

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOO
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Tiit Luman

**BÖRSIL NOTEERIMATA ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE
HINDAMINE SÕLTUVALT INVESTORI TÜÜBIST**

Magistritöö

Õppekava ärirahandus ja majandusarvestus, peaeriala ärirahandus

Juhendaja: Kaido Kepp

Tallinn 2018

Deklareerin, et olen koostanud töö 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 10 492 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Tiit Luman

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 163269TARM

Üliõpilase e-posti aadress: tiit.luman@gmail.com

Juhendaja: Kaido Kepp:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE.....	5
SISSEJUHATUS	6
1. KIRJANDUSE ÜLEVAADE JA VARASEMAD UURINGUD.....	8
1.1. Investori tüübid.....	8
1.1.1 Strateegiline investor	9
1.1.2 Finantsinvestor – erakapitali investeringud.....	10
1.2. Ettevõtte väärtuse hindamine.....	11
1.2.1. Väärtuse hindamise põhjused ja meetodid.....	11
1.2.2. Ettevõtte müügi ja väärtuse hindamise protsess.....	14
1.3. Absoluutse väärtuse mudelid	16
1.3.1. Diskonteeritud rahavoogude mudel.....	17
1.3.2. Dividendide diskonteerimise mudel	20
1.3.3. Netovarade meetodid.....	21
1.3.4. Diskontomäär	22
1.4. Suhtelise väärtuse mudelid	23
1.5. Optsioonide hinnastamise mudelid	24
1.6. Ettevõtte väärtuse sõltuvust investori tüübist	25
2. ANDMED JA METOODIKA	30
2.1. Ettevõtete SEBAB AB ülevaade.....	30
2.2. Ettevõtete Grytek AB ülevaade.....	32
2.3. Ettevõtete AS Harju Elekter ülevaade.....	32
2.4. Mudelite valimine ja kasutatavad andmed	35
2.5. Ettevõtte väärtuse hindamine erinevate mudelitega.....	38
3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED.....	39
3.1. Ettevõtte väärtus finantsinvestori jaoks.....	39
3.2. Ettevõtte väärtus strateegilise investori jaoks.....	41
3.3. Järeldused	42
KOKKUVÕTE	44
SUMMARY	46
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU.....	48
LISAD	53

Lisa 1. SEBAB AB majandustulemused 2013-2016	53
Lisa 2. Grytek AB majandustulemused 2013-2016.....	54
Lisa 3. SEBAB AB majandustulemuste ennustus 2017-2021 finantsinvestori vaatest	55
.....	55
Lisa 4. SEBAB AB majandustulemuste ennustus 2017-2021 strateegilise investori vaatest ...	56
.....	56
Lisa 5. Grytek AB majandustulemuste ennustus 2017-2021 finantsinvestori vaatest.....	57
.....	57
Lisa 6. Grytek AB majandustulemuste ennustus 2017-2021 strateegilise investori vaatest	58
.....	58
Lisa 7. SEBAB AB hindamise tulemused finantsinvestori vaatest	59
Lisa 8. SEBAB AB hindamise tulemused strateegilise investori vaatest	60
Lisa 9. Grytek AB hindamise tulemused finantsinvestori vaatest.....	61
Lisa 10. Grytek AB hindamise tulemused strateegilise investori vaatest	62

LÜHIKOKKUVÕTE

Ettevõtete ühinemiste ja ülevõtmiste tehingute arv ja maht, on aasta aastalt suurenenud ning suurenenud on ka finantsinvestorite osakaal nendest tehingutes. Antud töö eesmärk on uurida erinevaid investori tüüpe ning kuidas sõltub hinnang börsil noteerimata ettevõtte väärtusele erinevatest investori tüüpidest. Töö on jaotatud kaheks osaks, millest esimeses antakse ülevaade eelnevate teadustööde põhjal erinevatest ettevõtte väärtuse hindamise meetoditest, nende erinevustest ning nende sobilikkusest erinevate situatsioonide puhul kasutamiseks. Samuti sellest, mis põhjustel ja mis määral võib erineda ettevõtte väärtus, erinevate investortüüpide vaatest. Töö teises osas viiakse läbi juhtumiuuring kahe ettevõtte näitel, tuginedes esimeses osas jõutud järeldustele. Juhtumiuuringu käigus viib autor läbi ka kahe börsil noteerimata ettevõtte väärtuse hindamise, finantsinvestori ja strateegilise investori vaatest. Juhtumiuuringu tulemused ühtivad selle teemaliste varasemate teadustööde seisukohtadega ning toetavad arusama, et ülevõetava ettevõtte väärtus strateegilisele investorile on enamasti kõrgem kui finantsinvestorile.

Võtmesõnad: strateegiline investor, finantsinvestor, ettevõtte väärtuse hindamine.

SISSEJUHATUS

Majanduse areng ja järjest suurenev globaliseerumine on kaasa toonud ka järjest kasvava ettevõtete ühinemiste ja ülevõtmiste arvu. Viimase kolmekümne aastaga on selliste tehingute arv ja maht peaaegu kümnekordistunud (Number... 2018). Peale suurenenud tehingute arvu ja mahu, on neis tehingutes järjest rohkem näha, lisaks strateegilistele investoritele, ka finantsinvestoreid. See tekitab aina rohkem küsimusi, kuidas siiski adekvaatselt hinnata erinevate investori tüüpide vaatenurgast ülevõetavate ettevõtete väärtust. Veelgi keerulisemaks teeb ettevõtte hindamise asjaolu, kui tegu ei ole börsil noteeritud ettevõttega, millele töö autor on otsustanud selles töös põhiliselt keskenduda. Teema aktuaalsusele lisaks on teema valiku üheks oluliseks põhjuseks ka autori isiklik huvi selle teema vastu.

Töö peamiseks eesmärgiks on anda teoreetiline ülevaade varasemate teadustööde põhjal ettevõtte väärtuse hindamisele erinevate investortüüpide vaatenurgast. Kuigi teoreetiliselt ei tohiks teatud eelduste kehtimise vara väärtus olla erinevatele investoritele erinev, siis praktikas on see siiski teisiti ning seda on näidanud ka mitmed empiirilised uurinud. Näiteks on leitud, et strateegilised investorid on keskmisel nõus maksma oluliselt kõrgemat ülevõtupremiat, kui finantsinvestorid (Gorobenko, Malenko 2014). Töö eesmärgiks on ka välja selgitada, millised on enam levinud väärtuse hindamise meetodid ning millest sõltub sobiliku meetodi valik. Lisaks uurida, millistel põhjustel ja mis ulatuses, erineb ettevõtte väärtus, sõltuvalt investori tüübist ning kas ja mis mõju, on seal hindamise meetodi valikul. Teoreetilisele osale lisaks, on töös ka empiiriline osa, mille käigus uurib töö autor sama küsimust kahe börsil noteerimata ettevõtte näitel, eesmärgiga leida vastus küsimusele, milline on hinnang nende ettevõtete väärtusele, sõltuvalt investori tüübist ning mis määral need hinnangud erinevad. Hinnatavateks ettevõteteks on Rootsi Kuningriigis registreeritud ettevõtted SEBAB AB ja Grytek AB ning hindajaks on AS Harju Elekter. Ühel juhul vaadeldakse hindajat kui finantsinvestorit ning teisel juhul, kui strateegilist investorit. Uurimismeetodina kasutab töö autor juhtumiuuringut ning andmed pärinevad enamasti avalikest allikatest ja teatud ulatuses ka ettevõtte sisemiseks kasutuseks mõeldud dokumentidest, mille kasutamist on ettevõtted autorile võimaldanud.

Töö on jaotatud kokku kolmeks peatükiks ning lisadeks. Töö esimeses peatükis keskendutakse kirjanduse ülevaatele ning varasematele uuringutele ja teadustöödele. Antakse ülevaade erinevatest investori tüüpidest, vaadeldakse nende sarnasusi ning erinevusi, nii ettevõtete hindamise, ülevõtmise kui ka juhtimise vaatest. Lisaks tutvutakse ettevõtte väärtuse hindamise võimalustega. Antakse ülevaade põhjustest, miks väärtuse hindamist üldse läbi viiakse, mis on need üldised meetodid ja kuidas toimub ettevõtte hindamise ning ostu-müügi protsess. Alapeatükkides antakse täpsem ülevaade kolmest põhilisest ettevõtte väärtuse hindamise meetodite kategooriast, milleks on absoluutse väärtuse meetodid, suhtelise väärtuse meetodid ning optioonide hinnastamise meetodid. Absoluutse väärtuse meetodite all keskendutakse täpsemalt diskonteeritud rahavoogude meetodile, diskonteeritud dividendide meetodile ja netovarade meetodile. Peatüki viimases alapeatükis keskendutakse küsimusele, et kas ja mis ulatuses erineb ettevõtte väärtus sõltuvalt investori tüübist. Samuti vaadeldakse ka teisi faktoreid, mis mõjutavad hinnangut ettevõtte väärtusele. Töö teises peatükis antakse ülevaade töö empiirilise osa metodoloogiast ja andmetest ning põhjendatakse hindamismeetodite valikut. Samuti antakse antud peatükis põhjalikum ülevaade, juhtumiuuringu objektiks olevatest ettevõtetest. Töö kolmandas peatükis vaadeldakse hindamise käigus saadud tulemusi. Võrreldakse hinnangute väärtuseid finantsinvestori vaatest, strateegilise investori vaatega ning võrreldakse saadud tulemusi varasemate teadustööde tulemustega. Töö tulemused on võiksid huvi pakkuda kõigile, kes huvituvad ettevõtte väärtuse hindamisest ning strateegiliste ja finantsinvestorite erinevusest. Kuna pool tööst käsitleb juhtumiuuringut, siis suurimat huvi võiks töö tulemused pakkuda töös kajastatud ettevõtetele.

1. KIRJANDUSE ÜLEVAADE JA VARASEMAD UURINGUD

1.1. Investori tüübid

Investorite tüüpe on võimalik jagada väga erinevate tunnuste alusel. Kõige üldisemalt saab investorit tüübid jagada kaheks – institutsionaalsed investorid (ingl. *institutional investors*) ja jaeinvestorid (ingl. *retail investors*). Jaeinvestorid investeerivad valdavas enamuses oluliselt väiksemate summadega ning ei võta üle terveid ettevõtteid, seega on töö autor otsustanud keskenduda rohkem institutsionaalsetele investoritele. Antud töös vaadeldakse institutsionaalseid investoreid läbi kahe investori tüübi – strateegilised investorid ja finantsinvestorid.

Hellmann (2002) on oma töös defineerinud strateegilise investori järgnevalt: „strateegiline investor on investor, kes omab varasid, mille väärtus on mõjutatud uuest ettevõtmisest“. Selle definitsiooni järgi huvitub strateegiline investor ka uue ettevõtmise (investeeringu) mõjust tema olemasolevatele varadele, samas kui finantsinvestor on huvitatud ainult antud konkreetse investeeringu finantseesmärkidest. Lisaks eelpool mainitule on Martos-Vila, Rhodes-Kropf ja Harford (2012) oma töös toonud välja veel kaks põhilist erinevust strateegilise ja finantsinvestori vahel. Esiteks, strateegilistel investoritel on ka teisi projekte, mille nad saavad antud investeeringuga liita, samas kui finantsinvestorid vaatavad investeeringut kui eraldiseisvat projekti. Teiseks, strateegilise investori ja finantsinvestori ettevõtte valitsemise struktuurid, on oma olemuselt väga erinevad. Siit järeldub, et strateegilise investori üheks põhiliseks tunnuseks on olemasolevate projektide ja investeeringute ning uute projektide ja investeeringute vaheline sünergia. Nagu Gorbenko, Malenko (2014) oma töös välja toovad, siis on laialdaselt levinud arusaam, et strateegilised investorid on tavapäraselt valmis maksma ettevõtte ülevõtmisel kõrgemata hinda, kui finants investorid. Järgmistes peatükkides vaadeldaksegi lähemalt strateegilise investori ja finantsinvestori erinevusi ning kuidas nad investeeringute väärtust hindavad.

1.1.1 Strateegiline investor

Fuers ja Geiger (2003) on oma raamatus defineerinud strateegilised investorid, kui tavaliselt pühendunud pikaajalised investorid, kes saavad täiendavat rahavoogu läbi investeringu või kes tõstavad ettevõtte väärtust, millesse nad investeerivad. Väärtuse kasv võib tulla näiteks läbi paraneva maine või täiendavate võimekuste, mida investor ettevõttesse toob. Hellmann (2002) on oma töös seda definitsiooni veidi laiendanud ning defineerinud strateegilise investori, kui investori, kes omab varasid, mille väärus on mõjutatud uuest investeringust. Strateegilise investori kõige olulisema tunnuseks on Gorbenko ja Malenko oma töös välja toonud, et strateegilised investorid otsivad ettevõtteid, mis pakuvad pikaajalist tegevussünergia ja integreerivad need ettevõtted oma põhiäri.

Strateegilised investorid on sageli teised ettevõtted, mis töötavad samas sektoris, nagu ettevõtte, millesse nad investeerivad (Gorbenko, Malenko 2014). Samuti võivad strateegilisteks investoriteks olla ettevõtte suurkliendid või -tarnijad (Espenlaub *et al.* 2016). Strateegilist investorit ei maksa segamini ajada tuumikinvestoriga (ingl. *cornerstone investor*), kes omab küll arvestatavat osalust ettevõttes, kuid kes ei loo läbi investoriks olemise ettevõttele täiendavat väärtust või ei saa seda ise. Oma olemuselt on tuumikinvestor sisuliselt finantsinvestor. Espenlaub, Khurshed, Mohamed ja Saadouni (2016) on välja toonud, et strateegilised investorid on oluliselt pühendunumad kui tuumikinvestorid. Nad jäävad ettevõttega seotuks pikema ajaks peale aktsiate esmast avalikku pakumist ning tänu sellele püsivad strateegilisi investoreid kaasanud ettevõtted pikemalt börsil noteerituna ning omavad seeläbi suuremaid võimalusi välisteks finantseeringuteks. Töös selgus ka, et strateegilised investorid omavad lisaks ka positiivset efekti ettevõtte pikaajalistele majandustulemustele.

Strateegilised investorid soovivad enamasti saada kohta ka ettevõtte nõukogus, läbi mille nad saavad ligipääsu ja kontrolli investeringu kohta käiva informatsiooni üle. Lisaks annab nõukogusse kuulumine teatava kontrolli ettevõtte tegevussuundade üle ning võimaluse osaleda ühistes arendusprojektides investeeritava ettevõttega. (Melnik 2011)

Vild ja Zeisberger (2014) on oma töös välja toonud strateegilise ja finantsinvestori erinevused ning üks olulisemaid strateegilise investori eeliseid finantsinvestori ees on, et strateegiline investor teab juba eelnevalt tööstusharu. Samuti omab strateegiline investor suure tõenäosusega ülevaadet potentsiaalselt ülevõetavast ettevõttest ning ülevõtmise sihtmärk omab ülevaadet ka strateegilisest

investorist. Antud töös on autor otsustanud strateegilist investorit defineerida kui investor, kes tegutseb samas tööstusharus ning kes suudab kasvatada ettevõtte väärtust, läbi tekkivate sünergiate.

1.1.2 Finantsinvestor – erakapitali investeeringud

Finantsinvestorid on enamjaolt erakapitali investeeringute firmad, kellel võib küll olla kogemust samast või sarnasest sektorist, kuid kes ei ole hetkel tegevad samas sektoris, kui ülevõetav ettevõtte. Finantsinvestorid otsivad peamiselt ettevõtteid, mis oleksid iseseisvad investeeringud ning millele oleks sisemist potentsiaali kasvatada käivet, kasumit ja vaba rahavoogu. Samuti võib eesmärk olla ettevõtte väärtuse kasvatamine, läbi täiendavate investeeringute ettevõttesse, et ettevõtte saaks võtta üle uusi ettevõtteid (Keaney 2012). Selline täiendav ülevõtmine muudab ettevõtte sisuliselt strateegiliseks investoriks, sest ülevõtmiste eesmärk oleks ettevõtte väärtuse kasvatamine, läbi täiendavate sünergiate.

Erakapitali investeeringud tehakse põhiliselt läbi selleks spetsiaalselt loodud erakapitali investeeringute firmade. Erakapitali investeeringute firmad koguvad kapitali peaaesjalikult institutsionaalsetelt investoritelt ja jõukatelt eraisikutelt ning seejärel investeerivad selle kapitali ostes ning müües ettevõtteid. Peale vajaliku investeeringu kaasamise, on fond tavaliselt uutele investoritele suletud (Barber, Goold 2007). Investorid võtavad tavapäraselt kohustuse panustada teatud hulk kapitali ning seejärel on põhipartneril kokku lepitud ajaperiood (tavaliselt kuni 5 aastat), mille jooksul antud kapitali investeerida. Lisaks on partnerite vahel enamasti kokku lepitud, mis aja jooksul peab põhipartner kapitali investoritele tagastama. Enamasti on selleks perioodiks 10-12 aastat (Kaplan, Schoar 2005). Oma tegevuse finantseerimiseks küsivad erakapitali investeeringu firmad oma investoritelt teenustasu, mis on tavapäraselt 1,5-2% juhitavate varade mahust. Tootlus mida erakapitali investeeringute firmad teenivad, tuleb põhiliselt portfellis olevate ettevõtete müügist teenitud finantstulust (Barber, Goold 2007).

