaid ja lihtsamaid meetodeid ettevõtte omakapitali väärtuse leidmiseks. Üldiselt loetakse diskonteeritud rahavoogude meetodit suhtarvude võrdlemise meetodist täpsemaks ning paindlikumaks, kuid kuna DCF meetodi tulemus on vaid nii täpne kui on prognoositud rahavood, siis on suhtarvud heaks abiks mudeli testimiseks ning parandamiseks. Lisaks aitavad suhtarvud leida ettevõtte probleeme, suunates analüüsi tegijat uurima, miks analüüsitud ettevõtte kaupleb madalamatel või kõrgematel suhtarvudel kui muud sellega sarnased ettevõtted. (Goedhart, Koller, & Wessels, 2005)

Suhtarvude võrdlemise meetodil ja diskonteeritud rahavoogude meetodil on üks põhimõtteline erinevus. Kui diskonteeritud rahavoogude meetod proovib vara fundamentaalset väärtust leida tema loodud rahavoogude põhjal, siis võrreldavate suhtarvude meetod proovib vara hinnata selle järgi, kui palju on turg nõus maksma sarnaste varade eest. Juhul kui turg on vara hinnastanud korrektselt, siis peaksid kaks meetodit viima keskmiselt sarnasele tulemusele. Kuid kui turg seda teinud ei ole, siis võivad diskonteeritud rahavoogude meetodil ning võrreldavate suhtarvude meetodil leitud tulemused üksteisest erineda. (Damodaran, 2010)

Suhtarvudest populaarseim on P/E (*price to earnings*) ning selleks on ka põhjust. Esiteks on P/E suhtarvu arvutamine äärmiselt lihtne ning teiseks varjab ta endas üsnagi palju kasulikku informatsiooni. Suhtarvu kalkuleerimiseks on vaja jagada aktsia turuhind kasumiga aktsia kohta. Kasum aktsia kohta saadakse ettevõtte puhaskasumi jagamisel aktsiate arvuga. (Liivamägi, Talpsepp, & Vaarmets, 2020)

Ajalooline keskmine P/E suhe USA aktsiaturul on olnud vahemikus 15-16, mida üldiselt peetaksegi õiglaseks tasemeks. Küll aga, ei tasu ainuüksi selle põhjal otsust langetada, sest üks P/E suurus sõltub peamiselt oodatava kasumi kasvumäärast. Kiiresti kasvavate ettevõtete P/E suhtarv on üldjuhul kõrgem juba stabiilsuse saavutanud ettevõtetest. Lisaks kasumi kasvuootusele

on P/E suhe sõltuv riskidest nii ettevõttele kui ka regioonile, kus ettevõtte tegutseb. Kõrgem risk tähendab madalamat P/E suhet. (Kert, 2007)

Järgmiseks töös kasutatavaks suhtarvuks on EV/EBITDA (*enterprise multiple*) suhtarv. Erinevalt mitmetest teistest suhtarvudest, teeb EV/EBITDA võimalikuks võrrelda eri riikides asetsevaid ettevõtteid kasutades maksueelset kasumit. Eriti palju kasutatakse EV/EBITDA suhtarvu potentsiaalsete omandamistingute otsimisel, sest EV sisaldab endas ka võlakoores komponenti, mis ainuüksi turukapitalisatsioon ei tee. Suhtarvu saamiseks jagatakse ettevõtte väärtus ettevõtte EBITDA-ga. Börsil kaubeldava ettevõtte korral leitakse ettevõtte vaatus järgmiselt: (Bluemountain Investment Research, 2018)

$$EV = \text{turukapitalisatsioon} - \text{laenukohustused} + \text{raha}$$

Potentsiaalne piirang EV/EBITDA suhtarvu kasutamisel peitub selles, et madal suhtarv ei tähenda alati head ostusignaali, vaid võib viidata mõnele suurele probleemile ettevõttes, näiteks pankrotiohtu. (Bluemountain Investment Research, 2018)

Kolmandaks töös kasutatavaks suhtarvuks on P/B (*price-to-book ratio*), mis seob omakapitali raamatupidamisliku ning turuväärtuse. Omakapitali raamatupidamislik väärtuse leiame, kui lahutame bilansis leitavad varad kohustustest. Antud suhtarvu kasutamist ei takista negatiivne kasum, seega saab seda kasutada ka olukorras, kus P/E suhtarvu ei saa. Suhtarvu arvutamiseks jagame aktsia hinna aktsia raamatupidamisliku väärtusega. Nagu ka varem kirjeldatud suhtarvudega, varieerub keskmine P/B suhtarv erinevates tööstusharudes üsna märgatavalt, mistõttu ei ole mõistlik tuua välja mõnda kindlat arvu, millest madalam või kõrgem olles saaks anda soovitusi aktsiat osta või müüa. (Block, 1964)

1.4. Roheenergia sektori väljavaade

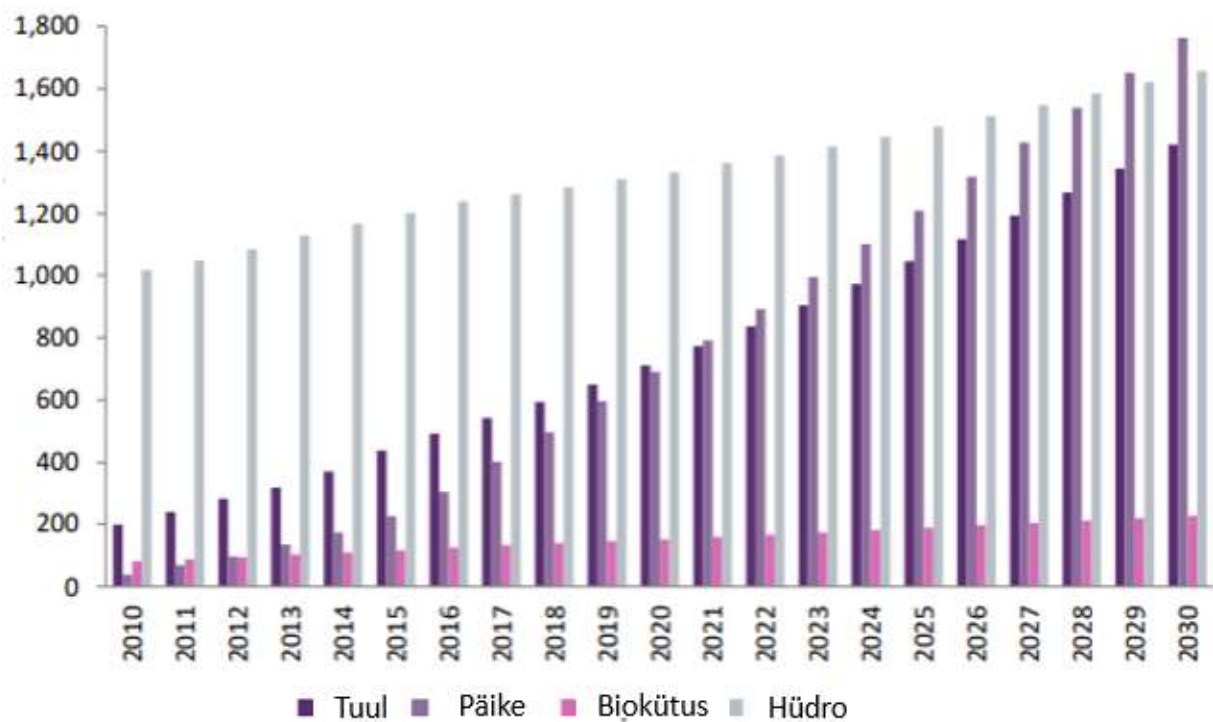
Roheenergia sektor pidas 2021. aastal vastu hästi, sellele aitas kaasa tugev nõudlus ning ka positiivne poliitiline surve olla keskkonnasõbralik. Kiire tehnoloogia areng nii energia tootmisel kui ka selle salvestamisel ning läbi selle saavutatud väiksemad kulud aitavad roheenergial iga aasta

tugevamat positsiooni saavutada. Olenemata tarneraskustest, tarnehindadest ning materjalide kallinemisest on sektor kasvutrendis. (Deloitte, 2021)

Investorid pööravad ühe enam tähelepanu vastutustundlikele rahastamisühikutele (PricewaterhouseCoopers, 2020). Populaarseks on muutumas lühend ESG, mis seisab kolme põhimõtte eest: keskkond (*environment*), sotsiaalsed aspektid (*social*) ning juhtimine (*governance*). See on positiivne märk taastuvenergia sektorile, sest ESG põhimõtteid jälgivad organisatsioonid eelistavad roheenergiat mitte-taastuvenergiale (Deloitte, 2021).