Erakapitali investeeringute firmad lepivad tavapäraselt investoritega kokku teatud piirangud, kuidas nad investorite raha kasutada võivad. Näiteks võivad fondijuhil olla piirangud ühe investeeringu maksimaalsele suurusele. Samas erinevalt börsil noteeritud ettevõtte aktsionäridest, pole erakapitali fondi investoritel peale investeeringu tegemise sisuliselt mingit kontrolli, selle juhtimise üle. (*Ibid.*)

Kuigi erakapitali investeringute firmadel on hakanud arenema ka teatud ettevõtete juhtimise kompetents ning nad on seeläbi tõenäolisemalt aktiivselt osalemas ka omandatud ettevõtte juhtimises, ei ole tegu traditsioonilise mudeliga. Traditsiooniliselt erakapitali investeringu mudeli kohasel omanikud küll konsulteerivad juhtkonda, kuid ei sekku otseselt igapäevasesse ettevõtte juhtimisse. (*Ibid.*)

Kui eelnevas alapeatükis sai välja toodud, et strateegilise investori eeliseks on hea ülevaade sektorist, siis finantsinvestoritel tavaliselt selline ülevaade puudub ning Vild ja Zeisberger (2014) on oma töös välja toonud, et finantsinvestorite poolt läbi viidav ettevõtte väärtuse hindamine (ingl. *due diligence*) on palju nõudlikum ja aega võtvam, mis annab strateegilisele investorile mõningase eelise antud protsessis. Lisaks on finantsinvestori jaoks täiendavaks negatiivseks asjaoluks tõsisai, et kuna tegu on enamasti tööstusharu mitte hästi tundva ettevõttega, siis peab finantsinvestor palkama tööstusharu hästi tundvad spetsialistid, et antud investeringut edukalt juhtida (Fidrmuc *et al.* 2012). See toob aga omakorda kaasa täiendavad kulud finantsinvestori jaoks, mida tuleks arvestada ka ettevõtte väärtuse hindamisel finantsinvestori seisukohalt.

Gorbenko ja Malenko (2014) on oma töös välja toonud, et finantsinvestorid otsivad ülevõtmiseks tavaliselt ettevõtteid, kelle väärtus on alahinnatud ja kellel on peale ettevõtte reorganiseerimist, potentsiaali genereerida suuri rahavoogusid. Peale ettevõtte omandamist, käsitleb finantsinvestor ettevõtet nagu ühte oma portfelli investeringut ning müüb selle siis, kui müügitingimused muutuvad piisavalt atraktiivseks.

1.2. Ettevõtte väärtuse hindamine

1.2.1. Väärtuse hindamise põhjused ja meetodid

Ettevõtte väärtuse hindamine võidakse läbi viia väga erinevatel põhjustel. Fernández (2007) on oma töös nimetanud neist mõned kõige levinumad nagu näiteks:

- ettevõtete ostu-müügi tehingute läbiviimine;
- börsil noteeritud ettevõtete õiglase väärtuse leidmine;
- aktsiate esmase avaliku pakkumise hinna määramine;
- ettevõtte parandamine ja seotud toimingud;
- ettevõtte väärtuse kasvust tulenevad boonused juhtidele;
- strateegiline planeerimine ning strateegiliste otsuste tegemine ärisuundade kohta.

Kuna antud töös eesmärk on hinnata ettevõtte väärtust ostu-müügi tehingus ning uurida selle sõltuvust investori tüübist, siis käsitleb autor edaspidises töös hindamise käigus ainult seda vaadet. Ostu-müügi tehingute kohta on Fernández (*Ibid.*) välja toonud, et ettevõtte väärtus võib olla erinev sõltuvalt ostjast ning võib olla erinev ka ostja ja müüja jaoks ning põhjused selleks võivad olla väga erinevad. Kindlasti ei maksa ettevõtte väärtust segi ajada ostu-müügi tehingu hinnaga, mis on ostja ja müüja poolt kokku lepitud summa ning mis ei pruugi täpselt kajastada kummagi osapoolte hinnangut ettevõtte väärtusele.

Seda, et mis motiividel ettevõtete ülevõtmise läbi viiakse on uurinud Berkovitch ja Narayanan (1993) ning nad on välja toonud 3 põhilist motiivi, milleks on: sünergia, agendi motiiv ja liigne enesekindlus. Sünergia motiivi puhul on ühinemiste ja ülevõtmiste peamiseks põhjuseks majanduslik kasu, mis saadakse läbi kahe ettevõtte ressursside ühendamise ning tehing toimub ainult juhul, kui mõlemad osapooled tehingu tulemusena kasu saavad, ehk kasvatavad ettevõtte väärtust aktsionäridele. Agendi motiivi puhul on peamise põhjusena välja toodud ülevõtja juhtkonna enesehuvid ning tehing toimub juhul, kui tehingu tulemusena ülevõtja ettevõtte juhtkonna heaolu suureneb. See heaolu suurenemine toimub enamasti aga ülevõtja ettevõtte aktsionäride heaolu arvelt. Liigse enesekindluse motiivi puhul tuuakse peamise põhjusena välja, et ülevõtja ettevõtte juhtkond teeb vigu ülevõetava ettevõtte hindamisel ning läheb tehingusse ka siis, kui tegelikkuses selle tulemusena mingit sünergiat ei teki või see on oluliselt väiksem eeldatust. Sünergia, kui olulise teguri, ettevõtte ostu-müügi tehingu puhul, on välja toonud ka Damodaran (2002). Sünergia efekti hindamine ei ole küll lihtne, kuid ettevõtete ühinemise puhul ei saa seda lihtsalt keerukuse tõttu väärtuse hindamise protsessist välja jätta. Pratt ja Grabowski (2014) on olulisimate võimalike sünergiatena nimetanud kolm suuremat valdkonda. Esiteks kulude kokkuvõtte, mis saadakse läbi dubleerivate funktsioonide elimineerimise. Teiseks käibe kasv, mis saavutatakse läbi müügi võimekuste liitmise ning kolmandaks maksude optimeerimine, mille võimalikkus sõltub väga palju konkreetsetest ettevõtetest.

Eksperdid on börsil noteerimata ettevõtte hindamise jaoks välja toonud kolm põhilist hindamise lähenemist (Pinto *et al.* 2010), millest järgnevas alapeatükides antakse ka täpsem ülevaade:

- Rahavoogudel põhinevad meetodid, mis hindavad ettevõtte väärtust läbi nende poolt genereeritud rahavoogude diskonteerimise. Sellel meetodil on mitmeid erinevaid variatsioone, kuid autor on vaadelnud eelnevas peatükis kahte laiemalt levinut, milleks on diskonteeritud rahavoogude meetod ning diskonteeritud dividendide meetod.

- Turu põhine lähenemine, mis hindab ettevõtte väärtust läbi suhtarvude, võrrelduna sarnaste turul kaubeldavate ettevõtetega.
- Varade põhine lähenemine, mis hindab ettevõtet läbi ettevõtte varade ja kohustuste vahe.

Nii rahavoogude kui ka varade põhine lähenemine kuuluvad absoluutse väärtuse mudelite (ingl. *absolute value models*) kategooriasse ning turu põhine lähenemine kuulub suhtelise väärtuse mudelite (ingl. *relative value models*) kategooriasse. Lisaks endele kahele kategooriale on töö autor otsustanud vaadelda ka optioonide hinnastamise mudeleid (ingl. *option pricing models*). Järgnevates alapeatükkides vaadeldakse kõiki neid mudeleid täpsemalt.

Sobiliku mudeli valikul on oluline roll sisenditel, põhjustel, miks ettevõtte väärtuse hindamist läbi viiakse ja ka investori tüübil. Erinevate mudelite jaoks on meil vaja erinevaid sisendeid ning juhul, kui meil pole piisavalt kvaliteetset sisendit, siis ei anna ka hindamise mudel kvaliteetset tulemust. De Brouwer (2017) on välja toonud lihtsa, paarist küsimusest koosneva meetodika, mis aitab valida sobilikku mudelit, lähtuvalt ettevõtte väärtuse hindamise põhjustest ning investori tüübist:

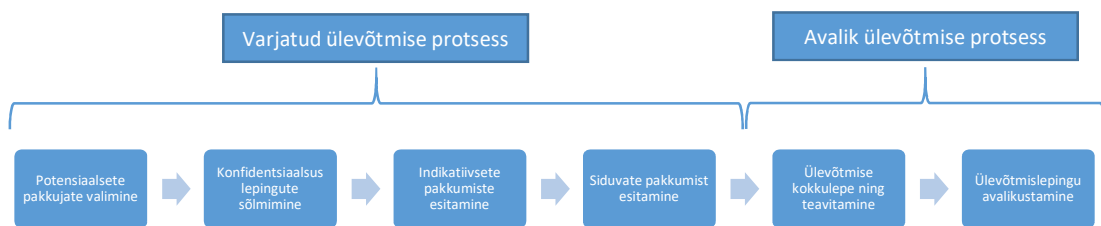
1. Kas eesmärk on osta ettevõtte ja selle tegevus peatada või on see juba peatunud või on tegemist investeerimisfondiga? – Kui jah, siis valida netovarade meetod (muudel juhtudel peaks see olema ettevõtte väärtuse hindamisel hinnangu alumiseks piiriks). – Kui ei, siis liikuda edasi järgmise küsimuseni.
2. Kas investorist saab oluline aktsionär, kes saab luua ja muuta äriplaani? – Kui jah, siis valida diskonteeritud rahavoogude meetod. – Kui ei, siis liikuda edasi järgmise küsimuseni.
3. Kas investoril on võimalus mitte investeerida? – Kui jah, siis valida diskonteeritud dividendide meetod. – Kui ei, siis liikuda edasi järgmise küsimuseni.
4. Kui investor jõuab välja siia, siis tähendab see, et ta peab niikuinii investeerima sarnasesse ettevõttesse, seega sellisel juhul tasuks kasutada suhtelise väärtuse mudeleid.

De Brouwer poolt välja pakutud toetavad ka paljud uuringud, mis on leidnud, et levinumaks ettevõtte väärtuse hindamise meetodiks on diskonteeritud rahavoogude meetod (Mukherjee *et al.* 2004; Fernández 2007; Graham, Harvey 2001; Dittmann *et al.* 2004), kuid laialdaselt kasutatakse ka suhtelisi väärtuse hindamise meetodeid (Mukherjee *et al.* 2004; Koeplin *et al.* 2000; Graham, Harvey 2001).

1.2.2. Ettevõtte müügi ja väärtuse hindamise protsess

Ettevõtte müügi protsessi võib kõige üldisemas vaates jagada kaheks suureks osaks – varjatud ülevõtmise protsess ja avalik ülevõtmise protsess. Varjatud ülevõtmise protsess kestab alates müügi protsessi algatamisest müüdava ettevõtte poolt, kuni ülevõtmise esmakordse avalikustamise. Avalik ülevõtmises protsess kestab esmakordsest avalikustamisest, kuni müügitehingu lõpetamise ja jõustumiseni. (Boone, Mulherin 2007)

Gorbenko ja Malenko (2014) on oma töös seda protsessi veel ühe astme võrra detailsemana lahti kirjutanud ning nende poolt kirjeldatud ettevõtte müügi kuus sammu on toodud joonisel 1.



Joonis 1: Ülevõtmisprotsessi osade ülevaade

Allikas: (Gorbenko, Malenko 2014)

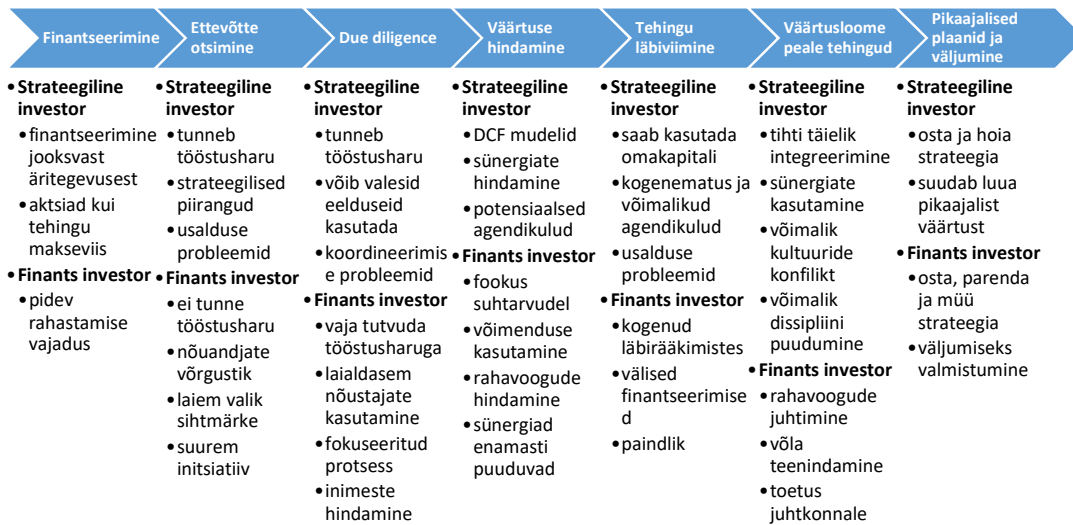
Enamasti hakkab müügi protsess sellega, et ennast müüa sooviv ettevõtte palkab müügi läbiviimiseks investeerimispankuri ning koostatakse nimekiri võimalikest ostjatest, kellega kontakteerutakse. Potentsiaalsetel pakkujatel palutakse allkirjastada konfidentsiaalsusleping, mille alusel saavad potentsiaalsed pakkujad ettevõtte kohta mitteavalikku informatsiooni. Samuti peavad potentsiaalsed pakkujad nõustuma tingimusega, et nad ei tohi teha enne ametliku pakkumise voo avalikku pakkumust. Nendel ettevõtetel, kes nõustuvad konfidentsiaalsuslepingu allkirjastamisega, palutakse esitada indikatiivne pakkumine. Indikatiivsete pakkumiste alusel valib müüa olev ettevõtte välja väiksema hulga pakkujaid, kellel palutakse esitada siduv pakkumine. Nende siduvate pakkumiste vahelt valitakse välja võitev pakkumine (Boone, Mulherin 2007). Kui mõnel juhul otsustab müüa olev ettevõtte läbi rääkida ainult ühe pakkujaga, siis paljudel juhtudel võistlevad viimases voorus mitmed pakkujad (Gorbenko, Malenko 2014). See, millises ulatuses pakkujate vaheline konkurents korraldatakse on müüdava ettevõtte otsustada ning võib sõltuda paljudest erinevatest teguritest.

Pakkujate arv ja müügi-protsess sõltub ka sellest, kas müüdava ettevõtte puhul on tegu börsil kaubeldava või börsivälise ettevõttega. Capron ja Shen (2007) on välja toonud, et börsiväliste ettevõtte puhul on pakkujaid enamasti vähem ning konkurents seeläbi väiksem. Peamiseks

põhjuseks sellele tuuakse börsivälise ettevõtete vähest nähtavust ja läbipaistvust ning ettevõtte turuhinna määramise keerukust. Samuti on nad oma töös välja toonud, et börsil noteeritud ettevõtete müümise protsess, on oma olemuselt enamasti oksjoni laadne, samas kui börsivälised ettevõtte müüakse enamasti eelistatud ostjaga läbirääkimiste teel. Põhjustena, miks börsivälised ettevõtted müüakse tihti läbirääkimiste teel on Graebner ja Eisenhardt (2004) välja toonud müüjate erinevad motivaatorid. Nimelt börsivälise ettevõtete puhul on müügihinnast tihti tähtsamad nii öelda raskemini mõõdetavad väärtused, nagu töötajate heaolu ja ettevõtete kultuuriline sobivus. Samas börsil noteeritud ettevõtete valitsemise struktuur ja põhimõtted sunnivad ettevõtte juhte kasutama rohkem pakkujate vahelist oksjonit, et saavutada parim müügihind ettevõtte aktsionäride jaoks (Thompson, Thomas 2004).

Börsil noteeritud ettevõtte ülevõtmise käigus, maksab pakkuja tavaliselt arvestatavad ülevõtupreemia. Põhjuseid selleks võib olla mitmeid. Ühe põhjusena on Sudarsanam ja Sorwar (2010) oma töös välja toonud võimaluse, et ettevõtte väärtus oli enne ülevõtmis-pakkumise saamist alahinnatud ning pakkumus avaldas ettevõtte tegeliku väärtuse. Teise võimalusena on nad välja toonud, et osa ettevõtete ühinemisel tekkiva sünergia väärtusest omistatakse ülevõetava ettevõtte aktsionäridele. Börsil noteerimata ettevõtete puhul paraku ei eksisteeri igal ajahetkel turuväärtust, mida on võimalik lihtsalt kindlaks määrata, seega peavad nii müüja, kui ostja arvutama ettevõtte väärtuse, nende jaoks pakkumise tegemise hetkel. Seda, millised on erinevad võimalused ettevõtte väärtuse arvutamiseks ning hindamiseks, vaadeldakse järgnevatel peatükkides.

Sellest, millised on strateegilise ja finantsinvestori erinevused antud protsessis, on hea ülevaate andnud Vild ja Zeisberger (2014) ning need erinevused on toodud joonisel 2.



Joonis 2: Strateegilise investori ja finantsinvestori erinevus ettevõtte ostmise protsessis
Allikas: (Vild, Zeisberger 2014)

1.3. Absoluutse väärtuse mudelid

Absoluutse väärtuse mudelite eesmärk on välja selgitada vara sisemine väärtus. Selliseid mudeleid kasutatakse, et saada hinnanguid vara väärtusele, mida saab võrrelda vara turuhinnaga. Kõige olulisemad absoluutse väärtuse mudelid on diskonteeritud rahavoogude mudelid (Pinto *et al.* 2010). Diskonteeritud rahavoogude mudelid on aja jooksul muutunud aina populaarsemaks ning neid peetakse tihti ainsaks sisuliselt korrektseteks mudeliteks (Fernández 2007; Pinto *et al.* 2010).

Nende mudelite loogika seisneb selles, et vara väärtus peab olema seotud vara poolt teenitava tuluga. Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk enamustel juhtudel on tuvastada ettevõtte väärtus omaniku vaatenurgast. Antud mudelis eeldatakse, et ainus väärtus, mis midagi ettevõtte omanikule toob, on rahaline sissetulek. See tähendab, et ettevõtte väärtus on võrdne ettevõtte omanikule kuuluvate kõigi tulevaste rahavoogude summaga, diskonteerituna tänasesse väärtusesse (De Brouwer 2017). Järgnevas alapeatükis vaadeldakse lähemalt enam levinud absoluutse väärtuse mudeleid.

1.3.1. Diskonteeritud rahavoogude mudel

Diskonteeritud rahavoogude meetod on ettevõtte, projekti või mingi muu vara väärtuse hindamise meetod, mille puhul leitakse vara väärtus, läbi tuleviku rahavoogude diskonteerimise nüüdisväärtusele ning seejärel nende väärtuste summeerimisel (De Brouwer 2017). Rahavoogude diskonteerimise valem (1) on järgnev:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad (1)$$

kus
 V – väärtus (ingl. *value*),
 t – periood (ingl. *time*),
 CF_t – rahavoog perioodil t (ingl. *cash flow*),
 k – diskontomäär (ingl. *discount rate*).

Reaalsuses on pikaajaliste (rohkem kui 5 aastat) väga täpsete rahavoo prognooside tegemine keeruline ning seetõttu modelleeritakse täpseid rahavoogusid enamasti ainult esimeseks 3-5 aastaseks perioodiks ning kõigi järgnevate aastate rahavood leitakse läbi pikaajalise kasvumäära, vastavalt järgnevale valemile (2):

$$VT_n = \frac{CF_n(1+g)}{(k-g)} \quad (2)$$

kus
 VT_n – lõppväärtus perioodil n (ingl. *terminal value*),
 CF_n – rahavoog perioodil n (ingl. *cash flow*),
 k – diskontomäär (ingl. *discount rate*),
 g – pikaajaline kasvumäär (ingl. *constant growth rate*).

Ühildades valemid 1 ja 2 saame tulemuseks sobiliku lihtsustatud valemi (3) ettevõtte väärtuse hindamiseks:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VT_n}{(1+k)^n} \quad (3)$$

kus
 V – väärtus (ingl. *value*),
 k – diskontomäär (ingl. *discount rate*),
 VT_n – lõppväärtus perioodil n (ingl. *terminal value*),
 CF_n – rahavoog perioodil n (ingl. *cash flow*),
 g – pikaajaline kasvumäär (ingl. *constant growth rate*).

Ettevõtte väärtuse hindamise puhul kasutatakse rahavoogudena vaba rahavoogu ettevõttele (ingl. *free cash flow to firm – FCFF*). Rahavoogude diskonteerimisel tuleb diskontomäärana kasutada

antud rahavoo riskist tulenevat diskontomäära, samas praktikas kasutatakse tihti ostja või müüa poolt seatud minimaalset diskontomäära (Fernández 2007). Antud töös kasutab autor diskontomäärana kaalutud keskmiste kapitali hinda (ingl. *weighted average cost of capital* – *WACC*). Tehes vastavad asendused valemisse (3) saame lõplikuks ettevõtte väärtuse arvutamise valemiks (4):

$$V = \frac{FCFF_1}{1 + WACC} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCFF_3}{(1 + WACC)^3} + \dots + \frac{FCFF_n + \frac{FCFF_n(1 + g)}{(WACC - g)}}{(1 + WACC)^n} \quad (4)$$

kus

V – väärtus (ingl. *value*),
 $FCFF_n$ – vaba rahavoog ettevõttele perioodil n (ingl. *free cash flow to firm*),
 $WACC$ – kaalutud keskmine kapitali hind (ingl. *weighted average cost of capital*),
 g – pikaajaline kasvumäär (ingl. *constant growth rate*).

Kuna ettevõtte majandusaasta aruannetes rahavoogu ettevõttele sobilikul kujul välja toodud üldiselt ei ole, siis tuleb see leida. Rahavoogu ettevõttele saab leida mitmel viisil ning antud töös on autor otsustanud kasutada rahavoo leidmist läbi ärikasumi (ingl. *EBIT*). Läbi ärikasumi saame vaba rahavoo ettevõttele leida, kui lahutame ärikasumist tulumaksu, liidame juurde amortisatsiooni ning lahutame investeeringud põhivarase ja käibekapitali muutuse. Valemi kujul näeb see välja järgnev (Pinto *et al.* 2010):

$$FCFF = EBIT(1 - Tax\ rate) + Dep - FCInv - WCInv \quad (5)$$

kus

$FCFF$ – vaba rahavoog ettevõttele (ingl. *free cash flow for firm*),
 $EBIT$ – ärikasum (ingl. *earning before interest and taxes*),
 $Tax\ rate$ – tegelik tulumaksumäär (ingl. *effective tax rate*),
 Dep – amortisatsioon (ingl. *depreciation*),
 $FCInv$ – investeeringud põhivarasse (ingl. *fixed capital investment*),
 $WCInv$ – investeeringud käibevarasse (ingl. *working capital investment*).

Kuna ettevõtte lõppväärtus sõltub suuresti diskontomäärast ja pikaajalisest kasvumäärast, siis on väga oluline, et need oleksid valitud õigesti. Foerster ja Sapp (2005) jõudsid oma uuringus järeldusele, et täpsemaks hinnanguks pikaajalisele kasvumäärale on majanduskasvu hinnang mõõdetuna SKT-s. Teised hinnangud, nagu ajalooline dividendide kasvu määr või muud laiemad makromajanduslike näitajate kogumid, olid oluliselt ebatäpsemad.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi, kui peamise soovitusliku meetodi ettevõtte väärtuse hindamiseks, on oma töös välja ka Brotherson, Eades, Harris ja Higgins (2015), sest tegu on

paindliku mudeliga, mis lubab arvesse võtta põhilisi eeldusi ettevõtte kasumlikkuse, varade, kasvu ja riskide kohta.

De Brouwer on oma raamatus välja toonud diskonteeritud rahavoogude meetodi suurimad eelised ja puudused (Brouwer 2017).

Eelised:

- kasutatav kõigi ettevõtete puhul;
- loogiline ja täielik;
- lihtsasti mõistetav;
- aitab parimal viisil arvesse võtta ettevõtte ärimudelit;
- saab arvesse võtta ja modelleerida sünergiaid ja ettevõtte strateegiate mõjusid.

Puudused:

- tuleviku rahavoogude hindamine pole lihtne;
- hindamisel tuleb modelleerida paljusid faktoreid;
- õige diskontomäära leidmine võib olla keeruline;
- tulemusi tuleks ka stressitestiga testida.

Ka Vild ja Zeisberg (2014) on oma töös välja toonud, et põhjalikumad strateegilised investorid kasutavad ettevõtte väärtuse hindamiseks diskonteeritud rahavoogude mudeleid ning Fernández (2007) on seda nimetanud lausa ainsaks kontseptuaalselt õigeks ettevõtte väärtuse hindamise mudeliks. Diskonteeritud rahavoogude mudelid sisaldavad nii potentsiaalselt üle võetava ettevõtte iseseisvat diskonteeritud rahavoogude analüüsi, kui ka mudeleid, kus arvestatakse erinevate tekkivate sünergiatega. Erinevalte teistest analüüsi meetoditest, aitab diskonteeritud rahavoogude meetod strateegilisel investoril hinnata, millised sünergiaid loovad suurimat väärtust ning seeläbi aitab tuvastada valdkonid millele tuleb erilist tähelepanu pöörata *due diligence* käigus.

Kuigi diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamine eeldab oluliselt suurema hulga eelduste tegemist, on erinevad uuringud näidanud, et diskonteeritud rahavoogude meetod annab ettevõtte väärtuse hindamisel kõige täpsemad tulemused (Koeplin *et al.* 2000; Gilson *et al.* 2000; Kaplan, Ruback 1995; Pratt, Grabowski 2014). Ilmselt on see ka üks põhjuseid, miks viimastel aastakümnetel on diskonteeritud rahavoogude meetodite kasutamine muutunud järjest populaarsemaks (Fernández 2007; Graham, Harvey 2001).

1.3.2. Dividendide diskonteerimise mudel

Kui investor ostab mingi ettevõtte aktsiaid, siis ta ootab investeringult kahte tüüpi rahavoogusid – esiteks perioodilisi dividende ja eeldatavat tuleviku hinda müügi hetkel. Kuna eeldatav tuleviku hind ise sõltub tuleviku dividendidest, siis saab öelda, et aktsia hind on võrdne kõigi tuleviku dividendide nüüdisväärtuste summaga (Damodaran 2002). Valemi kujul näeb see välja järgnev:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (6)$$

kus

V – väärtus (ingl. *value*),

D_t – dividendid perioodi t (ingl. *dividends*),

r – nõutav tulusus (ingl. *required return*).

Seega diskonteeritud dividendide mudel eeldab kahte sisendit – tuleviku dividendid ja nende diskonteerimise määr. Diskontomäär leitakse riskivaba tulu ja investeringu riskipremia kaudu (Hickman, Petry 1990). Selleks, et leida tuleviku dividende, peame me tegema eeldusi kasumi kasvu kohta ning dividendi määra kohta (Damodaran 2002).

Kuna lõpmatut hulka tuleviku dividende pole võimalik reaalsuses projekteerida, siis kasutatakse erinevaid lihtsustatud mudeleid, mis põhinevad eeldustel tuleviku dividendide kasvu osas. Lihtsaim neist on Gordoni kasvu mudel, mis eeldab, et ettevõtte on stabiilse kasvu faasis ning dividendid kasvavad tempos, mis on igavesti jätkusuutlik. Gordoni kasvu mudel seob ettevõtte väärtuse järgmise perioodi dividendide, nõutava tulu määraga ning pikaajalise kasvumääraga (Damodaran 2002). Valemi kujul on see järgnev:

$$V = \frac{D_1}{r-g} \quad (7)$$

kus

V – väärtus (ingl. *value*),

D_1 – dividendid järgmisel perioodi (ingl. *dividends*),

r – nõutav tulusus (ingl. *required return*).

g – pikaajaline kasvumäär (ingl. *constant growth rate*).

Kuigi vastavalt eelpool toodud valemitele, võiks arvata, et kui ettevõtte maksab suuremaid dividende, siis on selle väärtus kõrgem. Paraku empiirilised tõendid seda ei toeta, nagu Fernández (2007) on oma uurimuses välja toonud. Nimelt uurimus on näidanud, et ettevõtete väärtus, mis maksavad suurema osa oma kasumist dividendideks välja, ei ole kõrgem kui ettevõtetel, mille dividendide väljamakse määr on väiksem. Põhjusena tuuakse välja, et ettevõtted, mis maksavad

kõrgemal määral dividende, vähendavad enda kasvu võimalusi, sest ei saa seda raha uutesse ettevõtmistesse investeerida.

Antud meetodi eeliseid ja puuduseid on kirjeldanud enda raamatus De Brouwer (2017).

Suurimateks nendest on:

Eelised:

- loogiline ja täielik likviidsete turgude puhul;
- lihtsasti mõistetav;
- eeldab ainult tulemuste (dividendid) modelleerimist, mitte dividende mõjutavate muutujate modelleerimist.

Puudused:

- dividendide kasvumäära hindamine pole lihtne;
- õige diskontomäära leidmine võib olla keeruline;
- tulemusi tuleks stressitestiga testida.

Kuna antud töös vaadeldavad ettevõtted ei ole stabiilsed dividendide maksjad ning nende kohta on raske väita, et nad on saavutanud stabiilse kasvu, siis pole dividendide diskonteerimise meetod antud ettevõtete väärtuse hindamiseks sobilik meetod.

1.3.3. Netovarade meetodid

Netovarade meetodid on ilmselt kõige lihtsamad varade hindamise meetodid, samas on neil ka kõige kitsam kasutusala (De Brouwer 2017). Netovarade meetodite puhul selgitatakse välja ettevõtte väärtust staatilisest vaatenurgast, ehk need ei võta arvesse ettevõtte tuleviku arengut ning raha ajaväärtust. Netovarade meetodeid on erinevaid, kuid kõige sagedamini kasutatavad on raamatupidamisliku väärtuse (ingl. *book value*) ja likvideerimis väärtuse leidmine (ingl. *liquidation value*) (Fernández 2007). Ettevõtte raamatupidamislik väärtust on aktsionäride omakapitali väärtus ettevõtte bilansis, ehk ettevõtte kõigi varade ja kõigi kohustuste vahe. Ettevõtte likvideerimise väärtust arvutatakse kui summat, mis jääb järgi, kui ettevõtte varad müüa ning maksta tagasi kõik ettevõtte võlad (*Ibid.*).

Kuigi kinnisvara ettevõtete ja investeerimisfondide puhul on netovarade meetodi kasutamine asjakohane (Liow 2003), siis tavapäraselt ja pikaajaliselt opereeriva ettevõtte puhul, ei kajasta netovarade meetod ettevõtte tegelikku väärtust. Meetodi eeliseid ja puuduseid on kirjeldanud De Brouwer (2017). Suurimateks nendest on:

Eelised:

- lihtne arvutada;
- lihtne aru saada;
- puudub vajadus diskontomäära ja muude eelduste hindamiseks.

Puudused:

- ei ole adekvaatselt kasutatav pikaajaliselt opereerivate ettevõtete puhul.

Võttes arvesse töös vaadeldavate ettevõtete tegevusalasid ning asjaolu, et ettevõtete tegevusi ei plaanita peatada, siis ei ole netovarade meetod nende ettevõtete hindamiseks sobilik.

1.3.4. Diskontomäär

Nii nagu eelnevates alapeatükkides selgus, on diskonteeritud rahavoogude ja diskonteeritud dividendide meetodite kasutamise puhul äärmiselt oluline, et kasutataks õiget diskontomäära rahavoogude diskonteerimisel. Selleks et leida õige diskontomäär, tuleb kõigepealt aga leida omakapitali oodatav tulumäär ehk hind. Kõige laialdasemalt kasutatakse vara oodatava tulumäära arvutamiseks CAPM mudelit (ingl. *Capital Asset Pricing Model*). CAPM on juba 50 aastat olnud üks põhilisi ja eelistatumaid meetodeid omakapitali hinna määramiseks (Pratt, Grabowski 2014) ning tänaseks on see muutunud kõige laialdasemalt kasutatavaks omakapitali hinna määramise meetodiks (Graham, Harvey 2001).

CAPM mudeli puhul leitakse vara oodatav tootlus funktsioonina selle vara süstemaatilise riskist. Mudel võtab arvesse vara tundlikkust süstemaatilise riski (turu riski) suhtes, oodatavat turu tootlust ja riskivaba tulumäära (De Brouwer 2017). Valemi kujul kirjutatuna on CAPM järgnev (Pinto *et al.* 2010):

$$E(R_i) = R_F + \beta_i [E(R_M) - R_F] \quad (5)$$

kus

$E(R_i)$ – vara i oodatav tootlus (ingl. *asset i expected return*),

R_F – riskivaba tulumäär (ingl. *risk-free rate of return*),

β_i – beeta (ingl. *beta*),

$E(R_M)$ – turu keskmine oodatav tootlus (ingl. *expected return of the market portfolio*),

$E(R_M) - R_F$ – riskipremia (ingl. *equity risk premium*).

Vara beeta mõõdab antud vara süstemaatilist riski, ehk selle vara tootluse tundlikkust riskantsetest varadest koosneva turuportfelli suhtes. Tavapäraselt koosneb see turuportfell laiapõhjalisest aktsia-indeksist (*Ibid.*). Kuna beeta arvutamine eeldab vara väärtuse kohta ajalooliste andmete olemasolu,

siis pole võimalik beetat otseselt arvutada börsil mittekaubeldavate ettevõtete kohta. Seetõttu leitakse börsil mittekaubeldavate ettevõtete beeta kaudsel teel, vaadeldes sama sektori mõnda konkreetset ja sarnast börsil noteeritud ettevõtet või terve sektori keskmist võimendusega beetat (*Ibid.*). Riskivaba tulumäär on tootlus, milles me saame alati kindlad olla, ehk nendel varadel puudub maksejõuetuse risk ning enamuste arenenud turgude puhul, kasutatakse riskivaba tulumäära määramiseks valitsuse pikaajalisi võlakirjade tootlust (Damodaran 2002). Riskipreemia on täiendav tootlus võrreldes riskivaba tulumääraga, mida investor ootab, investeerides riskipreemia arvutuse aluseks olevasse laiapõhjalisse aktsiaportfelli (turu indeksisse) (Pratt, Grabowski 2014).

1.4. Suhtelise väärtuse mudelid

Suhtelise väärtuse mudelite puhul on eesmärk hinnata vara väärtust, võrreldes seda teiste sarnaste varade väärtusega turul. Selleks, et hinnata vara väärtust korrektselt, peavad võrdlussuhtarvud olema standardiseeritud ning võrdlema peab võimalikult sarnaseid ettevõtteid (Damodaran 2002). Võrdluse aluseks olev hind, võib olla börsil noteeritud ettevõtete puhul hetkel valitsev turuhind ning börsil noteerimata ettevõtete puhul, sarnaste ettevõtete müügihind. Sellest hinnast lähtuvalt arvutatakse ettevõtte kohta suhtarvud, mida erinevate ettevõtete vahel võrreldakse.