Roheenergia sektori kasvule räägib kaasa ka riiklik energia- ja kliimakava, mille põhjal peab 2030. aastaks moodustama taastuvenergia osakaal energia summaarsest lõpptarbimisest vähemalt 42%. (Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium, 2019)

Globaalne tuuleenergia kumulatiivne tootmisvõimsus on kasvanud 198 GW pealt 650.2 GW peale aastatel 2010-2019 saavutades kumulatiivse aastase kasvumäära (CAGR) 14.1%. Päikeseenergia on kasvanud veelgi jõulisemalt kasvades samal perioodil 38.5 GW pealt 596.8 GW peale, päikeseenergia kasvukiiruseks on 35.6%. Kogu taastuvenergia, sisaldab ka hüdroenergiat, oli aastal 2010 1 346.7 GW, see kasvas aastaks 2019 rohkem kui kaks korda 2 725.7 GW-ni. 2019. aastal oli suurima osakaaluga hüdroenergia 48.1%, millele järgnes tuuleenergia 23.9%-ga ning seejärel päikeseenergia 21.9%. Nii hüdro-, tuule-, kui ka päikeseenergia võimsused on prognoositud kasvama kiire tempoga. Prognoos aastani 2030 on leitav joonisest 1 (MarketLine, 2020)



Joonis 1. Taastuvenergia tootmisvõimsuste prognoos aastani 2030. Allikas: (MarketLine, 2020)

Varasemalt on taastuvenergia olnud võrreldes fossiilkütustest toodetud elektriga pigem kallis, mistõttu on mitmed riigid pakkunud erinevaid soodustusi ja toetusi. Nüüd on aga kiiresti arenevad tuule ja päikeseenergia lahendused muutumas majanduslikult konkurentsivõimeliseks. Kaldapealsed tuulefarmid on muutunud tõsiseltvõetavaks ning ajale vastu pidanud tehnoloogiaks. (MarketLine, 2020)

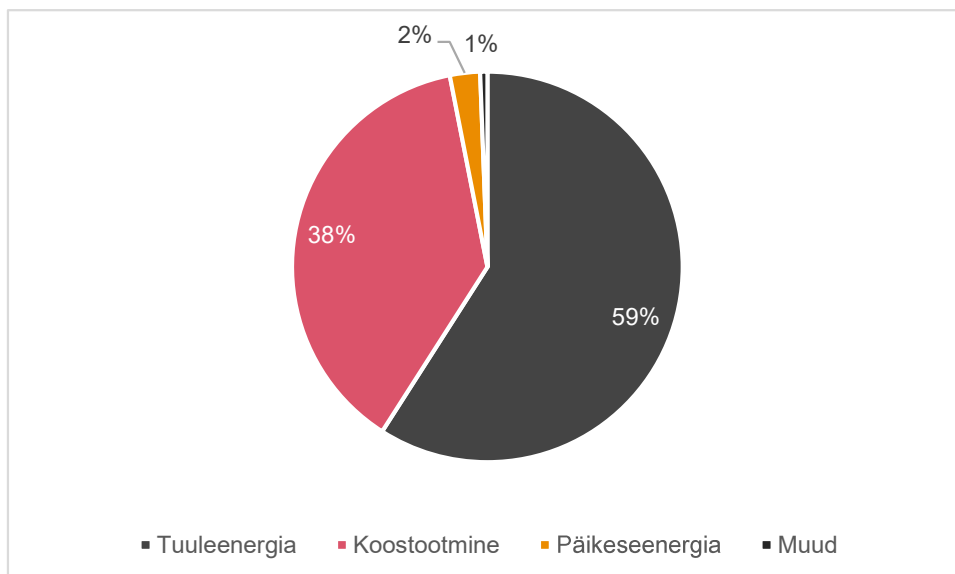
Töö autor võtab tehnoloogia abil efektiivsuse paranemise ning soosiva poliitilise kliima arvesse prognooside tegemisel.

2. ENEFIT GREEN AS ja ärikeskkond

Enne investeerimist on kasulik ennast kurssi viia ettevõtte tegevusala, ärimudeli ning ärikeskkonnaga. Järgnevad alapeatükid annavad ülevaate Enefit Green AS tegutsemisest.

2.1. Enefit Green AS tutvustus

Enefit Green AS on taastuvenergia tootmisettevõtte, mille põhitegevusteks on elektri ja soojuse tootmine koostööjaamades ning elektri tootmine nii tuule- ja päikeseparkides kui ka hüdroelektrijaamas. Ettevõtte oli varasemalt 100% Eesti Energia tütarettevõtte, kuid 2021. aasta oktoobris korraldas Enefit Green AS aktsiate esmase avaliku pakkumise (IPO), et kaasata raha kasvustrateegia elluviimiseks. Pakkumise tagajärjel jäi riigi ettevõttele Eesti Energia 77.17% Enefit Green AS aktsiatest. Tegemist oli läbi aegade suurima investorite hulga IPO-ga Balti turgudel, aktsiaid omandas üle 60 000 investori. Aktsia märkimise hind oli 2,9 eurot ning IPO maht oli kokku 175 miljonit eurot. Enefit Greeni aktsia populaarsus ei piirdunud IPO-ga ning esimestel kauplemisskuudel oli see enimkaubeldud aktsia nii tehingute arvu kui ka käibe poolest Nasdaq Balti börsil. (Enefit Green AS, 2021)



Joonis 2. Enefit Green AS äritulud segmentide järgi.

Allikas: (Enefit Green AS, 2021)

Enefit Green AS tootmisportfellis on 22 tuuleparki Eestis ja Leedus, 38 päikeseelektri-jaama Eestis ja Poolas, 4 koostootmisjaama (biomass) Eestis ja Lätis, väike hüdroelektrijaam Keila-Joal (Enefit Green AS, 2022) (Enefit Green AS, 2021). Joonisel 2 on välja toodud müügitulu jagunemine erinevate energiatootmis segmentide vahel majandusaastal 2021. Jooniselt on selgelt näha tuuleenergia dominantsus Enefit Green portfellis, mille äritulud moodustavad 59% kontserni ärituludest, kuid kaugemale ei jää ka koostootmise segment moodustades 38% ärituludest.