Enam levinud suhtarvud, mida kasutatakse on (Fernández 2007):

- hind/kasum (ingl. *price/earnings*);
- hind/käive (ingl. *price/sales*);
- hind/EBIT (ingl. *price/EBIT*);
- hind/EBITDA (ingl. *price/EBITDA*);
- hind/rahavood (ingl. *price/operating cash flow*);
- hind/raamatupidamislik väärtus (ingl. *price/book value*).

Suhtelise väärtuse mudelite eeldus on, et ettevõtte väärtus on hind, mida keegi teine on nõus selle eest maksma. Kuna aga kõik ettevõtted on omavahel veidi erinevad, siis kaasneb suhtelise väärtuse mudelite alusel hindamisega alati mõningane ebatäpsus, kuid seda saab vähendada, valides võrdluseks võimalikult sarnased ettevõtted (De Brouwer 2017).

Erinevaid suhtarve tuleks vaadelda, kui üksteist täiendavaid väärtuse hindamise indikaatoreid. Fairfield (1994) on välja toonud lähenemise, kuidas hind/kasum (P/E) ja hind/raamatupidamislik väärtus (P/B) üksteist täiendavad ning kuidas neid parimal viisil tõlgendada. Kuigi tegu on hetke ja mineviku infol põhinevate suhtarvudega, siis annavad nad siiski ülevaate investorite ootustest tuleviku osas. P/E on funktsioon oodatavast kasumlikkuse muutumisest ja P/B on funktsioon oodatavast tuleviku kasumlikkuse tasemest. P/E-P/B näitab aga turu ootust tuleviku kasumlikkusele võrreldes hetkel kasumlikkusega. Kõrge P/E suhe näitab ootust suurele kasumi kasvule ja kõrge P/B näitab keskmisest kõrgemat ootust varade tootlusele (*Ibid.*).

Suhtelise väärtuse mudelid on väga laialdaselt kasutusel ning seda peamiselt seetõttu, et neid on lihtne kasutada, sest eeldavad oluliselt vähema arvu sisendite ennustamist, kui diskonteeritud rahavoogude meetod. Lisaks on see meetod lihtsasti arusaadav ning võtab arvesse üldist turu olukorda (Damodaran 2002).

1.5. Optsioonide hinnastamise mudelid

Opsioon on leping, mis annab investorile võimaluse, aga mitte kohutuse, osta või müüa finantsvara teisele osapoolle, kindlaks määratud hinnaga ja kokku lepitud ajal (või aja jooksul) tulevikus. Optsiooni ostja peab optsiooni kirjutajale ostmise hetkel tasuma teatud summa, mida nimetatakse optsiooni preemiaks (Helfenstein 2017). Optsioonide hinna määramiseks kasutatakse keerukaid nüüdisväärtuse mudeleid, millest kõige levinumad mudelid on Black-Scholes-Merton mudel ning binominaalne mudel (De Brouwer 2017).

Kui tavaliste optsioonide puhul on ostetavaks ja müüdavaks varaks finantsvara, siis reaaloptsioonide puhul on finantsvara asemele alusvaraks füüsilised („reaalsed“) varad. Seega reaaloptsiooni omamine tähendab, et optsiooni omanikul on võimalus teatud perioodi jooksul valida, kas teha investeringu otsus või mitte teha, ennest eelnevalt selle otsusega sidumata (Carlsson, Fuller 2003). Võimalust investeerida võib vaadata kui ostu (ingl. *call*) optsioonina, mille omanikul on õigus omandada teatud kindel vara, teatud kindla summa eest (investeringu maksumus), mingil hetkel tulevikus. Antud vara võib sisaldada lisaks konkreetsele investeerimisprojektile ka teiste antud projektist tulenevate reaaloptsioonide väärtust (Smit, Trigeorgis 2006). Reaaloptsioonide puhul on reeglits, et investeerimise otsus tuleks teha just

tänasel hetkel ainult siis, kui investeeringu puhasnüüdisväärtus on piisavalt kõrge, et kompenseerida investeeringuga ootamise optsiooni väärtus (Carlsson, Fuller 2003).

Reaalsuses on olud investeeringute analüüsimiseks tihti keerulisemad, kui diskonteeritud rahavoogude meetod eeldab, sest sageli pole tegu mitte staatilise keskkonnaga, vaid dünaamilise keskkonnaga, kus peame investeeringu otsuseid tegema ning rahavoogusid prognoosima. Sellistel juhtudel võib olla mõistlik kasutada reaaloptsioonide hindamise meetodit, sest see võimaldab hinnangus arvesse võtta ka paindlikkust, kasvu võimalusi ning erinevaid konkureerivaid strateegiaid (Smit, Trigeorgis 2006). Ühe hea näitena reaaloptsioonide kasutusvaldkonnast on Kellogg ja Charnes (2000) välja toonud varases staadiumis biotehnoloogia ettevõtete hindamise. Selliste ettevõtete puhul võib tavapärane diskonteeritud rahavoogude meetod tihti tulemuseks anda negatiivse NPV. Reaaloptsioonide meetodi kasutamine arvestab aga kõigi arendustest tulenevate uute võimalustega ning projekt, mis puhtalt rahavoogude diskonteerimise vaatest võis tunduda ebatasuv, võib kogu projekti väärtust (optsioone) arvesse võttes, olla tasuv.

Reaaloptsioonide kasutamise võimaluste kohta investeeringute hindamisel, on hea ülevaate andnud Timothy Luehrman (1998). Investeeringu tegemine on nagu osta optsioon, sest ettevõttel on võimalus, aga mitte kohustus, ettevõtte omandada. Selleks, et hinnata selle optsiooni väärtust, on hindajal vaja tuvastada viis olulist mõõdet optsiooni juures. Esiteks omandava ettevõtte nüüdisväärtus (leituna läbi diskonteeritud rahavoogude meetodi), teiseks varade eest makstav hind, kolmandaks aeg, mille ulatuses ostust saab viivitada, neljandaks raha diskontomäär ja viiendaks tuleviku rahavoogude riskantsus. Need viis suurust saab võtta Black-Scholes mudeli sisendiks, mille kaudu saame hinnata ka antud optsiooni väärtust.

1.6. Ettevõtte väärtuse sõltuvust investori tüübist

Ettevõtte väärtuse hindamisel tuleb arvestada paljude asjaoludega ning ettevõtte väärtus ei sõltu ainult ettevõtte sisemistest teguritest, vaid sõltub ka sellest, mis eesmärgil ning kelle vaatenurgast ettevõtte väärtust hinnatakse. Börsil noteeritud ettevõtete puhul eksisteerib ettevõtte jaoks nii öelda turuhind, mis tuleneb aktsia hinnast börsil ning mille järgi saab tuletada kogu ettevõtte väärtuse. See väärtus on aga turu keskmine hinnang antud ettevõttele ning sõltuvalt investorist võib hinnang ettevõtte väärtusele erineda. Oluliselt keerulisem on olukord börsil noteerimata ettevõtetega, sest nende puhul ei eksisteeri iga aja hetkel aktsiahinda, mille alusel saaks adekvaatselt hinnata

ettevõtte väärtust. Seega tuleb selleks kasutada eelmises peatükis toodud võimalikke meetodeid. Põhjuseid, miks on vaja ettevõtte väärtus hinnata on erinevaid, kuid antud töö kontekstis vaatleb autor ettevõtte väärtuse hindamist ettevõtete müügi protsessi osana.

Uusklassikalise ettevõtte mudeli järgi võetakse ühinemised ja ülevõtmised ette selleks, et kasvatada ettevõtte väärtust omanike jaoks. Sudarsanam (2010) on välja toonud, et paraku enamus ülevõtjaid ettevõtteid maksavad üle *ex ante* ja on võimetud loodetud sünergiad kasutama *ex post*. See viib aga olukorrani, kus ülevõetava ettevõtte omanikud saavad täiendavat tulu ning ülevõtja ettevõtte omanikud kaotavad väärtust. Üheks põhjuseks siin võib ka olla, et ettevõtet juhtkonnad kipuvad ülehinnama sünergia kasusid ning alahindama sünergiast tulenevaid kulusid (Mukherjee, Kiyamaz, Baker 2004).

Sudarsanam ja Sorwar (2010) on välja toonud, et on olemas selged ja hästi dokumenteeritud empiirilised tõendid, et ülevõetava ettevõtte aktsionäridele makstakse arvestatava ülevõtmispreemia. Paraku puudub ühene selge arusaam, mis on selle ülevõtmispreemia põhjuseks. Kõige enam tuuakse välja nelja erinevat põhjust. Esiteks, ülevõtmispreemia suurus näitab ettevõtte väärtuse kasvu, mida ülevõtja loodab saada läbi kahe ettevõtte vahelise sünergia. Kuigi sünergia saab tekkida ainult peale ühinemist, hindab turg need sünergiad ettevõtte väärtustesse sisse juba ülevõtmispakkumise tegemisel. Märkimisväärne on aga see, et enamus tekkiva sünergia väärtusest omistatakse ülevõetavale ettevõttele. Teise võimaliku põhjusena tuuakse välja, et ettevõtte väärtus oli enne ülevõtmispakkumist turu poolt alahinnatud ning ülevõtmispakkumine toob välja ettevõtte tegeliku väärtuse ning peale pakkumist turg hindab ettevõtte väärtuse ümber, kuid hinnates ettevõtet siiski kui eraldiseisvat äriühingut. Seega tegu ei ole mitte sünergiast tuleneva ümber hinnastamisega, vaid täiendavast informatsioonist tuleneva ümberhinnastamisega. Kolmanda võimaliku variandina tuuakse välja, et ülevõtja peale ettevõtte omandamist jätab ettevõtte jätkuvalt eraldiseisvaks äriühinguks ning müüb selle juppideks, tõstes seeläbi ettevõtte väärtust. Neljanda võimalusena tuuakse välja ka ülevõtjate ettevõtete juhtkondade käitumusliku ja isikuomaduste vaadet. Nimelt võivad ülevõtja ettevõtte juhtkonna liikmed olla liigselt enesekindlad oma valikutes ning seeläbi ülehinnata ettevõtte tegelikku väärtust.

Kui vaadelda nimetatud nelja võimalikku põhjust strateegilise investori ja finantsinvestori seisukohalt, siis viimased kolm põhjust võivad esineda nii strateegilise investori kui ka finantsinvestori puhul, kuigi üle võetud ettevõtte tükeldamine ning jupi kaupa müümine ei ole strateegiliste investorite puhul tavapraktika. Samas sünergiatest tulenevat väärtuse kasvu

finantsinvestori puhul esineda ei tohiks, küll on aga see väga oluline punkt strateegilise investori puhul.

Kuna ülevõtja poolne üle maksmine võib olla tingitud ülevõetava ettevõtte väärtuse ja sünergiate valesti hindamisest, siis üks moodus hindamise riski vähendamiseks on maksta ülevõetava ettevõtte eest mitte rahas vaid aktsiates. Seetõttu saame vaadelda maksevahendit kui ühte strateegilist tööriista hindamise riski vähendamiseks (Sudarsanam, Sorwar 2010).

See, milliseid ettevõtteid ülevõtmise sihtmärgiks valitakse, sõltub paljuski ka ettevõtte tegevusalast ja struktuurist. Tuginedes oma uuringutele järeldasid Capron ja Shen (2007), et ettevõtted võtavad üle tõenäolisemalt börsil noteerimata ettevõtte, kui tegu on tööstusharuga, mis on ülevõtja põhi tegevusalal või kus ülevõtjal on suur kogemus ettevõtete ostmisel ning kus ülevõetava ettevõtte varad ei ole geograafiliselt hajutatud ega suures ulatuses immateriaalsed. Ülevõtjad osatavad aga suurema tõenäosusega börsil noteeritud ettevõtte, kui nad soovivad siseneda uute ärivaldkonda või kui ülevõetava ettevõtte varad on suures osas immateriaalsed.

Kui võrrelda sarnase börsil noteeritud ja börsil noteerimata ettevõtte väärtust, siis tuleb kindlasti arvestada ka sellise fenomeniga, nagu börsil noteerimata ettevõtte allahindlus (ingl. *private firm discount*). Capron ja Shen (2007) on eraettevõtete allahindluse olemuse lahti seletanud järgnevalt: „see fenomen seisneb selles, et ostjad saavad sarnase ettevõtte osta olulise allahindlusega juhul, kui tegu on börsil noteerimata ettevõttega, võrdluses börsil noteeritud ettevõttega“. Koeplin, Sarin ja Shapiro (2000) on välja toonud, et USA börsil noteerimata ettevõtete allahindlus võrreldes börsil noteeritud ettevõtetega on 20-30%, kui vaadata kasumi suhtarve. Lisaks leidsid nad, et see allahindlus on veelgi suurem, kui tegu on mitte USA ettevõtetega, kus allahindlus ulatus 40-50%-ni. Samas Klein ja Scheibel (2012) viisid läbi sarnase uurimuse ka Eurotsooni ettevõtete kohta ning jõudsid järeldusele, et keskmine börsil noteerimata ettevõtte allahindlus on 5%. Selle fenomeni peamiseks seletusena on välja toodud börsil noteerimata ettevõtete aktsiate vähest likviidsust (Fuller *et al.* 2002). Likviidsuse all peetakse silmas kiirust millega saab varad vahetada rahaks ilma, et varade omanik kaotaks oluliselt väärtust, kas läbi tehingukulude või läbi vara väärtuse languse (Bajaj *et al.* 2001). Sarnasele tulemusele jõudsid oma uuringu ka Fuller, Netter ja Stegemoller (2012). Lisaks ettevõtte omanike struktuurile uurisid nad ka kuidas sõltub ettevõtte müügihind tehingu makseviisist. Nad jõudsid järeldusele, et ostjad saavad parima hinna, kui ostetakse börsil noteerimata ettevõtteid ning tasutakse aktsiates. Järgmisena tasuvam on osta börsil noteerimata ettevõtteid ning tasuda rahas, seejärel börsil noteeritud ettevõtteid ning tasuda rahas.

Kõige halvema hinna saab ostja, kui ostetakse börsil noteeritud ettevõtte ning tasutakse aktsiates. Sarnaseid seoseid tuvastasid ka James ja Yingmei (2006), leides, et ettevõtete väärtuse ülehindamine börsi poolt on oluline motivaator ühinemistes ja ülevõtmistes ning rohkem ülehinnatud ettevõtted ostetakse tasudes aktsiates ja vähem ülehinnatud ettevõtted ostetakse tasudes rahas. Sarnane seos leiti nii ülevõetava kui ka ülevõtja ettevõtte väärtuse ning tehingu makseviisi vahel.

Kui võrrelda strateegilist investorit ja finantsinvestorit, siis levinud arusaama kohaselt on ettevõtte ülevõtmisel, strateegilised investorid nõus maksma rohkem kui finantsinvestorid. See tuleneb sellest, et strateegilised investorid hindavad ettevõtte väärtust kõrgemalt, kuna nad arvestavad ka ülevõtmisel tekkivate sünergiate väärtusega (Gorbenko, Malenko 2014). Bradley, Desai ja Kim (1988) leidsid, et NYSE ja AMEX börsidel noteeritud ettevõtete ülevõtmiste puhul oli keskmine väärtuse kasv läbi täiendava sünergia 7,4%. Samas leidsid Gorbenko ja Malenko (2014) oma uurimuses, et kuigi keskmiselt on strateegilised investorid nõus maksma kõrgemat hinda, on teatud valdkondi, kus finantsinvestorid on nõus maksma enamasti rohkem, kui strateegilised investorid. See tuleneb sellest, et oma olemuselt on strateegilised ja finantsinvestorid väga erinevad ning seetõttu eelistavad nad ka erineva suunitluse ja näitajatega ettevõtteid. Ühe sellise näitena, kus finantsinvestorid enamasti hindavad ettevõtte väärtust kõrgemalt kui strateegilised investorid, töid nad oma uuringus välja ettevõtted, mille finantstulemused on halvad. Finantsinvestorite kõrgem hinnang selliste ettevõtete väärtusele tuleneb eeldatavasti sellest, et neil on kogemus ettevõtete restruktureerimises ning neil on parem ligipääs finantsturgudele ja seeläbi suudavad soodsamalt kaasata vajalikku kapitali. Samuti töid nad oma töös välja, et erinevate finantsinvestorite poolne hinnang ettevõtte väärtusele varieerub oluliselt vähem, kui erinevate strateegiliste investorite hinnang samale ettevõttele. Selle põhjus peitub eeldatavasti asjaolus, et erinevad strateegilised investorid hindavad sünergiatest lähtuvat väärtust erinevalt, sest sõltuvalt ettevõttest võivad sünergiad olla oluliselt erinevad. Oma uuringus on Gorbenko ja Malenko (2014) välja toonud, et strateegiliselt investorid on keskmiselt nõus maksma 46,4% preemiat võrreldes hetke turuhinnaga võrreldes finantsinvestorite 36,5% keskmise preemiaga.

Ülevõetava ettevõtte väärtus finantsinvestori vaates sõltub ka valitsevast majanduskeskkonnast. Oma töös töid Gorbenko ja Malenko (2014) välja, et finantsinvestorid hindavad ettevõtte väärtust kõrgemaks, kui laenamine on odav (intressi määrad on madalda). Strateegiliste investorite puhul selline seos aga puudus.

Lisaks ülevõetava ettevõtte omanike struktuurile sõltub ülevõtmispreemia ka ülevõtja ettevõtte omanike struktuurist. Bargeron, Schlingemann, Stulz ja Zutter (2008) leidsid, et keskmine ülevõtupreemia oli suurim (46,5%) siis, kui ostja oli börsil noteeritud ettevõtte. Börsil noteerimata ettevõtte puhul oli keskmine ülevõtupreemia 40,9%. Eraldi toodi veel välja, et nii öelda finantsinvestori, ehk erakapitali investeringute firmade puhul oli ülevõtupreemia kõigest 28,5%. Kui strateegilise investori ja finantsinvestori ülevõtupreemiate erinevust saab põhjendada strateegilise investori puhul tekkiva sünergia väärtusega, siis börsil noteeritud ja börsil noteerimata ettevõtte ülevõtupreemiate erinevust see ei selgita. Bargeron, Schlingemann, Stulz ja Zutter (2008) toovad ühe võimaliku põhjusena siin välja selle, et ebaõnnestunud ülevõtupakkumine toob suuremat kahju börsil noteeritud ettevõtte juhtidele võrreldes börsil noteerimata ettevõtete juhtidega. Nimelt võib juhtuda, et börsil noteeritud ettevõtted peavad ülevõtmispakkumise käigus avaldama rohkem informatsiooni enda strateegiate kohta ning see muudab tõenäolisemaks, et ebaõnnestunud pakkuja muutub ise ülevõtmise sihtmärgiks.

Ühe põhjusena, miks finantsinvestorite ja strateegiliste investorite ülevõtupreemiad on erinevad, on ka selles, et nad ostavad lihtsalt erinevat tüüpi ettevõtteid. Fidrmuc, Roosenboom, Paap ja Teunissen (2012) analüüs näitas, et finantsinvestorid eelistavad ettevõtteid, millel on madalamad hinna/kapitali suhtarvud (ingl. *market to book ratios*) ning rohkem vaba raha. Strateegilised investorid vastupidi eelistavad ettevõtteid, millel on kõrgemad hinna/kapitali suhtarvud, rohkem immateriaalseid varasid ja suuremad tootearenduse kulud. Seda seetõttu, et strateegilised investorid näevad tootearenduse kulusid ja immateriaalseid varasid kui optsoone kasvamiseks.

Hellmann (2002) on uurimuses leidnud, et kui ülevõetav ettevõtte täiendab ülevõtja võimekusi ja tooteid ning ülevõetaval on palju kauplemisvõimu, siis strateegiline investor hindab ettevõtte väärtus kõrgemalt ja on nõus rohkem maksma. Kui aga ülevõetaval ettevõttel on vähe kauplemisvõimu, siis hindab ülevõtja ettevõtte väärtust madalamalt. Samas, kui ülevõetav ettevõtte asendab ülevõtja võimekusi ja tooteid, siis on ülevõtja alati nõus maksma kõrgemata hinda, sõltumata ülevõetava ettevõtte kauplemisvõimust. Lisaks tõi Hellmann (2002) välja oma töös ka, et kui ostjaks on sündikaat, siis nõutakse enamasti kõrgemat hinda, kui puhta finantsinvestori puhul.

2. ANDMED JA METOODIKA

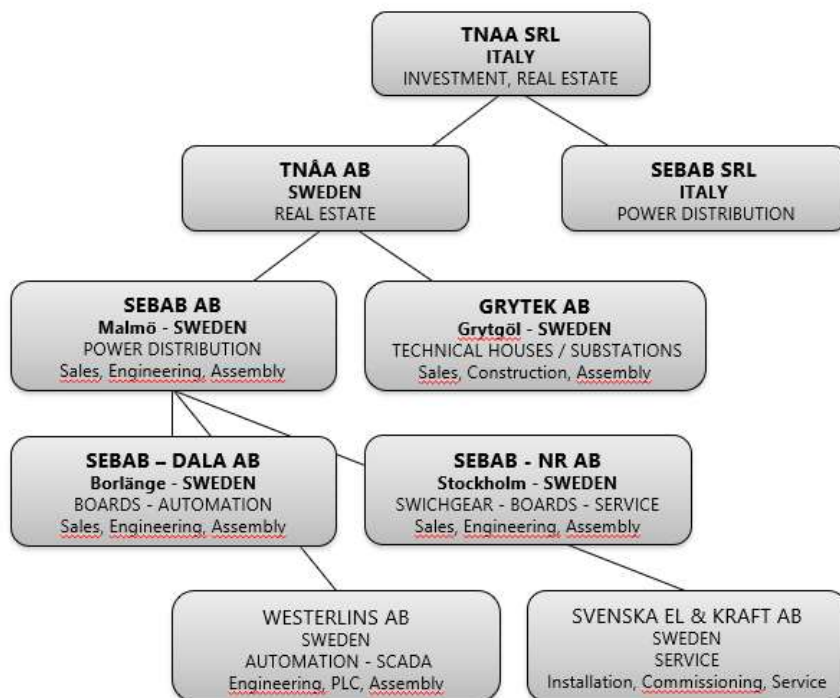
Teaduslikud uurimismeetodid jagunevad kahte suurde gruppi: kvalitatiivsed ning kvantitatiivsed uurimismeetodid. Kvalitatiivsetet uurimismeetodite eesmärk on leida vastus küsimusele, kas uuritaval objektil esineb teatud tunnus või mitte. Kvantitatiivsete uurimismeetodite eesmärk on leida vastus küsimusele, mis ulatuses mingi tunnus uuritaval objektil esineb. Kvantitatiivse uurimuse aluseks on läbi mõõdistamise saadud andmed ning eesmärk on nende andmete põhjal teha statistiliselt usaldusväärseid järeldusi.

Lähtuvalt töö eesmärgist, mahust ning saada olevatest ressurssidest, on autor valinud antud töö puhul uurimismeetodiks kvalitatiivse uurimismeetodi ning täpsemalt juhtumiuuringu. Järgnevas peatükis vaadeldakse kahte juhtumit (omavahel seotud olevat ettevõtet) ning uuritakse nende näidete puhul ettevõtte väärtuse sõltuvust investori tüübist ning hinnangu sõltuvust valitud hindamismeetodist. Hindamismeetodite valimisel lähtutakse eelnevas peatükis käsitletud meetodikatest, varasematest uuringutest ning nende rakendamise võimalikkusest antud juhtumite puhul.

2.1. Ettevõtete SEBAB AB ülevaade

SEBAB AB on 1987 aastal Thomas Andressoni poolt asutatud äriühing, mille põhilisteks tegevussuundadeks on elektrienergia seadmete ja komponentide müük, elektriseadmete ja lahenduste projekteerimine ning peatöövõtuga tegelemine elektrienergia valdkonnas. Ettevõtte peamisteks turgudeks on Skandinaaviamaad ning Aafrika ja Lähis-Ida. Ettevõtte missiooniks on pakkuda kulusäästlikke tooteid elektrienergia sektorile, tegemata samal ajal järeleandmisi kvaliteedi ning tarneaja osas (SEBAB tooteleht... 2018). Ettevõtte kuulub TNÅA gruppi, mille ainuomanik on ettevõtte tegjuht Thomas Andresson (SEBAB AB majandusaasta... 2016). Grupi struktuur on toodud joonisel 3:

TNÅA Group / Partners



Joonis 3. TNÅA grupi struktuur

Allikas: SEBAB AB ettevõtte presentatsioon 2017.

Ettevõtte peakontor ja suurim tootmisüksus asub Malmös ning harukontorid ja väiksemad tootmisüksused paiknevad Stockholmis ja Borlänges (SEBAB AB ettevõtte... 2017). Tänu mitmele harukontorile ja laialdasele koostööpartnerite võrgustikule suudetakse pakkuda täislahendusi alates projekteerimisest kuni paigalduse ja järel teeninduseni ning seda üle terve Rootsi. Malmös tehase juures paikneb ka ettevõtte kesk ladu, mis toetab ettevõtte teisi tootmisüksuseid ning kilbivalmistuse koostööpartnereid (SEBAB tooteleht... 2018). Malmö tehases toodetakse (*Ibid.*):

- madalpinge jaotusseadmeid ja elektrikilpe;
- trafo IP korpuseid;
- kondensaatorseadmeid;
- UPS ja akutoite süsteeme;
- automaatika seadmeid SEBvision scada süsteemiga.

SEBABi üks olulisemaid tugevusi on nende lai rahvusvaheline koostööpartnerite võrgustik, tänu millele suudetakse pakkuda oma klientidele täisvalikut tooteid elektrienergia jaotuse ja

automaatika valdkonnas. Ettevõtte tegutseb täna kuues erinevas sektoris – ehitus, elektrivõrgud, OEM, infrastruktuur, tuuleenergeetika ja eksport. SEBABi olulisimateks koostööpartneriteks on Ormazabal, Aktif Elektroteknik, Tesar, Icar, Finelcomp, Socomec ja Siemens. Lisaks omab SEBAB AB nii SIO 9001 kui ka ISO 14001 sertifikaati (*Ibid.*). Ettevõtte 2016 aasta käive oli 90 749 000 SEK ning puhaskasum 1 628 330 SEK. Ettevõttes töötas keskmiselt 23 töötajat (SEBAB AB majandusaasta...2016).

2.2. Ettevõtete Grytek AB ülevaade

Grytek AB ajalugu ulatub 1976 aastasse, kui KL Industri AB alustas Barketorpis soojustatud tehniliste hoonete tootmist. Aastal 2013 tabasid ettevõtet majandusraskused ning tollel hetkel KL-Bro AB nime kandnud KL Industri AB tütarettevõtte läks pankrotti. Pankrotistunud ettevõtte 100%-lise osaluse otsustas üles osta TNÅA AB ning liita see TNÅA gruppi ning tootmist jätkati juba uue, Grytek AB, nime all (Grytek tooteleht... 2018).

Grytek AB põhitegevuseks on erinevate tehniliste hoonete arendus, müük ja tootmine. Tooteid tarnitakse peamiselt 5 erineva kliendisektori jaoks – tööstus, tuuleenergeetika, telekom, energijaotus ja infrastruktuur. Suuremahuliste hoonete tootmist toetab hea asukoht Kesk-Rootsis, ning kohapealne 5600 ruutmeetrine tootmishoone. Ettevõtte põhitoodeteks on kolmel erineval tehnoloogil põhinevad tehnilised hooned (Grytek AB ettevõtte... 2017):

- SteelFLEX – keevisraamil metallist konteiner tüüpi lahendus;
- CombiFLEX – keevisraamil ning sandwich paneelist seinadega konteiner tüüpi lahendus;
- EasyFLEX – sandwich paneelist kergkonstruktsioonilised hooned.

Ettevõtte 2016 aasta käive oli 23 666 000 SEK ning puhaskasum 35 977 SEK (Grytek AB majandusaasta... 2016). Ettevõttes töötas keskmiselt 20 töötajat (Grytek AB ettevõtte... 2017).

2.3. Ettevõtete AS Harju Elekter ülevaade

Harju Elektri sünniaastaks loetakse 1968. aastat, kui toonase Harju KEKi elektrijaoskonna juhataja Sulev Kivimäe eestvedamisel hakati Keilas, Harju KEKi territooriumil, tootma installatsioonikaablit. Kuigi täna Harju Elekter enam elektrikaableid ei tooda, on kaabli tootmine olnud olulisel kohal suure osa Harju Elektri ajaloost. Varsti peale seda alustati ka alajaamade ning

madal- ja keskpingepaneelide tootmist, mis oli tingitud maapiirkonna elektrifitseerimise tõttu tekkinud suurenevast nõudlusest (Laansalu 2003). Alajaamade ning madalpingeseadmete tootmine on üks Harju Elektri põhilisi tegevussuundasid tänapäevani.

Tänase nimeni jõuti tegelikkuses alles 1983. aastal, kui järjekordse restruktureerimise tulemusena võeti kasutusele Harju Elektri nimi ning tegu oli kehtinud reeglite järgi iseseisva ettevõttega, millel oli ka oma pangaarve. Tolleaegse juhtkonna järjekindla tegutsemise tulemusena sai Harju Elekter 1988. aastal väliskaubanduse loa, mis andis ettevõttele õiguse sõlmida otsesidemeid välismaa ettevõtetega. Esmaseid kontakte hakati otsima Soomes ning esimese koostööprojektina hakati Soome firmale Perusyhtymä OY tootma installatsioonikaablit MMJ. Sellele esimesele koostööprojektile järgnesid kiiresti koostöölepingud nii, Jämä OY, Onninen OY, Glamoxi, kui ka Sähkölähteenmäki OY-ga (*Ibid.*).

Edukat koostööprojekte ning tekkinud isiklikud tutvused võimaldasid peale Eesti taasiseseisvumist hakata asutama välispartneritega koostöös Keilasse uusi tootmisettevõtteid. Esimene sellelaadne koostöö pandi käima Nokia Johdinsarjat OY-ga ning 1991 aastal avati Keilas juhtmekoidiste tootmise tehas. Esimese tehase avamisele järgnesid lähemal paaril aastal veel ühissetevõtte asutamine ja tehase loomine ABB East Ventures OY-ga elektriseadmete tootmiseks, Nokia OY-ga elektrikaablite tootmiseks, Glamox AS-ga valgustite tootmiseks ja Saajos OY-ga metalluste tootmiseks (*Ibid.*). Täna on Harju Elekter kõigest nendest ühissetevõtetest väljunud, kuid paljud neist jätkavad endiselt oma tehadega Keila tööstuskülas.

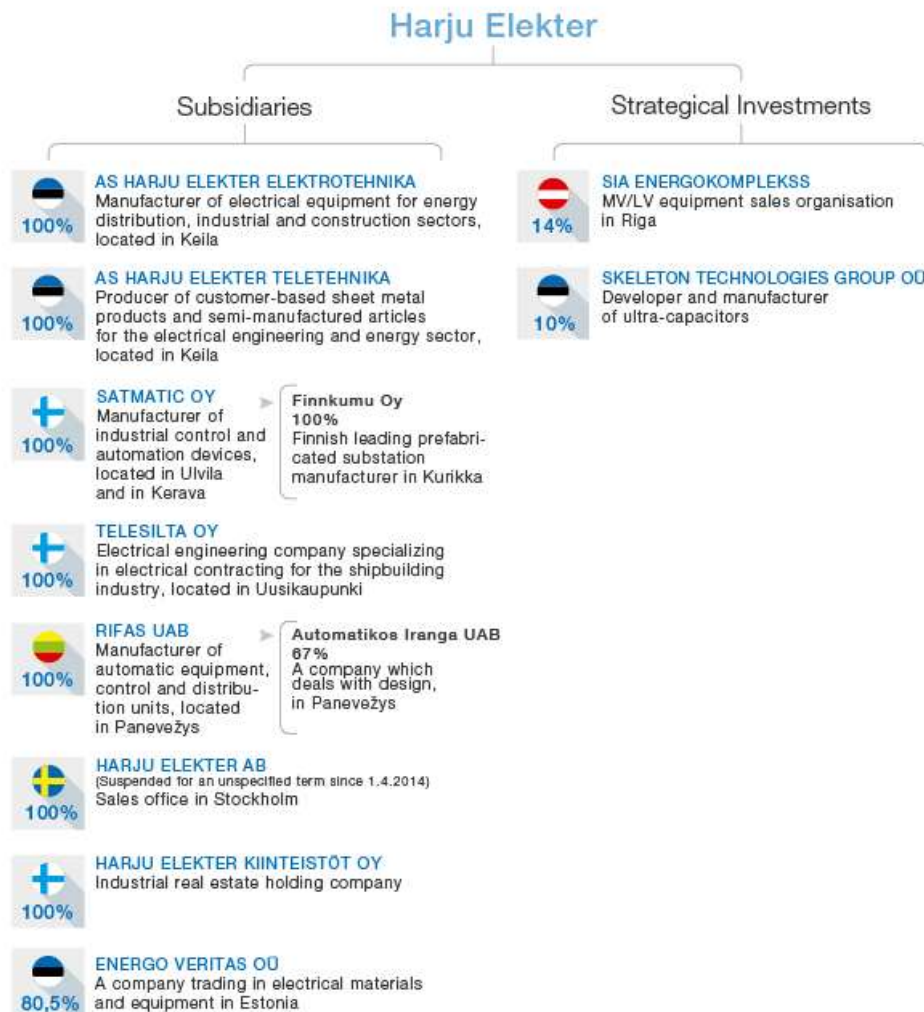
1996. aastal alustas Harju Elekter koostööd Siemens OY ning kui 2001 aastal Siemens oma strateegiat muutis ning otsustas väiksematest tootmisüksustest loobuda, avanes Harju Elektril võimalus osta Pori lähedal Ulvilas paiknev tootmisüksus, mille peamiseks toodanguks olid tööstusautomaatikakilbid. Satmatic OY ostutehing jõustus 2002 aastal ning sellest sai Harju Elektri esimene ettevõtte väljaspool Eestit (*Ibid.*). Seda sündmust võib pidada ka ettevõtte rahvusvaheliseks kontserniks transformeerumise alguseks.