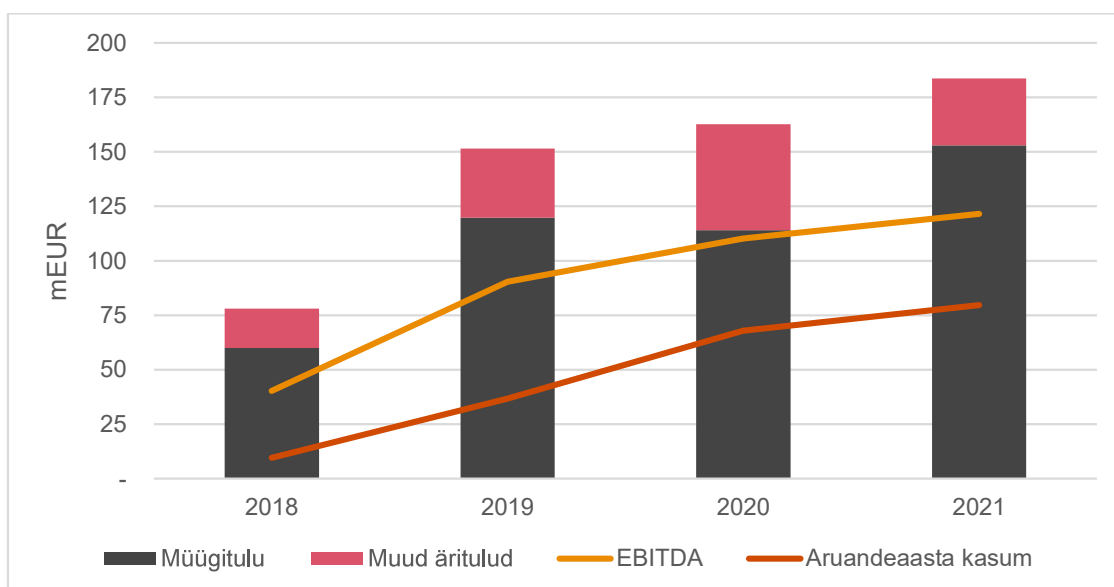
2.2. Enefit Green AS peamised finantsnäitajad

Investeermisvõimaluse kaalumisel on üheks peamiseks teguriks ettevõtte finantsnäitajad. Käesolev peatükk proovib anda ülevaate ettevõtte finantsseisundist olles seeläbi sisendiks nii diskonteeritud rahavoogude meetodi kui ka suhtarvude võrdlemise meetodile. Andmed pärinevad aastatest 2018-2021.

Enefit Green on kasvanud tempokalt, pidevalt on arendusel erinevad taastuvenergiaprojektid nii Balti riikides, Poolas kui ka Soomes. Lisaks on ettevõtte kasvatanud võimekust omandamiste kaudu, näiteks ostis Enefit Green 2018. aastal 100% osaluse ettevõttes Nelja Energia AS ning 2019. aastal Poola päikeseenergia ettevõtte GEO Renewables S.A. (Mergermarket)

Joonis 3 näitab, et ettevõtte on kasvatanud oma müügitulu perioodil 2018-2021 üle 2.5 korra, alustades 2018. aastal 60 miljoniga ning saavutades 2021. aastal müügituluks lausa 153 miljonit eurot (CAGR 37%). Suured plaanid investeerida nii uutesse tuule- kui päikesefarmidesse annavad sisendi agressiivseks kasvutempoks tuleviku prognoosimisel.

Joonisel 3 näidatud „muud tulud“ koosnevad peamiselt taastuvenergia toetustest, mida 2021. aastal saadi ligi 30 miljoni euro eest, muude tulude alla kuulub veel ka sihtfinantseerimine summas 0.6 miljonit eurot seoses Narva Tuulepargi, Paide elektrijaama ning biomassist koostootmisjaama ehitamiseks Lätis. (Enefit Green AS, 2021)



Joonis 3. Enefit Green kogutulu jagunemine, EBITDA ning aruandeaasta kasum aastatel 2018-2021. Allikas: (Enefit Green AS, 2021)

Enefit Green jaotab oma tegevussuunad neljaks (Enefit Green AS, 2021):

- 1) Tuuleenergia (hõlmab kõiki tuuleparke);
- 2) Koostootmine (hõlmab kõiki grupi koostootmisjaamasid ja pelletite tootmist);
- 3) Päikeseenergia (hõlmab kõiki grupi päikeseparke);
- 4) Muud (sh hüdroenergia, kombineeritud taastuvenergialahendused, kesksed arendus- ja juhtimisüksused)

Tuuleenergia segment sisaldab endas nii opereeritavaid tuuleparke, tuuleparkide arendusi, osaliselt tuuleparkide arendamisega seotud juhtimiskuludest ning ka osaliselt tuuleparkide juhtimiskuludest eraldi. 2021. aastal olid tuuleparkide toodangud mõnevõrra väiksemad eelnevast aastast, selle põhjuseks olid suuresti tagasihoidlikumad tuuleolud ning parkide pisut madalam töökindlus. Erinevus kahe aasta vahel oli -13,7% ning toodang kokku oli 2021. aastal 983 GWh. Väikeste mahtude juures suudeti siiski saavutada eelnevast aastast isegi parem finantstulemus, põhjuseks elektrihindade tõusud ning taastuvenergia tasu. Eesti tuulepargid, mille toetuslune periood ei ole lõppenud, saavad lisaks elektriinnale taastuvenergia tasu 53.7 €/MWh kohta. Eesti keskmine tuuleparkide elektri hind koos toetustega kasvas 67% ning oli 2021. aastal 124€/MWh. Leedu tuuleparkide keskmine hind oli 80€/MWh. Eelnevas peatükis toodud Joonis 1 näitas, et tuuleenergia on vaieldamatult suurima osakaaluga ärisuund, täpsemalt moodustab see 108.5 miljoni euroga 59% ärituludest ning 74% EBITDAst. Tuuleparkide äritulud kasvasid võrreldes eelneva aastaga 26% ning EBITDA 29%. (Enefit Green AS, 2021)

Koostootmise segmendis on arvesse võetud Iru, Paide, Valka ja Broceni koostootmisjaamad ning pelletitehas. Segmendi elektritoodang 2021. aastal oli ligikaudu 184.6 GWh jäädes eelneva aastaga samale tasemele. Sarnaselt tuuleparkidele saavad ka Iru ja Paide koostootmisjaamad taastuvenergia tasu 53,7 €/MWh kohta taastuvatest allikatest toodetud elektri eest. Lisaks makstakse tasu ka mitte-taastuvatest kütusest 32 €/MWh kohta tõhusa koostootmise režiimil toodetud elektri eest. Valka koostootmisjaamale on määratud fikseeritud elektri hind 105.6 €/MWh kohta. Koostootmise segmendi keskmine arvutuslik elektri hind on kasvanud 41% ning oli 2021. aastal keskmiselt 116 €/MWh (2020: 82 €/MWh) kohta. Hinnatõusu taga oli Nord Pool Eesti turuhinna tõus ning Iru tõhusa koostootmise toetus. (Enefit Green AS, 2021)

Segmendi soojusenergia toodang kasvas 14% võrdluses eelmise aastaga, toodeti 618 GWh (2020: 544 GWh). Võrdluses eelmise aastaga kahanes keskmine müüdud soojusenergia hind 30% 20€/MWh pealt 14€/MWh-le. Languse põhjuseks on 2021. aasta veebruaris Konkurentsiameti poolt heaks kiidetud Iru soojusenergia uus piirhind 7,98 €/MWh. Varasem piirhind oli 13.99 €/MWh.

Segmendi äritulud kasvasid 69,5 miljoni euroni, mis tähendab 22% tõusu eelmise aasta võrdluses, kus müügitulu oli 56,8 miljonit. Suurimad tõusu põhjused olid tõi pelletite müügitulu kasv (6.2 miljonit eurot, mis tähendab 38% kasvu võrdluses eelmise aastaga) ning elektrimüügitulude kasv (6,0 miljonit eurot, +58%).

Päikeseenergia segment sisaldav endas opereeritavaid päikeseparke, päikeseparkide arendusi ning päikeseteenuseid. 2021. aastal tootis Enefit Green päikeseelektrit 24.1 GWh ning keskmine müüdüd elektri hind oli 90 eurot MWh kohta.