Satmaticu ostule järgnes 2003. aastal enamusosaluse omandamine Leedu ettevõttes UAB Rifas, mille põhitegevusalaks on elektrijaotusseadmete ja sagedusmuundurkilpide projekteerimine, valmistamine ja müük. Rifase 100%-lise osaluse omandas Harju Elekter 2015. aastal. 2010. aastal otsustas Harju Elekter laiendada oma tegevust Rootsi, asutades selleks Rootsi Kuningriiki eraldiseisva esindus ja müügiorganisatsiooni Harju Elekter AB. 2014. aastal otsustati jõulisemalt

laieneda Soome alajaamade turule ning osteti Soome suurim alajaamade tootja Finnkumu OY, mille tehas ja kontor paiknevad Kurikkal. 2017 aastal omandas Harju Elekter veel kaks ettevõtet – Energo Veritas OÜ ning Telesilta OY. Energo Veritase näol on tegu Eestis tegutseva projektimüügi firmaga, millega liideti seni otse Harju Elektri alla kuulunud elektritarvete kauplused. Telesilta näol on aga tegemist Soomes tegutseva paigaldusettevõttega, kes tegutseb peaaesjalikult laevandus sektoris (Ajalugu... 2018).

Tänaseks on Harju Elekter kasvanud üheks suurimaks Baltikumis tegutsevaks elektriseadmete tootjaks ning on oma valdkonnas tunnustatud ettevõtte kogu regioonis. Ettevõtte põhitegevuseks on elektrijaotusseadmete ning automaatikaseadmete tootmine energiasektorile, tööstussektorile ning infrastruktuuri ja ehitussektorile (Nelikümmend... 2018). Järjest olulisemaks on aga muutumas ka laevandus ja merendus sektor. Ettevõtte põhitegevust toetab lisaks la lehtmetsa töötlemine, kinnisvara arendus ning jae- ja hulgikaubandus. Alates 1997 aastast on Harju Elektri aktisid noteeritud Tallinna Börsil (*Ibid.*).

1. juuli 2017 seisuga kuulus Harju Elekter kontserni 11 erinevat tütarettevõtet neljas erinevas riigis ning lisaks omas kontsern vähemusosalust kahes ettevõttes. Kontserni struktuur 1. juuli 2017 seisuga on toodud joonisel 4.



Joonis 4. Harju Elekter kontserni struktuur seisuga 1. juuli 2017.
 Allikas: AS Harju Elekter presentatsioon 2017

Ettevõtte 2016 aasta käive oli 62 200 000 EUR ning puhaskasum 3 200 000 EUR. Ettevõttes töötas keskmiselt 455 töötajat (AS Harju Elekter majandusaasta... 2016).

2.4. Mudelite valimine ja kasutatavad andmed

Tuginedes teises peatükis toodule kasutab töö autor töös käsitletavate ettevõtete hindamiseks põhilise meetodina diskonteeritud rahavoogude meetodit. Erinevate meetodite võrdluseks ja teise vaatenurga saamiseks, vaadeldakse diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud ettevõtte väärtusest tulenevaid suhtarvusi, ka läbi suhtelise väärtuse hindamise meetodite. Reaaloptsoonide meetodist otsustas autor loobuda, kuna antud meetodi kasutamiseks puuduvad piisavalt usaldusväärsed andmed ja hinnangud.

Hindamismudeli aluseks olevad ettevõtete SEBAB AB ja Grytek AB andmed pärinevad ettevõtete 2013-2016 majandusaasta aruannetest (SEBAB AB majandusaasta aruanne 2013; SEBAB AB majandusaasta aruanne 2014; SEBAB AB majandusaasta aruanne 2015; SEBAB AB majandusaasta aruanne 2016; Grytek AB majandusaasta aruanne 2013; Grytek AB majandusaasta aruanne 2014; Grytek AB majandusaasta aruanne 2015; Grytek AB majandusaasta aruanne 2016). Kuna töö kirjutamise alguseks ei olnud SEBAB AB ja Grytek AB majandusaasta aruanne veel ametlikult saadaval, otsustas töö autor ettevõtete väärtuse hindamise kuupäevaks valida 01.07.2017, sest nimetatud kuupäeva seisuga on olemas vajalikud andmed ettevõtte väärtuse hindamiseks. Samuti annab see võimaluse võrrelda ettevõtete väärtust hilisema tegeliku ostuhinnaga, sest ostutehingu kokkuleppimise hetkeks puudusid samuti veel andmed 2017 aasta lõplike majandustulemuste kohta. Ettevõtte SEBAB AB sisendandmed aastate 2013-2016 kohta on ära toodud lisas 1 ja ettevõtte Grytek AB sisendandmed aastate 2013-2016 kohta on ära toodud lisas 2.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul kasutatava omakapitali hinna määramiseks on autor otsustanud kasutada CAPM mudelit, sest uuringud on näidanud, et CAPM annab üldiselt kõige täpsemaid hinnanguid omakapitali hinna osas, võrreldes muude meetoditega (Kaplan, Ruback 1995). Külla aga tuleb CAPM kasutamisel silma pidada, et omakapitali hind tuleb leida ülevõetavate ettevõtete kohta ning vale on kasutada ülevõtja omakapitali hinda või kaalutud keskmist kapitali kulu. See on ka üks põhilisemaid vigu, mida praktikas kiputakse tegema omakapitali hinna leidmisel (Mukherjee *et al.* 2004; Graham, Harvey 2001). Kuna ei SEBAB AB ega Grytek AB puhul ei ole võimalik leida beetat otsese meetodiga, sest puuduvad ajaloolised andmed ettevõtte väärtuse kohta, siis tuleb beeta leida kaudse meetodi abil. Selleks kasutab autor laialt levinud praktikat ning võtab beeta hindamise aluseks tööstusharu keskmise võimenduseta beeta (Pratt, Grabowski 2014). Andmete allikana kasutab autor Aswath Damodarani sektori põhiste beetade andmebaasi (Damodaran 2017a), mille alusel on elektriseadmete valmistamise sektori võimenduseta beeta 0,98. Lisaks beetale on CAPM jaoks vaja ka riskivaba tulumäära ning turu riskipremiat. Tavapärase praktika kohasel kasutatakse riskivaba tulumäärana pikaajaliste riigi võlakirjade tulumäära (Pratt, Grabowski 2014). Kuna hinnatavate ettevõtete näol on tegu Rootsi Kuningriigis tegutsevate äriühingutega, siis on töö autor otsustanud kasutada Rootsi Kuningriigi 10 aastase võlakirja tulumäära, mis seisuga 03.07.2017 oli 0,65% (Swedish goverment... 2018). Turu riskipremiana on autor otsustanud kasutada Rootsi aktsiaturu

riskipreemiat Aswath Damodarani andmebaasist (Damodaran 2017b), milleks 2017 aasta seisuga oli 5,69%.

Lisaks eelpool toodule, on diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamiseks vajalik veel teada ettevõtte efektiivset tulumaksumäära ja pikaajalist kasvumäära. Rootsi nominaalne tulumaksumäär ettevõtete puhul on 22% (Sweden... 2018) ja nagu SEBAB AB aastaaruannetest selgub, siis keskmine efektiivne tulumaksumäär EBIT suhtes on viimasel 5 aastal olnud 19%. Selle määra on autor otsustanud võtta ka tulevaste rahavoogude hindamise eelduseks. Üldise arusaama kohaselt ei saa ettevõtte pikaajaline kasvumäär olla kõrgem kui riigi SKT pikaajaline kasv, küll saab see olla aga väiksem (Damodaran 2002). Foerster ja Sapp (2005) jõudsid oma uuringus järeldusele, et täpsemaks hinnanguks pikaajalisele kasvumäärale on majanduskasvu hinnang mõõdetuna SKT-s. Teised hinnangud nagu ajalooline dividendide kasvu määr või muud laiemad makromajanduslike näitajate kogumid olid oluliselt ebatäpsemad. Seetõttu otsustas autor kasutada ka antud töö puhul OECD poolt koostatud pikaajalist majanduskasvu prognoosi (OECD, Long-term baseline... 2014). Selle järgi on Rootsi keskmine majanduskasv aastatel 2017-2060 1,89% ning autor on otsustanud kasutada sama protsenti ka ettevõtete hindamises pikaajalise kasvumäärana.

Suhtelise väärtuse hindamise mudelite kasutamiseks on esmalt vaja leida võrreldavad andmed. Kuna töö autoril puudus ligipääs Rootsi või Põhja-Euroopa börsiväliste ettevõtete ostu-müügi tehingute statistikale, mis käsitleks elektriseadmete tootjatega tehtud tehinguid, siis otsustas töö autor kasutada võrdlevaks hindamiseks Aswath Damodarani andmebaasi (Damodaran 2017c). Kuna võrdleva hindamise puhul on oluline valida võrdlusbaasiks võimalikult sarnased ettevõtted, siis otsustas autor piiritleda võrdlusbaasi Lääne-Euroopa ettevõtetega ning elektriseadmete sektoriga. Võrreldavaks suhtarvuks otsustas autor valida ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhtarvu, mis on analüütikute poolt enim kasutatava ettevõtte väärtust sisaldav suhtarv (Fernández 2001). Aswath Damodarani andmebaasi kohaselt (Damodaran 2017c) oli 2018 aasta jaanuari seisuga Lääne-Euroopa elektriseadmete sektori EV/EBITDA suhtarv 11,88. Antud suhtarvu kasutamisel tuleb kindlasti silma pidada, et tegu suhtarvuga, mis on 126 selles valimis oleva börsil noteeritud ettevõtte keskmine.

2.5. Ettevõtte väärtuse hindamine erinevate mudelitega

Ettevõtte väärtuse hindamiseks otsustas autor kasutada Microsoft Excel programmis koostatud mudelit, nii diskonteeritud rahavoogude meetodil ettevõtte väärtuse hindamiseks kui ka suhtelise väärtuse meetodil ettevõtte väärtuse hindamiseks. Kokku koostas autor 4 erinevat mudelit, et hinnata mõlemat ettevõtet, nii finantsinvestori kui ka strateegilise investori vaatenurgast. Strateegilise investori vaate puhul on võetud eelduseks, et kogu sünergiast saadud tulu on kajastatud ülevõetavate ettevõtete tulevastes majandustulemustes.

Diskonteeritud rahavoogude mudelid on kaheastmelised, kus kajastatakse järgneva 5 aasta andmed täpsemalt ning peale 5. aastat vaadeldakse ettevõtteid, kui stabiilses kasvu faasis olevaid ettevõtteid. Kaheastmelise mudeli valis autor tingituna asjaolust, et strateegilise investori lisandumisel, on järgnevatel aastatel oodata olulisi muutuseid ettevõtte käibe kasvus, seega ei ole võimalik ettevõtte väärtust hinnata üheastmelise mudeliga. 5 aastase perioodi valis autor pika kasvu perioodiks tingituna asjaolust, et pikemalt kui 5 aastat ei ole võimalik ettevõtte tulemusi piisavalt usutavalt ette ennustada. Lisaks tuleviku vaatele, kajastab mudel ka eelneva 4 majandusaasta tulemusi.

Suhtelise väärtuse hindamise meetodi kasutamiseks, on töö autor samade andmete pealt, kui diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul kasutatakse, välja arvutanud ka EV/EBITDA suhtarvud, nii viimase majandusaasta tulemuste põhjal kui ka järgneva 5 aasta prognoosi põhjal. Töös võrreldakse nii jooksva aasta suhtarvu kui ka järgneva viie majandusaasta keskmist prognoositavat suhtarvu.

SEBAB AB järgneva 5 aasta tulemuste prognoosid ja vaba rahavoo arvutused finantsinvestori ja strateegilise investori vaatest on välja toodud vastavalt lisades 3 ja 4. Grytek AB järgneva 5 aasta tulemuste prognoosid ja vaba rahavoo arvutused finantsinvestori ja strateegilise investori vaatest on välja toodud vastavalt lisades 5 ja 6.

3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED

Töö käigus hindas autor kahe ettevõtte, SEBAB AB ja Grytek AB, väärtust nii finantsinvestori kui ka strateegilise investori vaatenurgast. Ettevõtete väärtuse hindamiseks kasutati kahte erinevate hindamise meetodi – diskonteeritud rahavoogude meetodit ja suhtelise hindamise meetodit. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul kasutati täpsemalt vaba rahavoog ettevõttele (ingl. *Free Cash Flow for Firm – FCFE*) hindamise meetodit. Suhtelise hindamise meetodite puhul kasutati ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhtarvu (ingl. *EV/EBITDA*) võrdlemist ning töö autor tegi seda nii viimase majandusaasta tulemuste suhtes, kui ka järgneva 5 aasta prognoosi keskmise suhtes. Seega kokku saadi kummagi ettevõtte kohta 6 erinevat väärtuse hinnangut. Järgnevas peatükis analüüsibki autor neid saadud hinnanguid veidi täpsemalt.

3.1. Ettevõtte väärtus finantsinvestori jaoks

Ettevõtete hindamisel finantsinvestori vaatenurgast võttis autor eelduseks, et mõlemad ettevõtted jätkavad oma tavapärasest äritegevust, ilma et uus omanik oluliselt sellesse äritegevusse sekkuks. Mis tähendas, et autor eeldas suhteliselt stabiilset väikest kasvu SEBAB AB jaoks ning majandustulemuste stabiliseerumist Grytek AB jaoks, lähtuvalt nende ettevõtete juhtkondade endi nägemusest ning asjaolust, et Rootsi elektriseadmete turg kasvab hetkel muust majandusest kiiremini, sest suured võrguettevõtted investeerivad tavapärastest kiiremas tempos. Kulude poolest ei ole finantsinvestori lisandumisega olulisi muutusi eeldada ning kasumlikkuse tase püsib sarnane varasemate aastatega (SEBAB AB due... 2017; Grytek AB due... 2017).

Suhtelise väärtuse meetodil hindamiseks leidis autor esmalt ettevõtte EV/EBVITA suhtarvud. Seda nii 2016 aasta kohta kui ka aasta kohta järgneval 5 aastasel perioodil. Hinnatest ettevõtte väärtust suhtelise väärtuse hindamise meetodi ja kasutades selleks ainult viimase aasta suhtarve, ei ole võimalik anda hinnanguid ettevõtte väärtusele sõltuvalt investori tüübist. Seetõttu kasutas autor lisaks 2016 aasta EV/EBITDA andmetele ka järgneva 5 aasta EV/EBITDA keskmist. Saadud EV/EBITDA suhtarvud on ära toodud lisades 7 ja 9. Nende saadud suhtarvude kaudu ning Lääne-

Euroopa elektriseadmete tootjate keskmise EV/EBITDA suhte 11,88 järgi (Damodaran 2017c), arvutas autor välja hinnangud ettevõtete väärtustele. Need hinnangud kajastavad olukorda, kus ettevõtete SEBAB AB ja Grytek AB väärtus lähtuks sektori keskmisest EV/EBITDA suhtest. Erinevatel meetoditel hinnatud ettevõtte väärtused finantsinvestori vaatest on kokku võetud tabelis 1.

Tabel 1. Ettevõtete SEBAB AB ja Grytek AB väärtuse hindamise tulemused finantsinvestori vaatest.

Ettevõtte väärtuse hinnang				
Ettevõtte - investor	DCF	EV/EBITDA 2016	EV/EBITDA +5a	Keskmine
SEBAB AB finants	50 982 636	66 761 525	42 256 757	53 333 639
Grytek AB finants	2 330 261	N/A	N/A	N/A

Allikas: Autori arvutused

Nagu näeme tabelist 1, siis hinnang ettevõtete väärtustele on küllaltki erinev sõltuvalt hindamismeetodi valikust. SEBAB AB puhul andis kõige madalama hinnangu ettevõtte väärtusele järgmist viit aastat ettevaatav EV/EBITDA suhtarv, mille kohasel on ettevõtte väärtus 42 256 757 SEK. Kõige kõrgema hinnangu väärtusele andis 2016 aasta EV/EBITDA kaudu leitud hinnang ettevõtte väärtusele, milleks oli 66 761 525 SEK. Diskonteeritud rahavoo meetod andis tulemuse nende kahe äärmuse vahele, milleks oli 50 982 636 SEK. Kui kõigi kolme hindamismeetodi keskmiseks tulemuseks oli 53 333 639 SEK. Kindlasti tuleb arvestada, et need hinnangud ei võta arvesse börsil noteerimata ettevõtte allahindlust (ingl. *private firm discount*). Nagu uuringud on näidanud, siis varieerub see allahindlus protsent vahemikus 5%-50% (Koeplin *et al.* 2000; Klein; Scheibel 2012). Seega ei ole need suhtarvude hinnangud hästi üks ühele võrreldavad börsil noteeritud ettevõtete suhtarvudega.

Grytek AB hindamine on mõnevõrra keerulisem, sest viimased paar aastat ei ole ettevõtte kasumit teeninud ega positiivseid rahavoogusid genereerinud. Vastavalt lisas 5 projektsioonile, ei ole ettevõtte EBITDA positiivne veel ka järgneval kolmel aastal. Seetõttu ei ole antud juhul võimalik ettevõtte väärtust hinnata suhtelise väärtuse hindamise meetoditega, sest need meetodid eeldavad positiivse EBITDA olemasolu. Kuna positiivse rahavoo olemasolu pole diskonteeritud rahavoogude meetodid jaoks oluline, siis saab Grytek AB väärtust antud juhul hinnata ainult sellel meetodil. Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades on Grytek AB väärtus finantsinvestori jaoks 2 330 261 SEK.