2.3. Enefit Green AS aktsia

Enefit Green AS-i aktsiad said avalikult kaubeldavaks alles 21. oktoobril 2021, kui kaasati börsilt brutotuluna ligikaudu 175 miljonit eurot, millest brutotulu Enefit Greenile oli 100 miljonit ning Eesti Energiale ligikaudu 75 miljonit eurot. Pakkumisega loodi ka Eesti börsiajaloo rekord, kus jaemärkijaid oli üle 60 000. Lisaks jaainvestoritele oli suur huvi ka nii regionaalsetel kui ka rahvusvahelistel institutsionaalsetel investoritel. Esmase avaliku pakkumise hinnaks kujunes 2.90 eurot aktsia kohta. (Enefit Green AS, 2021). 27.04.2022 seisuga on aktsia hinnaks 3.91 eurot, mis tähendab IPO märkijatele 34.8% tootlust. Kõrgeima sulgemishinna saavutas Enefit Green aktsia 18. Novembril 2021, milleks oli 4.49 eurot, päev varem tehti kõrgeima hinnaga tehing 4.8 eurot aktsia kohta. Aktsia hind ei ole lõpetanud päeva kordagi madalamal esmase avaliku pakkumise hinnast 2.9 eurot. Hinnaliikumist esmasest pakkumisest kuni 27.04.2022 on näha joonisel 4.



Joonis 4. Enefit Green AS aktsia hinnaliikumine ning kauplemismaht perioodil 21.11.2021 – 27.04.2022. (allikas: Nasdaq Baltic)

3. ENEFIT GREEN AS FUNDAMENTAALSE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

3.1.1. Vabade rahavoogude prognoos

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamisel, nagu ka nimest näha, on kõigepealt vaja leida ettevõtte vabad rahavood prognoosiperioodil.

Antud töös kasutatud prognoosid aastateks 2022-2026 on loodud töö autori poolt. Prognoosi peamiseks sisendideks olid ettevõtte ajaloolised finantsandmed ning ettevõtte juhatuse poolt majandusaasta aruandes avaldatud tuleviku investeringute plaanid. Lisaks on kasutatud ettevõtte dividendipoliitikat, kus on lubatud välja maksta pool aasta puhaskasumist. Ajaloolised finantsandmed pärinevad aastatest 2018-2021, sest alates 2018. aastast on Enefit Green eksisteerinud praeguseks tuttavaval kujul.

Ettevõttel on plaanis kasvatada nende tootmisvõimsust aastaks 2026 2.4 korda. Kuigi ei see ei tähenda ettevõtte müügitulu kasvu 2.4 korda, siis elektrihinna prognoosimatase pärast on töö autor kasutanud antud plaani nii müügitulu kui ka põhivara investeringute prognoosimiseks.

Bilansi prognoosimisel on töö autor kasutanud erinevaid lähenemisi. Põhivara on töö autor prognoosinud kasvama samas tempos müügituluga. Varude prognoosis sisendiks oli varude käibevälde (DIO – *days inventory outstanding*), mille töö autor arvutas ajalooliste finantsandmete põhjal. Nõuete prognoosimisel lähtus autor sarnasest loogikast varudele, kasutades debitoorse võlgnevuse käibeväldet (DSO – *days sales outstanding*). Võlad tarnijatele saldo prognoosiperioodil sai leitud kasutades kreditoorse võla makseperioodi (DPO – *days payable outstanding*). Pikaajaliste kohustuste prognoos põhines juhtkonna investeringuplaanidel. Prognoosimiseks kasutatud bilansid aastatel 2018-2021 on leitavad lisast 1. Bilansi prognoos on leitav lisast 2.

Kasumiaruande prognoos põhines suuresti juhtkonna plaanil kasvatada toodangumahte (ning antud töö käsitledes ka müügitulu) 2.4 korda. Ülejäänud kasumiaruande read sõltuvad suuresti

nende osakaalust müügitulu vastu. Dividendide tulumaksukulu prognoosi jaoks on kasutatud ettevõtte dividendipoliitikat ning dividendide maksustamise seadust. Kasumiaruande prognoos on leitav lisast 3.

Tabel 1. Enefit Green AS prognoositud rahavood aastatel 2022-2026.

Tuhandetes eurodes	2022	2023	2024	2025	2026
EBITDA	132 717	161 915	197 536	235 068	272 679
Muutus netokäibekapitalis	25 732	11 187	13 648	14 381	14 411
CAPEX	(93 245)	(95 384)	(116 368)	(110 456)	(93 942)
Maksueelne FCFF	65 205	77 719	94 817	138 993	193 148
Makstav dividend	(39 906)	(30 942)	(40 387)	(49 164)	(58 559)
Dividendide tulumaks	(8 119)	(5 253)	(7 249)	(9 057)	(11 137)
<i>Efektivne maksumäär</i>	<i>20%</i>	<i>17%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>19%</i>
FCFF	17 180	41 523	47 180	80 772	123 452

Allikas: Autori arvutused

3.1.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna (WACC) arvutus

Vabade rahavoogude olemasolul on järgmiseks sammuks ettevõtte WACC määra leidmine. Kuna dividendide tulumaks on rahavoogudest juba lahutatud, kasutab autor tulumaksujärgset WACC määra. WACC arvutus on toodud välja tabelis 2. Ülevaade WACC olemusest ning arvutusloogikast (kaasa arvatud CAPM mudel omakapitali hinna leidmiseks) on välja toodud töö esimeses osas. Lisatud on veel ettevõtte suuruse põhine lisa riskipreemia, mis tuli Duff & Phelps poolt avaldatud raportist. Tavaliselt ei võeta Eesti ettevõtete kapitalihinna arvutamisel arvesse ettevõtte tulumaksu, kuid töö autor eeldab, et teenitud kasum makstakse varem või hiljem aktsionäridele dividendidena välja, mistõttu seda on siiski tehtud.

Ettevõtte võõrkapitali hinna leidmine oli lihtsustatud, sest Enefit Green 2021. aasta majandusaasta aruanne sisaldas endas ka kommentaari keskmise laenuintressi osas. Kasutatud võõrkapitali hind on 1.4%.

Tabel 2. WACC arvutus

Korrigeerimata Beeta			0.63
Efektiivne maksumäär (t)			20%
D/E ratio			66.6%
Korrigeeritud Beeta			0.96
Riskivaba tulumäär (Rf)			0.06%
Omakapitali riskipreemium (Rp)			6.0%
Ettevõtte suuruse lisariski preemium (Ssp)			1.9%
Omakapitali hind			7.7%
Võõrkapitali hind			1.4%
WACC	Nõutav tulumäär	Kaal	Maksujärgne WACC
Omakapitali hind	7.7%	54.4%	4.2%
Võõrkapitali hind	1.4%	45.6%	0.7%
WACC			4.9%

Allikas: Autori arvutused, (Duff & Phelps, 2018), (Enefit Green AS, 2021)

3.1.3. Terminaalväärtuse arvutamine ning rahavoogude diskonteerimine, ettevõtte väärtuse leidmine

Ettevõtte väärtuse leidmiseks on vajalik diskonteerida prognoositud rahavood ning liita neile ettevõtte terminaalväärtuse nüüdisväärtus. Tabelis 3 on välja toodud prognoositud rahavood nii enne kui ka peale diskonteerimist ning ka arvutatud terminaalväärtus. Rahavoogude diskonteerimisel on kasutatud kaalutud keskmist kapitali hinda 4.9%, mis on leitud eelnevas alapeatükis 3.1.2..Diskonteeritud rahavoogude liitmisel terminaalväärtusele leitakse ettevõtte väärtus. Autor on kasutanud kasvumäärana 2.1%, mis tuleneb Euroopa Keskpannga pikaajalisest inflatsiooni ootusest. Antud lähenemine on olemuselt pigem konservatiivne, kuid kuna mudelis on kasutatud üsna tugevaid kasvuootusi, siis võib see neid tasakaalustada.

Tabel 3. Diskonteerimata ja diskonteeritud rahavood, terminaalkväärtus

Tuhandetes eurodes	2022	2023	2024	2025	2026	Rahavood kokku	Terminaalkväärtus	EV
FCFF	3 717	48 546	81 406	68 187	46 586	248 441		
Diskonteeritud FCFF	3 529	43 770	69 694	55 431	35 960	208 385	1 106 774	1 315 159

Allikas: Autori arvutused

Omakapitali väärtuse leidmiseks lahutatakse ettevõtte väärtusest netovõlg. Saadud tulemuses jagatud aktsiate arvuga annabki ettevõtte omakapitali väärtuse aktsia kohta ehk ettevõtte aktsia fundamentaalse väärtuse. Antud arvutus on toodud välja tabelis 4. Arvutatud aktsia väärtus tuleb 4.76 eurot, mis on 21.7% suurem aktsia hinnast 27.04.2022 seisuga, kus ühe aktsia hind oli 3.91 eurot. Diskonteeritud rahavoogude meetodi tulemus viitab sellele, et Enefit Green aktsia on alahinnatud.

Tabel 4. Ettevõtte väärtusest Enefit Green AS aktsia fundamentaalse väärtuse leidmine.

EV	1 348 217
Laenukohustused	(169 758)
Raha ja raha ekvivalendid	80 454
Omakapitali väärtus	1 258 913
Omakapitali väärtus aktsia kohta	4.76

Allikas: Autori arvutused

Ettevõtte väärtuse hindamine ei ole täppisteadus, mistõttu viiakse diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamisel tihti läbi ka sensitiivsusanalüüs. Analüüsi eesmärgiks on hinnata, kui tundlik on leitud aktsia hind mõne sisendi osas. Antud töö raames viis autor läbi sensitiivsusanalüüsi WACC määra ning ettevõtte kasvumäära muutuste hindamiseks (tabel 5).

Tabel 5. Sensitiivsusanalüüs WACC määra ja kasvumäära mõju hindamiseks.

		WACC			
		4.5%	5.3%	5.8%	6.3%
kasvumäär	1.5%	5.26	4.06	3.58	3.17
	2.1%	6.49	4.76	4.11	3.58
	2.5%	7.72	5.39	4.57	3.93
	3.0%	10.18	6.49	5.33	4.48

Allikas: Autori arvutused

Sensitiivsusanalüüsist selgub, et Enefit Green aktsia fundamentaalse väärtus jääb vahemikku 3.17-10.18 eurot. Vahemik on küllaltki suur, mis ilmestab veelkord fakti, et ettevõtte väärtuse hindamine ei ole täppisteadus ning muudatused sisendites võivad tuua suured erinevused tulemustes. Analüüsi kasutamisel võib iga investor kasutada talle mõistlikuna tunduvat kasvumäära ning kasutada otsustamisel seda.

3.2. Ettevõtte väärtuse hindamine suhtarvude võrdlemise meetodil

Käesolevas alapeatükis kasutab töö autor ettevõtte Enefit Green AS fundamentaalse väärtuse leidmiseks võrreldavate suhtarvude meetodit. Hindamisel on käsitletud kolme suhtarvu: EV/EBITDA (*enterprise value / earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), P/E (*price to earnings*) ning P/B (*price to book*). Kasutavate suhtarvude kirjeldused on toodud välja töö esimeses osas.

Alusandmed Enefit Green AS suhtarvude arvutamiseks on saadud ettevõtte 2021. aasta majandusaasta aruandest ning aktsia hinnana on autor kasutanud 27.04.2022 sulgemishinda 3.91 eurot. Võrreldavate ettevõtetenä kasutas autor Euroopas tegelevaid avalikult kaubeldavaid taastuvenergiat tootvaid ettevõtteid, esindatud riigid on Rootsi, Taani, Saksamaa, Prantsusmaa, Hispaania ja Itaalia. Andmed võrdlusgrupi kohta pärinevad vastavate ettevõtete majandusaasta aruannetest ning kasutatud on 27.04.2022 seisuga aktsia sulgemishindasid.

Võrdlusgrupp koosneb järgnevatest ettevõtetest, kelle suhtarvud on leitavad tabelist 6:

1. Albioma SA on Prantsuse taastuvenergia tootja, kes on keskendunud päikeseenergia, biomassi ning geotermaalenergiatele. (Albioma, 2022)

2. Arise AB on Rootsi ettevõtte, mis arendab, ehitab, müüb ja haldab tuule ja päikeseparke mitmetes asukohtades nagu Rootsis, Norras, Poolas ja Ühendkuningriikides. (Arise, 2022)
3. Encavis AG on üks juhtivaid taastuvenergia tootjaid Euroopas. Nad omandavad ning opereerivad nii päikese- kui ka tuuleparke. Tegemist on Saksa ettevõttega, kuid energiapargid on paigutatud üle Euroopa. (Encavis AG, 2022)
4. EDP Renovaveis SA on suuruselt neljas tuuleenergia tootja maailmas ning on aktiivne 26 riigis üle maailma. Peakontor asub Portugalis. (EDP Energias de Portugal, 2022)
5. Falck Renewables SpA on Itaalia börsiettevõtte, mis tegeleb taastuvenergia tootmisega kasutades nii tuulest, päikesest kui ka biomassist ning jäätmetest saadavat energiat.
6. Audax Renewables SA on Hispaania ettevõtte, kes on tegev nii Hispaanias, Portugalis, Itaalias, Saksamaal, Poolas, Hollandis kui ka Ungaris. Tegeleb nii tuule- kui ka päikeseenergia tootmisega. (Audax Renewables, 2022)
7. Voltalia SA on Prantsusmaal asutatud, kuid globaalselt tegutsev roheenergia tootja, peamiselt keskendunud tuule- ja päikeseenergiale. (Voltalia, 2022)
8. Iberdrola SA on üks maailma suurimaid taastuvenergia tootjaid. Suurim osa äritegevusest on Hispaanias, kuid ettevõtte on tegev üle maailma. (Iberdrola, 2022)
9. Ørsted A/S on Taani ettevõtte, mis tegeleb erinevate taastuvenergia projektide arenduse ja opereerimisega. (Ørsted , 2022)

Tabel 6. Ülevaade võrdlusgrupi suhtarvudest

	EV/EBITDA	P/E	P/B
Albioma SA (XPAR:ABIO)	14.8	23.7	2.3
Arise AB (XSTO:ARISE)	19.3	35.8	3.0
Encavis AG (XFRA:ECV)	18.6	40.6	3.1
EDP Renovaveis SA (XLIS:EDPR)	14.1	33.0	2.1
Falck Renewables SpA (XMIL:FKR)	21.6	-	4.8
Audax Renewables SA (BMEX:ADX)	17.9	176.9	3.4
Voltalia SA (XPAR:VLTA)	19.6	-	2.8
Iberdrola SA (BMEX:IBE)	10.2	18.4	1.2
Orsted A/S (XCSE:ORSTED)	15.1	33.4	5.2
Võrdlusgrupi keskmine	16.8	30.8	3.1
Miinumum	10.2	18.4	1.2
Maksimum	21.6	40.6	5.2
Võrdlusgrupi mediaan	17.9	33.4	3.0
Enefit Green AS (XTAL:EGR1T)	8.9	13.0	1.6

Allikad: Autori arvutused, võrdlusgrupis olevate ettevõtete 2021. majandusaasta aruanded, Yahoo Finance

EV/EBITDA suhtarvud jäävad võrdlusgrupis vahemikku 10.2-21.6, võrdlusgrupi keskmine on 16.8 ning mediaan 17.9. Enefit Green AS EV/EBITDA suhtarv on 8.9. Kasutades võrdlusgrupi keskmist suhtarvu 16.8 saame Enefit Green AS aktsia väärtuseks 7.72 eurot, mis on 98% kõrgem aktsia turuhinnast kuupäeval 27.04.2022. EV/EBITDA suhtarvu põhjal on Enefit Green AS aktsia tugevalt alahinnatud.