3.2. Ettevõtte väärtus strateegilise investori jaoks

Ettevõtte väärtuste hindamisel strateegilise investori seisukohalt võttis autor eelduseks, et suurde kontserni kuulumine võimaldab ettevõtetel võita suuremaid projekte ja pikaajalisi raamhankeid, mis varasemalt on ettevõtetele jäänud kättesaamatuks nende väiksuse tõttu ning seeläbi kasvatada käivet kiirendatud tempos võrreldes finantsinvestorist omanikuga. Kuna SEBAB AB, Grytek AB ja AS Harju Elekter tegutsevad piisavalt erinevates valdkondades (AS Harju Elekter majandusaasta aruanne... 2016; AS Harju Elekter presentatsioon... 2017; Grytek AB due... 2017; SEBAB AB due... 2017) ning otsest üle katet nende tegevuses ei ole, siis olulist kulude kokkuvõidu autori hinnangul ei teki ning sünergiana arvestada seda vaja ei ole.

Suhtelise väärtuse meetoditel hindamise puhul kasutas autor juba eelnevas alapeatükis välja toodud lähenemist, kus ettevõtte väärtus leitakse läbi Lääne-Euroopa elektriseadmete tootjate keskmise EV/EBITDA suhte. Hindamiseks kasutatud EV/EBITDA suhtarvud on ära toodud lisades 8 ja 10. Erinevatel meetoditel hinnatud ettevõtte väärtused strateegilise investori vaatest on kokku võetud tabelis 2.

Tabel 2. Ettevõtete SEBAB AB ja Grytek AB väärtuse hindamise tulemused strateegilise investori vaatest.

Ettevõtte väärtuse hinnang				
Ettevõtte - investor	DCF	EV/EBITDA 2016	EV/EBITDA +5a	Keskmine
SEBAB AB strateegiline	54 408 379	66 761 525	49 318 455	56 829 453
Grytek AB strateegiline	11 790 065	-	-	-

Allikas: Autori arvutused

Nagu selgub tabelist 2, siis strateegilise investori vaate puhul erinevad hinnangud ettevõtte väärtusele vähem, kuid sarnaselt finantsinvestori vaatele andis kõige madalama hinnangu viis aastat ette vaatav EV/EBITDA suhtarv. Selle kohaselt on SEBAB AB väärtus 49 318 455 SEK. 2016 aasta EV/EBITDA põhjal leitud hinnang oli täpselt sama, mis ka finantsinvestori vaate puhul, sest see hinnang ei võta arvesse tuleviku muudatusi ning mineviku andmete pealt arvatuna ei ole finantsinvestori ega strateegilise investori vaates ettevõtte väärtusel vahet. Diskonteeritud rahavoo meetodil leitud hinnang ettevõtte väärtusele on 54 408 379 SEK. Keskmiseks hinnanguks ettevõtte väärtusele on 56 829 453 SEK. Sarnaselt finantsinvestori vaatele tuleb ka strateegilise investori vaate puhul arvestada suhtarvude kaudu leitud hinnangute puhul börsil noteerimata ettevõtte allahindlusega. Kui võrrelda strateegilise ja finantsinvestori vaatest ettevõtte väärtuseid, siis

diskonteeritud rahavoogude meetodil on strateegilise investori puhul sünergiast tekkiv täiendav väärtus 7% ettevõtte koguväärtusest. EV/EBITDA suhtarvu alusel hinnates on sünergiast tekkiv täiendav väärtus 17% ettevõtte koguväärtusest.

Grytek AB puhul ei ole ka strateegilise investori vaatest võimalik kõiki hindamisi läbi viia, sest 2016 aasta EBITDA ei sõltu investori tüübist ning ka strateegilise investori vaate puhul, ei ole kõigil järgnevatel aastatel ettevõtte EBITDA positiivne. Seetõttu pole võimalik ka strateegilise investori vaate puhul hinnata ettevõtte väärtust läbi suhtelise hindamise meetodite. Küll aga on võimalik jätkuvalt viia läbi hindamist diskonteeritud rahavoogude meetodil ning selle meetod andis strateegilise investori vaatest ettevõtte väärtuseks 11 790 065 SEK. Kui võrrelda strateegilise ja finantsinvestori vaatest ettevõtte väärtuseid, siis diskonteeritud rahavoogude meetodil on strateegilise investori puhul sünergiast tekkiv täiendav väärtus 406% ettevõtte koguväärtusest. EV/EBITDA suhtarvu alusel hinnangute võrdlemine pole antud juhul võimalik, sest ettevõtte EBITDA ei ole positiivne.

3.3. Järeldused

Nagu eelnevates alapeatükkides selgus, siis ei olnud antud kahe vaadeldava ettevõtte kontekstis võimalik läbi viia kõiki soovitud hindamis mõlema ettevõtte kohta, seetõttu on võimalik sisulisemad hinnangud anda ka ainult SEBAB AB kohta, mille puhul oli võimalik viia läbi kõik soovitud hindamised. Grytek AB puhul on võimalik anda ainult üldistatavaid hinnanguid.

SEBAB AB puhul oli võimalik töö autoril läbi viia kõik soovitud hindamised ning ettevõtte väärtuse sõltuvust investori tüübist kirjeldavad neist kaks hindamismeetodit – diskonteeritud rahavoogude meetod ja järgneva 5 aasta keskmise EV/EBITDA alusel hindamine. Diskonteeritud rahavoogude meetodil on sünergiast tekkiv täiendav väärtus 7% ettevõtte koguväärtusest. EV/EBITDA suhtarvu alusel hinnates on sünergiast tekkiv täiendav väärtus 17% ettevõtte koguväärtusest. Erinevus hinnangutest tuleneb sellest, et ühel juhul võetakse aluseks rahavood ettevõttele ning teisel juhul EBITDA ning antud juhul eeldab autor, et käibe kiirem kasvamine eeldab ka suuremaid investeeringuid käibevarasse, mis vähendavad vaba rahavoo hulka ettevõttele. Mõlemat hindamismeetodit arvestades on keskmine täiendav väärtus finantsinvestori jaoks 12%. Seda hinnangut toetavad ka varasemad selle alased uurimused, mis on strateegilise investori täinevadaks väärtuseks hinnanud 7,4% (Bradley *et al.* 1988).

Grytek AB puhul ei olnud võrdleva hindamise meetoditega võimalik ettevõtte väärtust hinnata, sest ettevõtte EBITDA ei ole järgnevatel perioodidel prognooside kohaselt positiivne. Diskonteeritud rahavoogude meetodil vaatest on ettevõtte väärtus positiivne nii finantsinvestori kui ka strateegilise investori vaatest ning strateegilise investori jaoks on ettevõtte väärtus 406% kõrgem kui finantsinvestori jaoks. Antud võrdluse juures tuleb arvesse võtta, et Grytek AB puhul on tegu alles pankrotist väljuva ettevõttega, seetõttu annab tugev strateegiline investor olulise eelise ning sellest on ka tingitud ettevõtte oluliselt kõrgem väärtus strateegilise investori jaoks.

KOKKUVÕTE

Käesoleva töö peamiseks eesmärgiks oli anda ülevaade ettevõtte väärtuse hindamise erinevate investortüüpide vaatenurgast. Tuvastada millised on enam levinud väärtuse hindamise meetodid ning millest sõltub sobiliku meetodi valik. Selgitada välja, millistel põhjustel ja mis ulatuses, erineb ettevõtte väärtus, sõltuvalt investori tüübist ning kas ja mis mõju on seal hindamise meetodi valikul. Lisaks teoreetilisele osale viidi töös läbi ka juhtumiuuring, mille käigus uuris töö autor sama teemat ka kahe börsil noteerimata ettevõtte näitel, eesmärgiga leida vastus küsimusele, milline on nende ettevõtete väärtus, sõltuvalt investori tüübist ning mis määral need hinnangud väärtusele erinevad. Hinnatavateks ettevõteteks olid Rootsi Kuningriigis registreeritud ettevõtted SEBAB AB ja Grytek AB ning hindajaks oli AS Harju Elekter. Ühel juhul vaadeldi hindajat kui finantsinvestorit ning teisel juhul kui strateegilist investorit. Uurimismeetodina kasutas töö autor juhtumiuuringut ning andmed pärinesid enamasti avalikest allikatest ning teatud ulatuses ka ettevõtte sisemiseks kasutuseks mõeldud dokumentidest, mille kasutamist ettevõtte autorile võimaldasid.

Töö esimeses peatükis keskendusid varasemate uuringute ning kirjanduse baasil probleemi käsitlemisele. Vaadeldi erinevate investortüüpide erinevusi ja sarnasusi ning eesmärgiks oli leida olulisemad erinevused finantsinvestori ja strateegilise investori vahel, mis mõjutavad nende hinnangut ettevõtte väärtusele. Põhilise väärtust mõjutava tegurina toodi välja strateegilise investori puhul tekkivad sünergiad, milleks on enamasti kas kulude kokkuhoid või käibe kasv, mis saadakse läbi müügi võimekuste liitmise ning sünergia võib avalduda nii ülevõetava kui ka ülevõtja majandustulemustes. Lisaks vaadeldi ettevõtte müügi protsessi ja ülevõetava ettevõtte väärtuse hindamise rolli selles ning toodi välja peamised ettevõtte väärtuse hindamise meetodid, koos nende tugevuste ja puudustega. Peamised erinevused müügi protsessis seisnesid tehingu eesmärgis, ning nagu selgus, siis strateegilised investorid kasutavad rohkem diskonteeritud rahavoogude meetodeid ning finantsinvestorid rohkem suhtelise väärtuse hindamise meetodeid. Peatüki viimases osas uuriti ettevõtte väärtuse sõltuvust investori tüübist. Erinevad uuringud on näidanud, et sõltuvalt investori tüübist erineb hinnang ettevõtte väärtusele ning seda hinnangut mõjutavad

lisaks investori tüübile ka paljud muud tegurid. Peamise väärtust lisava faktorina strateegilise investori puhul toodi välja sünergiad, mis annavad strateegilisele investorile teatud eelise. Paljudel juhtudel on aga erinevad ülevõtupreemiad strateegilise ja finantsinvestori vaatest tingitud hoopis asjaolust, et erinevad investori tüübid, otsivad erinevaid investeringu objekte.

Töö teine pool keskendus juhtumiuuringu läbiviimisele kahe ettevõtte, SEBAB AB ja Grytek AB, näitel. Töö käigus viis autor läbi mõlema ettevõtte hindamise nii strateegilise- kui ka finantsinvestori vaatest ning tegi seda 3 eri meetodil. Saadud tulemused näitasid, et antud ettevõtete puhul oli strateegilise investori vaatest hinnang ettevõtte väärtusele tõesti kõrgem, kui finantsinvestori vaatest ning seda mõlema meetodi puhul, mis arvestasid tulevikus tekkivaid sünergiad. Samuti olid sünergiast tingitud erinevused kooskõlas varasemate samalaadsete uuringute tulemustega. Küll tuleb aga arvestada, et antud hindamismeetodite puhul on suur roll ettevõtte tulemuste projekteerimisel ning selle täpsusel.

Antud töö kontekstis ning konkreetse juhtumiuuringu osaks olevate ettevõtete puhul on väärtuse hinnangute erinevus sõltuvalt investori tüübist selgesti eristatav ning antud juhtumiuuringu kontekstis on strateegilise investori jaoks ettevõtete väärtus kõrgem kui finantsinvestori jaoks. Samas ei ole võimalik üheselt määrata selle erinevuse ulatust, sest erinevate hindamismeetodite puhul on see ulatus erinev. Töö tulemused on kasutatavad töös käsitletud ettevõtete vaatest ning heaks sisendiks ettevõtete ülevõtutehingute hinnastamiseks või tehingu kasumlikkuse hindamiseks. Kuna tegu on juhtumiuuringuga, siis paraku ei ole töö tulemused laialdasemalt kasutatavad, küll aga toetavad nad varasemate empiiriliste uuringute tulemusi. Kuna erinevus finantsinvestori ja strateegilise investori vahel seisneb tulevikus tekkivates sünergiates ning need on alati hinnangulised ning võivad olla kallutatud, siis võiks tulevastest töodes teemat edasi arendada uurides nende hinnanguliste sünergiate realiseerumist.

SUMMARY

PRIVATE COMPANY VALUATION DEPENDING ON INVESTOR TYPE

Tiit Luman

Economic development and growing globalization has brought with it growing number of merger and acquisition (M&A) of businesses. With past 30 years number and volume of M&A transactions has increased almost tenfold. In addition to increasing number of transactions, also private equity part in these transactions is increasing. This all raises questions how to properly evaluate company value from the perspective of different investors and it gets even more complicated if we ask the same question for private companies, on which author has decided to focus in this work.

Main goal of this work is to give overview of company valuation methods and valuation differences between different investor types based on previous theoretical and empirical works. Also, to find out which are most commonly used company evaluation methods and what determines which method to choose. In addition, aim is to find out why and in what extent valuations for same company differ between different investor types. Second part of the work is empirical and where author conducts a case study based on two companies to find out answers to the same questions. Companies used in the study are Swedish based companies SEBAB AB and Grytek AB and they are evaluated as investor would be AS Harju Elekter. In one scenario investor is looked at as financial investor and in second scenario as strategic investor. Data for the case study is obtained mainly from publicly available documents and in some extent also from internal documents of companies mentioned, which has been made available to use in this study by the companies.

First chapter focuses mainly on literature review and on previous empirical studies. Author gives an overview of different investor types and brings out their similarities and differences. Synergy has been brought out as the main factor that influences valuation differences between financial investors and strategic investors. In case of strategic investor, there are normally synergies that are

not present for financial investors. Main form of synergies mentioned are cost reduction and revenue growth through leverage of sales. In the first chapter also overview of selling process of a company was given. Main difference between strategic and financial investor is that they use different evaluation methods. When strategical investors use more discounted cash flow methods, then financial investors use more relative value methods. In the last part of first chapter differences in valuations between the two investor types were looks at. Different empirical studies have shown that valuations for the same company can be different depending on the investor type. Synergies are the main value adding factors that often lead to higher valuations by strategical investors.

Second half of the work focuses on case study on SEBAB AB and Grytek AB. In case study author goes through valuation process for both companies from both financial and strategic investor viewpoint. Valuation was made using 3 different valuation methods. Results showed that in the case of these companies, strategical investor values companies higher than financial investor and this was the case for both discounted cash flow method and relative value method. Valuation was higher due to synergies created by strategical investor and valuation differences were in line with previous studies, which show that in general strategical investors valuation for companies is hinger than for financial investor. Results from this work are mainly of use to companies in the study but might be of interest to anyone who is interested in company valuation and differences in value depending on investor type.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Ajalugu*. AS Harju Elekter. Kättesaadav: <http://harjuelekter.ee/et/content/ajalugu-0> , 31. märts 2018.
- AS Harju Elekter majandusaasta aruanne 2016.
- AS Harju Elekter presentatsioon 2017
- Bajaj, M., Denis, D., Ferris, S., Sarin, A. (2001). *Firm value and marketability discounts*. Working paper, SSRN.
- Barber, F., Goold, M. (2007). The Strategic Secret of Private Equity. – *Harvard Business Review*, Vol. 85, 53-64.
- Bargeron, L. L., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., Zutter, C. J. (2008). Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? – *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, Issue 3, 375-390.
- Berkovitch, E., Narayanan, M. P. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. – *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 28, Issue 3, 347-362.
- Boone, A. L., Mulherin, J. H. (2007). How Are Firms Sold? – *The Journal of Finance*, Vol. 62, Issue 2, 847-875.
- Bradley, M., Desai, A., Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. – *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, Issue 1, 3-40.
- Brotherson, W. T., Eades, K. M., Harris, R. S., Higgins, R. C. (2015). Company Valuation in Mergers and Acquisitions: How Is Discounted Cash Flow Applied by Leading Practitioners? – *Journal of Applied Finance*, Vol. 24, No. 2, 43-51.
- Capron, L., Shen, J. (2007). Acquisitions of private vs. public firms: private information, target selection, and acquirer returns. – *Strategic Management Journal*, Vol. 28, 891-911.
- Carlsson, C., Fullér, R. (2003). A fuzzy approach to real option valuation. – *Fuzzy Sets and Systems*, Issue 139, 297-312.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Second edition. New York: John Wiley & Sons.

- Damodaran, A. (2017) *Levered and Unlevered Betas by Industry*. Kättesaadav:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#discrate ,
 06. aprill 2018.
- Damodaran, A. (2017) *Risk Premiums for Other Markets*. Kättesaadav:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#discrate ,
 06. aprill 2018.
- Damodaran, A. (2017) *Value/EBIT & Value/EBITDA Multiples by Industry Sector*. Kättesaadav:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html , 06. aprill
 2018.
- De Brouwer, P. J. S. (2017). *Company valuation - value management and value calculation*.
- Dittmann, I., Maug, E., Kemper, J. (2004). How Fundamental are Fundamental Values?
 Valuation Methods and their Impact on the Performance of German Venture Capitalists.
 – *European Financial Management*, Vol. 10, Issue 4, 609-638.
- Espenlaub, S., Khurshed, A., Mohamed, A., Saadouni, B. (2016). Committed anchor investment
 and IPO survival – The roles of cornerstone and strategic investors. – *Journal of
 Corporate Finance*, Volume 41, 139-155.
- Fairfield, P. M. (1994). P/E, P/B and the present value of future dividends. – *Financial Analysts
 Journal*, Vol. 50, Issue 4, 23-31.
- Fernández, P. (2001). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions? –
IESE Business School, 1-13.
- Fernández, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. –
IESE Working Paper No 449
- Fidrmuc, J. P., Roosenboom, P., Paap, R., Teunissen, T. (2012). One size does not fit all: Selling
 firms to private equity versus strategic acquirers. – *Journal of Corporate Finance*, Vol.
 18, Issue 4, 828-848.
- Foerster, S. R., Sapp, S. G. (2005). The Dividend Discount Model in the Long-Run: A Clinical
 Study. – *Journal of Applied Finance*, Vol. 15, Issue 2, 55-75.
- Fuerst, O., Geiger, U. (2003). *From Concept to Wall Street: A Complete Guide to
 Entrepreneurship and Venture Capital*. New York/London: Financial Times Prentice
 Hall.
- Fuller, K., Netter, J., Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us?
 Evidence from firms that make many acquisitions. – *The Journal of Finance*, Vol. 57,
 No. 4, 1763–1793.
- Gilson, S. C., Hotchkiss, E. S., Ruback, R. S. (2000). Valuation of bankrupt firms. – *Review of
 Financial Studies*, Vol. 13, Issue 1, 43-74.