Töö autor on tabel 6 näidatud võrdlusgrupi P/E suhte arvutamisel välja jätnud Falck Renewables, kuna ettevõtte ei teeninud viimase aastaaruande järgi kasumit. Lisaks jäid arutusest välja Audax Renewables ning Volatalia SA, mis on erandid. Võrdlusgrupi väikseim P/E suhtarv on 18.4 ning suurim 40.6, mediaan on 33.4. Võrdlusgrupi keskmine P/E suhe on 30.8, mis on palju kõrgem analüüsitava ettevõtte Enefit Green AS omast, kelle vastav näitaja on 13.0. Rakendades võrdlusgrupi keskmist P/E suhtarvu tuleneb Enefit Green AS aktsia väärtuseks 9.29 eurot, mis on 27.04.2022 seisuga 138% kõrgem turuhinnast. Ka P/E suhtarvu põhjal on hinnatava ettevõtte Enefit Green AS aktsia vägagi alahinnatud.

Viimane kasutatav suhtarv on P/B, mis jäi võrdlusgrupis vahemikku 1.2-5.2 ning mediaaniks on 3.0. Enefit Green AS vastav suhtarv on 27.04.2022 seisuga 1.6. Kasutades võrdlusgrupi keskmist

P/B suhtarvu 3.1, saame Enefit Green AS ühe aktsia väärtuseks 7.47 eurot, mis on 91% kõrgem turuhinnast. Seega viitab ka P/B suhtarv ettevõtte aktsia võrdlemisi madalale hinnale.

Kasutades tabelis 6 toodud võrdlusgrupi suhtarve, leiame, et Enefit Green AS aktsia fundamentaalne väärtus suhtarvude meetodil on vahemikus 7.47-9.29 eurot, mis on 91%-138% kõrgemal turuhinnast kuupäeva 27.04.2022 seisuga. Eeltoodud numbrite põhjal paistab Enefit Green AS aktsia tugevalt alahinnatud.

Potentsiaalse põhjendusena, miks Enefit Green AS on võrdlusgrupiga võrreldes vägagi soodne, toob autor välja ettevõtete geograafilised erinevused, kus Eestit võidakse vaadelda kui Ida-Euroopa riiki ning teisi võrdlusgrupi ettevõtteid kui Lääne-Euroopat. Lisaks on võrdlusgrupis valdavalt suuremad ettevõtted, kes on oma geograafilist riski vähendanud tegutsedes tihti globaalsel tasandil. Enne investeerimisotsuse langetamist tasub investoritel või analüütikutel kaardistada ettevõttega seotud riske ning mõelda, miks on see võrdlusgrupi ettevõtetest niivõrd palju soodsam.

3.3. Analüüsi tulemused ja järeldused

Käesolevas lõputöös kasutati kahte meetodit Enefit Green AS aktsia fundamentaalse väärtuse hindamiseks. Diskonteeritud rahavoogude meetodi jaoks lõi töö autor Enefit Green AS bilansi ja kasumiaruande prognoosi aastateks 2022-2026. Antud aruannete põhjal arvutati vabad rahavood ettevõttele, mis seejärel diskonteeriti kapitali kaalutud keskmise hinnaga. Kapitali kaalutud keskmise hinna leidmisel kasutas töö autor omakapitali hinna leidmiseks CAPM mudelit ning väliskapitali hinnana on kasutatud hinnatava ettevõtte Enefit Green keskmist pangalaenu intressi. Lisaks arvutati ka ettevõtte terminaalkväärtus.

Analüüsi tulemusena saadi ettevõtte aktsia fundamentaalseks väärtuseks 4.76 eurot, mis on 21.7% kõrgem turuhinnast 27.04.2022 seisuga, kus aktsia hind oli 3.91 eurot. Lisaks viis autor läbi sensitiivsusanalüüsi, et näidata kahe sisendi, kapitali kaalutud keskmise hinna (WACC) ja pikaajalise kasvumäära muutuse mõju ettevõtte fundamentaalsele väärtusele. Analüüsi tulemusel jääb Enefit Green AS ühe aktsia fundamentaalne väärtus vahemikku 3.17-10.18 eurot. Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal kaupleb Enefit Green AS aktsia 27.04.2022 seisuga madalamal tasemel selle fundamentaalsest väärtusest.

Järgmiseks viis töö autor läbi ettevõtte hindamise võrreldavate suhtarvude meetodil, mille jaoks valiti välja võrdlusgrupp roheenergia tootmisele keskendunud börsil kaubeldavatest Euroopa ettevõtetest ning arvutati nende suhtarvud EV/EBITDA, P/E ning P/B. Iga suhtarv rääkis kaasa Enefit Green AS aktsia alahinnatusele.

EV/EBITDA võrdlusgrupi keskmise suhtarvu 16.8 põhjal peaks ettevõtte aktsia olema väärt 7.72 eurot, mis 27.04.2022 kuupäeva seisuga tähendaks, et Enefit Green AS aktsia on 98% alahinnatud, Enefit Green AS EV/EBITDA suhtarv on 8.9. Võrdlusgrupi keskmine P/E suhtarv on 30.8 ning Enefit Green AS P/E suhtarv on 13.0. Kasutades võrdlusgrupi keskmist, tuleks ettevõtte ühe aktsia hinnaks 9.29 eurot, mis on lausa 138% kõrgem turuhinnast. Viimase suhtarvuna antud töö raames käsitleti P/B suhtarvu, mis Enefit Green AS puhul oli 27.04.2022 seisuga 1.6 ning võrdlusgrupi keskmine 3.1. Võrdlusgrupi keskmist P/B suhet kasutades tuleb aktsia hinnaks 7.47 eurot, mis on 91% kõrgem turuhinnast eelnevalt mainitud kuupäeva seisuga.

Võrreldavate suhtarvude meetodi keskmiseks väärtuseks tuli 8.16 eurot, mis on 108.71% kõrgem aktsia turuhinnast 27.04.2022 seisuga. Suure erinevuse turuhinna ning võrreldavate suhtarvude meetodil leitud väärtuse vahel võib põhjustada nii geograafiline risk tänase volatiilse olukorra valguses. Teine potentsiaalne põhjus võib olla, et Enefit Green AS suuromanik Eesti Energia kuulub riigile ning võib endas hoida riski, et näiteks nõutakse dividendi, kuigi ettevõtte pikaajalisest vaatest oleks kasulikum raha ettevõttesse tagasi investeerida.

Keskmine väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil ning võrreldavate suhtarvude meetodil on 6.46 eurot, mis on 65.22% kõrgemal turuhinnast. Siinkohal tuletab töö autor meelde, et ettevõtte hindamine on teatud osades küllaltki subjektiivne, mistõttu palub autor antud tööd käsitleda vaid ühe argumendina otsuse langetamisel, kuid mitte kasutada seda ainukese sisendina aktsia ostu- või müügiotsuse põhjendusena.

KOKKUVÕTE

Antud lõputöö eesmärk oli leida börsiettevõtte Enefit Green AS fundamentaalne väärtus kahel meetodil, milleks olid diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrreldavate suhtarvude meetod. Saadud tulemused võrreldi aktsia hinnaga kuupäeval 27.04.2022.

Käesolev töö koosneb kolmest peatükist. Esimene peatükk annab ülevaate töös kasutatavatest ettevõtte väärtuse leidmise meetoditest ning fundamentaalse väärtuse hindamisest üldisemalt. Diskonteeritud rahavoogude meetodi alapeatükis on kirjeldatud meetodi loogikat, kasutatavaid valemeid ning tugevusi ja nõrkuseid. Võrreldavate suhtarvude meetodi alapeatükk kirjeldab lahti valitud kolm suhtarvu (EV/EBITDA, P/E, P/B), milleks neid kasutatakse ning mida nad näitavad. Lisaks on esimeses peatükis lühidalt kirjeldatud roheenergia sektori tuleviku väljavaadet, kuid kuna töö autor põhines rahavoogude prognoosimisel peamiselt ettevõtte juhtkonna poolt jagatud tulevikuplaanidele, siis on kasutatud roheenergia väljavaate alapeatükki vaid jõuliste kasvuplaanide toetuseks.

Lõputöö teine osa annab ülevaate uuritavast ettevõttest Enefit Green AS tegevusest ning ärisuundadest. Lõputöö viimane peatükk rakendas esimeses osas selgitatud hindamismeetodeid ning roheenergia sektori väljavaadet ja teises osas jagatud informatsiooni ettevõtte kohta, et arvutada Enefit Green AS aktsia fundamentaalne väärtus. Saadud tulemusi võrreldi aktsia turuhinnaga 27.04.2022 seisuga ning leiti, et aktsia on alahinnatud 65.22%.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi jaoks prognoosis töö autor ettevõtte kasumiaruande ning bilansi kuni aastani 2026. Prognoositud aruannete abiga leiti rahavood ettevõttele, mis seejärel diskonteeriti nüüdisväärtusesse kasutades diskontomääraks ettevõtte kapitali kaalutud keskmist hinda (WACC). WACC arvutamisel kasutati omakapitali hinna leidmiseks CAPM mudelit ning võõrkapitali hind võeti Enefit Green AS 2021. majandusaasta aruandest, kus oli välja toodud ettevõtte keskmine laenuintressi määr. Lisaks leiti ettevõtte terminaalkväärtus kasutades stabiilse kasvu mudelit. Mudeli tulemus viitas aktsia fundamentaalsele väärtusele 4.76 eurot.

Diskonteeritud rahavoogude meetod viitas sellele, et Enefit Green AS aktsia on madalam kui on selle fundamentaalne väärtus, mis räägib ettevõtte aktsia ostu sooritamise kasuks.

Võrreldavate suhtarvude meetodi jaoks tegi töö autor võrdlusgrupi Euroopas tegutsevatest roheenergia tootjatest. Ettevõtete otsingu kriteeriumiks oli, et tegemist oleks peamiselt energia tootjate ning mitte muude rohetehnoloogia vallas tegutsevate ettevõtetega. Lisaks pidi nende peakontor asuma Euroopas. Lõputöö autor pakkus välja paar erinevat võimalikku põhjust ettevõtte madalate kordajate osas, millest peamine oli seotud geograafilise asukohaga.

Ettevõtte fundamentaalne väärtus kasutades võrdlusgrupi EV/EBITDA suhtarvu on 7.72 eurot, mis on 27.04.2022 lõpu seisuga 98% kõrgem aktsia turuhinnast 3.91 eurot. Kasutades võrdlusgrupi P/E suhtarvu sai töö autor Enefit Green AS aktsia väärtuseks 9.29 eurot, mis on 138% kõrgem turuhinnast. P/B suhtarv viitas fundamentaalsele väärtusele 7.47 eurot, mis on 91% kõrgem turuhinnast. Võrreldavate suhtarvude meetod viitab aktsia hinna tugevale alahinnatusele ning potentsiaalselt tulusale investeringuvõimalusele.

Töö tulemused viitasid aktsia hinna soodusele, andes diskonteeritud rahavoogude meetodil aktsia hinnaks 4.76 eurot ning võrreldavate suhtarvude meetodil 8.16 eurot. Nende keskmine on 6.46 eurot, mis on turuhinnast 65.22% kõrgem 27.04.2022 lõpu seisuga. Antud tulemuse põhjal võib Enefit Green AS olla investoritele atraktiivne valik.

SUMMARY

VALUATION OF THE FUNDAMENTAL VALUE OF A LISTED COMPANY ENEFIT GREEN AS

Heinrich Tinno

The aim of the work is to find the fundamental value of Enefit Green AS and see how it differs from the market price of a share. The valuation methods used in the work are the discounted cash flow method and the method of comparable ratios. The author of the analysis was based on the fact that the IPO of Enefit Green AS was extremely successful and the company operates in the green energy sector, which is an attractive field for many investors today.

In order to achieve the aim of the work, the author raised the following research questions:

- 1) What is the fundamental value of Enefit Green using the discounted cash flow method?
- 2) What is the fundamental value of Enefit Green in the comparable ratio method?
- 3) What is the assessment of the fundamental value of the share based on the results of the previously mentioned methods?
- 4) How much does the calculated fundamental value differ from the current market value?

Using the discounted cash flow method, the author of the work received a fundamental value of 4.76 euros per share. As a result of the sensitivity analysis, the value of the share ranges from 3.17 to 10.18 euros, depending on the change in the internal growth rate and the weighted average price of capital. The price of one share of the company as of 27.04.2022 was 3.91 euros, which means that the fundamental value of the share is 21.74% higher than the market price.

The fundamental value of the share according to the method of comparable ratios is as follows: 7.72 euros according to EV / EBITDA, 9.29 euros according to P / E and 7.47 euros according to

P / B. Taking the average of them, the fundamental value of a share by the method of comparable ratios is 8.16 euros, which is 108.71% higher than the market price.

As a result of the average of the two methods, the fundamental value of the share was 6.46 euros, which is 65.22% higher than the market price. The results of the paper suggest that the stock is undervalued and could be an attractive option for investors.

Keywords: fundametal value, discounted cash flow method, comparable ratio method, valuation of a listed company

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Audax Renovables. (2022). *About Audax*. Allikas: <https://www.audaxrenovables.com/en/about-audax/>
- Albioma. (2022). *Our renewable energies: Albioma*. Allikas: Albioma koduleht: <https://www.albioma.com/en/renewable-energies/>
- Arise. (2022). *Operations: Arise*. Allikas: <https://www.arise.se/en/the-natural-elements-the-core-of-our-business>
- Bllattacharyya, S. (2012). *Intrinsic Value of Share : A Conceptual Discussion*. Kolkata.
- Block, F. E. (1964). A Study of the Price to Book Relationship. *Financial Analysts Journal*.
- Bluemountain Investment Research. (25. March 2018. a.). *What Does an EV/EBITDA Multiple Mean?* Allikas: Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp>
- Damodaran, A. (2010). *The Little Book of Valuation*. New York.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd Edition*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2021). *Discounted Cashflow Valuation*.
- Deloitte. (2021). 2022 renewable energy industry outlook.
- Duff & Phelps. (2018). *The Valuation Handbook – U.S. Industry Cost of Capital*.
- EDP Energias de Portugal. (2022). *Our business: What we do*. Allikas: EDP Energias de Portugal koduleht: <https://www.edpr.com/en/edpr/our-business/what-we-do>
- Encavis AG. (2022). *About us: Encavis* . Allikas: <https://www.encavis.com/en/about-us/>
- Enefit Green AS. (2021). *Aastaaruanne* .
- Enefit Green AS. (15. 10 2021. a.). *Investorid märkisid Enefit Greeni IPO neli korda üle*. Allikas: Enefit Green koduleht: <https://enefitgreen.ee/uudised/investorid-markisid-enefit-greeni-ipo-neli-korda-ule>
- Enefit Green AS. (2022). *Tutvustus: Enefit Green*. Allikas: Enefit Green koduleht: <https://enefitgreen.ee/ettevotest/tutvustus>
- Fernandez, P. (2013). *Company valuation methods*. Madrid: IESE Business School, University of Navarra.
- Goedhart, M., Koller, T., & Wessels, D. (2005). The right role for multiples in valuation. *McKinsey Insights*.
- Iberdrola. (2022). *Iberdrola Fact Sheet*. Allikas: <https://www.iberdrola.com/shareholders-investors/fact-sheet>
- Kert, E. (2007). Väärtpaberite fundamentaalne analüüs. rmt: *Investeerimise teejuht* (lk 159-170). AS Äripäev.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (04. 07 2015. a.). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (6th Edition). Allikas: <https://www.investopedia.com/ask/answers/063014/what-formula-calculating-weighted-average-cost-capital-wacc.asp>
- Konkurentsiamet. (2019). *Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*.