- Gorbenko, A. S., Malenko, A. (2014). Strategic and Financial Bidders in Takeover Auctions. – *The Journal of Finance*, Vol. 69, Issue 6, 2513-2555.
- Graham, J. R., Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. – *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, Issue 2/3, 187-243.
- Graebner, M. E., Eisenhardt, K. M. (2004). The seller's side of the story: acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms. – *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49, Issue 3, 366–403.
- Grytek AB due dilligence 2017.
- Grytek AB ettevõtte presentatsioon 2017.
- Grytek AB majandusaasta aruanne 2013.
- Grytek AB majandusaasta aruanne 2014.
- Grytek AB majandusaasta aruanne 2015.
- Grytek AB majandusaasta aruanne 2016.
- Grytek tooteleht*. Grytek AB. Kättesaadav: http://grytek.se/pdf/Grytek_broschyr_2017_ny.pdf, 31. märts 2018.
- Helfenstein, S. (2017). Back-to-Basics: A Short Primer on Option Pricing Models and the DLOM. – *The Value Examiner*, Sep/Oct2017, 44-48.
- Hellmann, T. (2002). A theory of strategic venture investing. – *Journal of Financial Economics*, Volume 64, 285-314.
- Hickman, K., Petry, G. H. (1990). A Comparison of Stock Price Predictions Using Court Accepted Formulas, Dividend Discount, and P/E Models. – *The Journal of the Financial Management Association*, Vol- 19, Issue 2, 76-87.
- James, S. A., Yingmei, C. (2006). Direct evidence on the market-driven acquisition theory. – *Journal of Financial Research*, Vol. 29, Issue 2, 199-216.
- Kaplan, S. N., Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. – *The Journal of Finance*, Volume 60, Issue 4, 1791–1823.
- Kaplan, S. N., Ruback, R. S. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. – *The Journal of Finance*, Volume 50, Issue 4, 1059-1093.
- Keaney, J. D. (2012). STRATEGIC vs. FINANCIAL BUYER: Choosing the Best Option. – *Financial Executive*, Vol. 28, Issue 6, 30-33.
- Kellogg, D., Charnes, J. M. (2000). Real-Options Valuation for a Biotechnology Company. – *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, Issue 3, 76-85

- Klein, C., Scheibel, M. (2012). The Private Company Discount from a European Perspective: An Analysis Based on the Acquisition Approach for Comparable Transactions of European Target Companies. – *Journal of Private Equity*, Vol. 16, Issue 1, 74-82.
- Koeplin, J., Sarin, A., Shapiro, A. (2000). The Private Company Discount. – *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 12, Number 4, 93-101.
- Laansalu, H. (2003). *Harju Elekter 35. Minevik ja tänapäev*. Valgus.
- Liow, K. H. (2003). Property Company Stock Price and Net Asset Value: A Mean Reversion Perspective. – *Journal of Real Estate Finance & Economics*, Vol. 27, Issue 2, 235-255.
- Luehrman, T. A. (1998). *Investment opportunities as real options: Getting started on the numbers*. Harvard Business Review.
- Martos-Vila, M., Rhodes-Kropf, M., Harford, J. (2012). Financial vs. Strategic Buyers. Working Papers – *Harvard Business School Division of Research*, 1-75.
- Melnik, T. (2011). The Increasing Role of Strategic Investors in Nanotechnology: Opportunities, Risks, and Negotiation Points. – *Nanotechnology Law & Business*, Vol. 8, Issue 2, 97-104.
- Ming, D., Hirshleifer, D., Richardson, S., Siew, H., T. (2006). Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? – *Journal of Finance*, Vol. 61, Issue 2, 725-762.
- Mukherjee, T. K., Kiyamaz, H., Baker, H. K. (2004). Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs. – *Journal of Applied Finance*, Vol. 14, Issue 2, 7-24.
- Nelikümmend tegusat aastat!* AS Harju Elekter. Kättesaadav: http://www.harjuelekter.com/sites/default/files/Moonika/He_ajalootrykis_est.pdf, 31. märts 2018.
- Number & Value of M&A Worldwide*. Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. Kättesaadav: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>, 08. mai 2018.
- OECD. (2014) Long-term baseline projections, No. 95 (Edition 2014) <http://dx.doi.org/10.1787/data-00690-en> (03. aprill. 2018)
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation*. Second edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Pratt, S. P., Grabowski, R. J. (2014). *Cost of capital: applications and examples*. Fifth edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
- SEBAB AB due dilligence 2017.
- SEBAB AB ettevõtte presentatsioon 2017.
- SEBAB AB majandusaasta aruanne 2013.

SEBAB AB majandusaasta aruanne 2014.

SEBAB AB majandusaasta aruanne 2015.

SEBAB AB majandusaasta aruanne 2016.

SEBAB tooteleht. SEBAB AB. Kättesaadav:

http://www.sebab.se/pdf/SEBAB_Presentation_GB.pdf , 31. märts 2018.

Smit, H. T. J., Trigeorgis, L. (2006). Real options and games: Competition, alliances and other applications of valuation and strategy. – *Review of Financial Economics*, Volume 15, Issue 2, 95-112.

Sudarsanam, S., Sorwar, G. (2010). Determinants of Takeover Premium in Cash Offers: An Option Pricing Approach. – *Journal of Business Finance & Accounting*, Issue 37, 687-714.

Sudarsanam, S. (2010). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. 2nd edition. Essex: FT Prentice Hall.

Sweden - Company tax. European Commission. Kättesaadav:

https://europa.eu/youreurope/business/vat-customs/company-tax/sweden/index_en.htm , 07. aprill. 2018

Swedish government bond 10 year note. Bloomberg. Kättesaadav:

<https://www.bloomberg.com/quote/GSGB10YR:IND> , 07 aprill 2018.

Thompson, R. B., Thomas, R. S. (2004). The new look of shareholder litigation: acquisition-oriented class actions. – *Vanderbilt Law Review*, Vol. 57, Issue 1, 133–209.

Vild, J., Zeisberger, C. (2014). Strategic Buyers vs. Private Equity Buyers in an Investment Process. – *INSEAD Working Papers Collection*, Issue 39, 1-18.

LISAD

Lisa 1. SEBAB AB majandustulemused 2013-2016

	Tegelik			
	2013A	2014A	2015A	2016A
Müügitulud	84 495 847	91 108 747	80 394 400	90 748 626
<i>kasv, %</i>		7,8%	-11,8%	12,9%
Müüdnud toodete kulud	-45 862 678	-51 076 220	-40 267 318	-37 123 887
Brutokasum	38 633 169	40 032 527	40 127 082	53 624 739
<i>brutokasumi marginaal, %</i>	45,7%	43,9%	49,9%	59,1%
Mitmesugused tegevuskulud	-33 206 080	-34 653 099	-36 107 625	-48 005 082
<i>kasv, %</i>		4,4%	4,2%	32,9%
<i>% müügituludest</i>	39,3%	38,0%	44,9%	52,9%
EBITDA	5 427 089	5 379 428	4 019 457	5 619 657
<i>EBITA marginaal, %</i>	6,4%	5,9%	5,0%	6,2%
Amortisatsioon	-107 412	-91 754	-124 157	-387 742
<i>% müügituludest</i>	0,1%	0,1%	0,2%	0,4%
Ärikasum	5 319 677	5 287 674	3 895 300	5 231 915

Allikas: (SEBAB AB majandusaasta aruanne 2013; SEBAB AB majandusaasta aruanne 2014; SEBAB AB majandusaasta aruanne 2015; SEBAB AB majandusaasta aruanne 2016), autori arvutused

Lisa 2. Grytek AB majandustulemused 2013-2016

	Tegelik			
	2013A	2014A	2015A	2016A
Müügitulud	9 161 078	17 332 217	21 962 233	23 666 345
<i>kasv, %</i>		89,2%	26,7%	7,8%
Müüdnud toodete kulud	-3 731 037	-9 960 097	-11 330 767	-13 169 808
Brutokasum	5 430 041	7 372 120	10 631 466	10 496 537
<i>brutokasumi marginaal, %</i>	59,3%	42,5%	48,4%	44,4%
Mitmesugused tegevuskulud	-6 318 581	-11 065 913	-11 137 060	-12 620 916
<i>kasv, %</i>		75,1%	0,6%	13,3%
<i>% müügituludest</i>	69,0%	63,8%	50,7%	53,3%
EBITDA	-888 540	-3 693 793	-505 594	-2 124 379
<i>EBITA marginaal, %</i>	-9,7%	-21,3%	-2,3%	-9,0%
Amortisatsioon	-30 160	-83 614	-58 316	-72 256
<i>% müügituludest</i>	0,3%	0,5%	0,3%	0,3%
Ärikasum	-918 700	-3 777 407	-563 910	-2 196 635

Allikas: (Grytek AB majandusaasta aruanne 2013; Grytek AB majandusaasta aruanne 2014; Grytek AB majandusaasta aruanne 2015; Grytek AB majandusaasta aruanne 2016), autori arvutused

Lisa 3. SEBAB AB majandustulemuste ennustus 2017-2021 finantsinvestori vaatest

	Ennustus				
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Müügitulud	86 211 195	89 659 642	93 246 028	96 975 869	100 854 904
kasv, %	-5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Müüdüd toodete kuld	-38 795 038	-40 346 839	-41 960 713	-43 639 141	-45 384 707
Brutokasum	47 416 157	49 312 803	51 285 316	53 336 728	55 470 197
brutokasumi marginaal, %	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Mitmesugused tegevuskulud	-44 164 675	-45 931 262	-47 768 513	-49 679 253	-51 666 424
kasv, %	-8,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
% müügituludest	51,2%	51,2%	51,2%	51,2%	51,2%
EBITDA	3 251 482	3 381 541	3 516 803	3 657 475	3 803 774
EBITA marginaal, %	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Amortisatsioon	-174477	-181456	-188715	-196263	-204114
% müügituludest	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Ärikasum	3 077 004	3 200 084	3 328 088	3 461 211	3 599 660
Tulumaks (22%)	-584 631	-608 016	-632 337	-657 630	-683 935
Põhivara investeeeringud	-268 339	-279 073	-290 236	-301 845	-313 919
% müügituludest	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Käibevarade muutus	335 243	-448 298	-448 298	-447 581	-446 089
Vaba rahavoog ettevõttele	2 733 755	2 046 154	2 145 932	2 250 418	2 359 830

Allikas: Autori arvutused

Lisa 4. SEBAB AB majandustulemuste ennustus 2017-2021 strateegilise investori vaatest

	Ennustus				
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Müügitulud	86 211 195	89 659 642	103 108 589	113 419 448	119 090 420
kasv, %	-5,0%	4,0%	15,0%	10,0%	5,0%
Müüdüd toodete kuld	-38 795 038	-40 346 839	-46 398 865	-51 038 751	-53 590 689
Brutokasum	47 416 157	49 312 803	56 709 724	62 380 696	65 499 731
brutokasumi marginaal, %	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Mitmesugused tegevuskulud	-44 164 675	-46 152 086	-52 613 378	-57 348 582	-60 216 011
kasv, %	-8,0%	4,5%	14,0%	9,0%	5,0%
% müügituludest	51,2%	51,5%	51,0%	50,6%	50,6%
EBITDA	3 251 482	3 160 718	4 096 346	5 032 114	5 283 720
EBITA marginaal, %	3,8%	3,5%	4,0%	4,4%	4,4%
Amortisatsioon	-174477	-181456	-208675	-229542	-241020
% müügituludest	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Ärikasum	3 077 004	2 979 261	3 887 671	4 802 572	5 042 701
Tulumaks (22%)	-584 631	-566 060	-738 658	-912 489	-958 113
Põhivara investeeeringud	-268 339	-279 073	-320 934	-353 027	-370 678
% müügituludest	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Käibevarade muutus	335 243	-448 298	-1 882 852	-1 907 509	-1 332 679
Vaba rahavoog ettevõttele	2 733 755	1 867 287	1 153 902	1 859 090	2 622 250

Allikas: Autori arvutused

Lisa 5. Grytek AB majandustulemuste ennustus 2017-2021 finantsinvestori vaatest

	Ennustus				
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Müügitulud	16 566 442	19 879 730	22 861 689	25 147 858	26 405 251
kasv, %	-30,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%
Müüdüd toodete kuld	-9 111 543	-10 933 851	-12 345 312	-13 328 365	-13 730 731
Brutokasum	7 454 899	8 945 878	10 516 377	11 819 493	12 674 521
brutokasumi marginaal, %	45,0%	45,0%	46,0%	47,0%	48,0%
Mitmesugused tegevuskulud	-10 096 733	-10 601 569	-11 025 632	-11 356 401	-11 583 529
kasv, %	-20,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%
% müügituludest	60,9%	53,3%	48,2%	45,2%	43,9%
EBITDA	-2 641 834	-1 655 691	-509 255	463 092	1 090 991
EBITA marginaal, %	-15,9%	-8,3%	-2,2%	1,8%	4,1%
Amortisatsioon	-57257	-68708	-91447	-100591	-132026
% müügituludest	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%
Ärikasum	-2 699 091	-1 724 399	-600 702	362 501	958 965
Tulumaks (22%)	0	0	0	-68 875	-182 203
Põhivara investeeeringud	-236 687	-284 024	-326 628	-359 290	-377 255
% müügituludest	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Käibevarade muutus	532 598	-132 532	-268 376	-205 755	-113 165
Vaba rahavoog ettevõttele	-2 345 923	-2 072 247	-1 104 259	-170 829	418 368

Allikas: Autori arvutused

Lisa 6. Grytek AB majandustulemuste ennustus 2017-2021 strateegilise investori vaatest

	Ennustus				
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Müügitulud	16 566 442	19 879 730	29 819 595	38 765 473	44 580 294
kasv, %	-30,0%	20,0%	50,0%	30,0%	15,0%
Müüdüd toodete kuld	-9 111 543	-10 933 851	-16 400 777	-21 321 010	-24 519 162
Brutokasum	7 454 899	8 945 878	13 418 818	17 444 463	20 061 132
brutokasumi marginaal, %	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Mitmesugused tegevuskulud	-10 096 733	-10 753 020	-13 978 927	-16 774 712	-18 452 183
kasv, %	-20,0%	6,5%	30,0%	20,0%	10,0%
% müügituludest	60,9%	54,1%	46,9%	43,3%	41,4%
EBITDA	-2 641 834	-1 807 142	-560 109	669 751	1 608 949
EBITA marginaal, %	-15,9%	-9,1%	-1,9%	1,7%	3,6%
Amortisatsioon	-57257	-68708	-89459	-116296	-133741
% müügituludest	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Ärikasum	-2 699 091	-1 875 850	-649 568	553 455	1 475 208
Tulumaks (22%)	0	0	0	-105 156	-280 290
Põhivara investeeeringud	-236 687	-284 024	-357 835	-387 655	-401 223
% müügituludest	1,4%	1,4%	1,2%	1,0%	0,9%
Käibevarade muutus	532 598	-132 532	-596 392	-328 016	38 765
Vaba rahavoog ettevõttele	-2 345 923	-2 223 698	-1 514 336	-151 076	966 203

Allikas: Autori arvutused

Lisa 7. SEBAB AB hindamise tulemused finantsinvestori vaatest

Diskonteeritud rahavoogude hindamine							
Ettevõtte väärtus ("EV")	50 982 636						
Omakapitali väärtus ("market cap")	57 791 406						
							Keskmine
Suhtarvud	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2017-2021E
EV/EBITDA	9,1x	15,7x	15,1x	14,5x	13,9x	13,4x	14,3x

Allikas: Autori arvutused

Lisa 8. SEBAB AB hindamise tulemused strateegilise investori vaatest

Diskonteeritud rahavoogude hindamine							
Ettevõtte väärtus ("EV")	54 408 379						
Omakapitali väärtus ("market cap")	61 217 149						
							Keskmine
Suhtarvud	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2017-2021E
EV/EBITDA	9,7x	16,7x	17,2x	13,3x	10,8x	10,3x	13,1x

Allikas: Autori arvutused

Lisa 9. Grytek AB hindamise tulemused finantsinvestori vaatest

Diskonteeritud rahavoogude hindamine							
Ettevõtte väärtus ("EV")	2 330 261						
Omakapitali väärtus ("market cap")	-142 537						
							Keskmine
Suhtarvud	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2017-2021E
EV/EBITDA	-	-	-	-	5,0x	2,1x	-

Allikas: Autori arvutused

Lisa 10. Grytek AB hindamise tulemused strateegilise investori vaatest

Diskonteeritud rahavoogude hindamine							
Ettevõtte väärtus ("EV")	11 790 065						
Omakapitali väärtus ("market cap")	9 317 267						
							Keskmine
Suhtarvud	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2017-2021E
EV/EBITDA	-	-	-	-	17,6x	7,3x	-

Allikas: Autori arvutused