- Krause, A. (2001). *An overview of asset pricing models.* University of Bath School of Management. UK.
- Liivamägi, K., Talpsepp, T., & Vaarmets, T. (2020). Rahaedu põhimõtted. Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium. (2019). *Riiklik energia- ja kliimakava*.
- MarketLine. (2020). *Renewable Energy Outlook*.
- Mergermarket. (kuupäev puudub).
- Ørsted . (2022). *About us: Ørsted*. Allikas: <https://orsted.com/en/about-us>
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2010). *EQUITY ASSET, second edition*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- PricewaterhouseCoopers. (11 2020. a.). 2022: The growth opportunity of the century.
- Steiger, F. (6. January 2008. a.). The Validity of Company Valuation. Allikas: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., & McLeavey, D. W. (2007). *Equity Asset Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Villu, Z. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine: Idee kohtub rahakotiga*. Tallinn: Äripäev.
- Voltalia. (2022). *Voltalia SA: 2021 Full Year Results*.

LISAD

Lisa 1. Ajalooline bilanss

EUR '000	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Põhivara:				
Materiaalne põhivara	644 080	627 866	594 874	612 503
Immateriaalne põhivara	57 228	60 001	67 839	68 239
Ettemaksed põhivara eest	-	-	106	20 710
Varade kasutusõigus	-	2 725	2 222	2 750
Edasilükkunud tulumaksuvara	618	1 185	344	442
Investeeringud sidusettevõtjatesse	3 421	595	532	578
Pikaajalised nõuded	463	129	103	78
Muu põhivara	4 502	4 635	3 308	24 558
Kokku põhivara	705 810	692 502	666 020	705 300
Käibevara				
Varud	5 608	6 723	11 085	9 529
Nõuded ostjate vastu, muud nõuded ja ettemaksud	18 346	19 846	51 566	22 373
Nõuded ostjate vastu	13 483	14 627	9 087	9 799
Nõuded seotud osapoolte vastu	342	187	36 285	4 201
Muud nõuded	1 961	1 759	657	755
Ettemaksed	2 578	3 273	5 536	7 618
Raha ja raha ekvivalendid	28 002	11 127	10 774	80 454
Kokku käibevara	51 956	37 696	73 424	112 356
Kokku varad	757 765.9	730 198	739 444.8	817 656.0
Kohustused				
Pikaajalised kohustused				
Võlakohustused	(103 477)	(188 290)	(161 558)	(93 884)
Sihtfinantseerimine	(5 261)	(8 575)	(8 020)	(7 458)
Edasilükkunud tulumaksukohustus	(12 895)	(12 191)	(12 555)	(12 568)
Tuletisinstrumendid	(2 074)	-	-	-
Tuletisvaba lepinguline kohustus	-	-	-	(23 207)
Muud pikaajalised võlad	-	-	-	(3 000)
Eraldised	(14)	(14)	(13)	(13)
Pikaajalised kohustused	(123 721)	(209 070)	(182 146)	(140 130)
Lühiajalised kohustused				
Võlad hankijatele ja muud võlad	(14 602)	(12 533)	(9 857)	(14 291)
Võlakohustused	577 430	47 542	37 778	29 572
Tuletisinstrumendid	1 758	-	-	-
Eraldised	2	66	114	56
Kokku ülejäänud LA kohustised	(579 190)	(47 608)	(37 892)	(29 628)
Kokku lühiajalised kohustused	(593 792)	(60 141)	(47 749)	(43 919)
Kokku kohustused	(717 512)	(269 211)	(229 895)	(184 049)

Omakapital**Emaettevõtja omanikele kuuluv kapital ja reservid**

Aktiivkapital	(4 794)	(4 794)	(4 794)	(264 276)
Ülekurss	-	-	-	(60 351)
Kohustuslik reservkapital	(479)	(479)	(479)	(479)
Muud reservid	-	(400 000)	(400 000)	(151 793)
Realiseerimata kursivahend	-	(56)	835	965
Jaotamata kasum	(33 998)	(55 657)	(105 111)	(157 673)
Kokku emaettevõtjale kuuluv kapital ja reservid	(39 271)	(460 986)	(509 550)	(633 607)
Mittekontrolliv osalus	(982)	-	-	-
Kokku omakapital	(40 254)	(460 986)	(509 550)	(633 607)
Kokku omakapital ja kohustused	(757 766)	(730 197)	(739 445)	(817 656)

Lisa 2. Bilansi prognoos

	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Varud	15 495	19 213	23 825	28 828	34 017
Nõuded ostjate vastu	16 811	20 845	25 848	31 276	36 906
Nõuded seotud osapoolte vastu	4 201	4 201	4 201	4 201	4 201
Muud nõuded	1 283	1 283	1 283	1 283	1 283
Ettemaksed	7 618	7 618	7 618	7 618	7 618
Raha ja raha ekvivalendid					
Pikaajalised nõuded	78	78	78	78	78
Materiaalne põhivara	777 144	941 785	1 106 425	1 341 627	1 647 388
Immateriaalne põhivara	68 239	68 239	68 239	68 239	68 239
Muu põhivara	24 480	24 480	24 480	24 480	24 480
Varad	915 348	1 087 742	1 261 997	1 507 630	1 824 210
Pikaajalised kohustused	(328 291)	(516 452)	(704 613)	(892 774)	(1 080 935)
Võlad hankijatele ja muud võlad	(24 358)	(30 203)	(37 452)	(45 317)	(53 474)
Kokku ülejäänud LA kohustised	(58 392)	(72 406)	(89 784)	(108 639)	(128 193)
Kohustused	(411 041)	(619 062)	(831 849)	(1 046 729)	(1 262 602)
Omakapital	(655 003)	(705 934)	(751 462)	(814 695)	(886 497)

Lisa 3. Kasumiaruande prognoos

EUR '000	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Äritulud	77 976	151 518	162 684	183 707	227 797	282 468	335 674	406 166	479 276
Kaubad, toore, materjal ja teenused	(26 945)	(46 555)	(43 820)	(44 038)	(71 609)	(88 795)	(110 105)	(133 227)	(157 208)
Valmis- ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus	316	1 193	4 674	(3 708)	-	-	-	-	-
Brutokasum	51 347	106 156	123 538	135 961	156 188	193 673	225 569	272 939	322 067
Tegevuskulud	(11 083)	(15 830)	(13 367)	(14 503)	(24 533)	(30 420)	721	(45 643)	(53 859)
EBITDA	40 264	90 326	110 171	121 458	131 655	163 253	187 848	227 296	268 209
Põhivara kulum, amortisatsioon ja allahindlus	(19 656)	(40 802)	(38 192)	(38 146)	(59 402)	(73 658)	(91 336)	(110 517)	(130 410)
Intressikulud ja -tulud	(10 037)	(9 946)	(3 372)	(2 066)	(2 833)	(2 833)	(2 833)	(2 833)	(2 833)
Maksueelne kasum	10 571	39 578	68 607	81 246	69 421	86 762	93 678	113 946	134 966
Dividendide tulumaks	(933)	(2 793)	(737)	(1 585)	(8 119)	(5 180)	(7 359)	(7 553)	(9 968)
Puhaskasum	9 638	36 785	67 870	79 661	61 302	81 582	86 320	106 393	124 998

Lisa 3. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Heinrich Tinno (*autori nimi*)

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

Börsiettevõtte fundamentaalse väärtuse hindamine Enefit Green 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.

12.mai 2022 (kuupäev)

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