

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Aleksei Akulistõi

**BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS
MERKO EHTUS NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Ärindus

Ärirahandus

Juhendaja: lektor Kalle Ahi

Tallinn 2019

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 8817 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Aleksei Akulistõi.....

(allkiri, kuupäev) (allkirjastatud digitaalselt)

Üliõpilase kood: 155334TABB

Üliõpilase e-posti aadress: aleksei.akulistoi@hotmail.com

Juhendaja: lektor Kalle Ahi

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

| | |
|--|----|
| ABSTRAKT | 4 |
| SISSEJUHATUS | 5 |
| 1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED | 7 |
| 1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise eesmärk ja olemus | 7 |
| 1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod | 11 |
| 1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod | 16 |
| 2. AS MERKO EHITUS | 21 |
| 2.1. AS Merko Ehitus tutvustus | 22 |
| 2.2. AS Merko Ehitus finantsnäitajad..... | 23 |
| 2.3. AS Merko Ehitus aktsia hind | 29 |
| 3. AS MERKO EHITUS ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE..... | 31 |
| 3.1.Õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil..... | 31 |
| 3.1.1.Vabade rahavoogude prognoos..... | 31 |
| 3.1.2.Kapitali kaalutud keskmise hinna arvutus..... | 33 |
| 3.1.3.AS Merko Ehitus terminaalväärtuse leidmine ning ettevõtte väärtuse hindamine | 34 |
| 3.1.4.AS Merko Ehitus sensitiivsusanalüüs | 35 |
| 3.2.Õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil | 37 |
| 3.3.Hinnang saadud tulemustele..... | 40 |
| KOKKUVÕTE | 42 |
| SUMMARY | 44 |
| KASUTATUD ALLIKATE LOETELU..... | 46 |

ABSTRAKT

Käesoleva bakalaureuse töö eesmärgiks on leida AS Merko Ehitus õiglane väärtus, kasutades diskonteeritud rahavoogude ning võrreldavate suhtarvude meetodit. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul tehti ettevõtte rahavoogudele prognoos järgmiseks viieks aastaks. Prognoosi tegemisel lähtuti ettevõtte ajaloolistest andmetest ning Euroopa komisjoni ennustustest üldise majanduskasvu, Eesti SKP ning inflatsiooni suhtes. Võrreldavate suhtarvude meetodit rakendades valiti välja 10 Euroopa ettevõtet, mille peamiseks tegevuseks on ehitus. Analüüsi tegemisel võrreldi järgmiseid suhtarve: P/E, P/S, P/B ning EV/EBITDA.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi rakendamisel saadi tulemuseks, et Merko Ehituse omakapitali õiglane väärtus on 241,67 miljonit eurot. Jagades ettevõtte väärtust aktsiate arvuga saadi aktsia õiglaseks väärtuseks 13,64 eurot. Sensitiivsusanalüüsi tulemuste põhjal võib Merko aktsia varieeruda vahemikus 9,69–24,31 eurot sõltuvalt kapitali kaalutud keskmise hinna ja sisemise kasvumäära muutumisest. WACC'i ja EBITDA marginaali muutustest sõltuvalt varieerub Merko aktsia vahemikus 7,23–23,90 eurot. Sellest tulenevalt võib järeldada, et Merko Ehituse aktsia on tundlikum EBITDA marginaali muutustele kui sisemisele kasvumäärale. Võrreldes aktsia õiglast hinda tema turuhinnaga, mis oli 24.04.19 seisuga 10,2 eurot, saadi tulemuseks, et Merko aktsia turuhind on 33,72% madalam tema õiglasest hinnast.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul on Merko aktsia õiglane väärtus P/E järgi 13,58 eurot, P/S järgi 6,82 eurot, P/B järgi 13,88 eurot ning EV/EBITDA järgi 12,35 eurot. Võttes kokku kõik neli suhtarvu, saadi Merko Ehituse aktsia õiglaseks hinnaks 11,66 eurot, mis on 14,31% kõrgem kui aktsia turuhind.

Mõlema meetodi keskmise tulemusena kujunes aktsia õiglaseks väärtuseks 12,65 eurot, mis on 24,02% kõrgem tema turuhinnast. Töö käigus selgus, et Merko aktsia on hetkel turul alahinnatud, mis viitab aktsia atraktiivsusele investorite jaoks.

Võtmesõnad: väärtus, diskonteeritud rahavoogude meetod, võrreldavate suhtarvude meetod, aktsia, sensitiivsusanalüüs, prognoos

SISSEJUHATUS

Viimased 10 aastat on olnud nii Eesti kui ka üldine globaalne majandus tugevas kasvufaasis. Inimeste sissetulekud on oluliselt kasvanud ning tänu sellele on tekkinud võimalus rohkem säästa. Seoses säästude kasvuga on viimastel aastatel muutunud aktuaalseks investeerimise teema. Erinevad ettevõtted korraldavad regulaarselt investeerimiskoolitusi, peetakse investeerimisteenalisi blogisid, reklaamitakse investeerimist kui elustiili ning palju muud.

Eestis on investeerimine hetkel populaarsem kui eales varem. Paljud inimesed võtavad seda hobbina ning kahjuks tihtipeale ei süveneta tehingute detailidesse, ei hinnata investeeritava vara õiglast väärtust ning vara soetamisel lähtutakse emotsionaalsetest otsustest või kolmandate osapoolte soovist. Selline lähenemine ei ole investeerimismaailmas jätkusuutlik ning langevas majandustsüklis võib tuua varade ootamatut ning drastilist kahanemist. Et vältida seda olukorda, on igal investoril võimalik ennast harida antud valdkonnas ning arendada oma teadmisi ja oskuseid investeeritava vara hindamisel.

Arvestades eelnevaid asjaolusid, on otsustanud töö autor kirjutada lõputööd teemal Ettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS Merko Ehituse näitel. Töö teema valikul lähtuti kahest põhimõttest. Esiteks on autoril soov hinnata börsiettevõtte aktsia õiglast väärtust, kuna aktsiainvesteeringud on ajalooliselt olnud kõige populaarsemad ning tootlikumad. Teiseks kriteetiumiks oli see, et uuritavaks ettevõtteks peab olema kodumaine ehk Eesti ettevõtte. Vaadeldes eelnevate aastate uuringuid, ei ole AS Merko Ehituse kohta tehtud sarnaseid töid, seega võib pidada tööd aktuaalseks. Töö peamiseks eesmärgiks on leida AS Merko Ehituse õiglane väärtus, rakendades diskonteeritud rahavoogude ning võrreldavate suhtarvude meetodit.

Peamised uurimisküsimused:

- 1) Mis on AS Merko Ehituse õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 2) Mis on AS Merko Ehituse õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- 3) Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused?
- 4) Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused AS Merko Ehituse turuhinnast?

Bakalaureusetöö on jagatud 3 peatüki vahel. Esimeses peatükis keskendutakse ettevõtete hindamise teoreetilistele alustele. Uuritakse erinevaid hindamisviise ning kirjeldatakse nende rakendamist empiirikas. Teises peatükis võetakse vaatluse alla AS Merko Ehitus. Kirjeldatakse ettevõtte peamisi tegevusvaldkondi ning sihtturge, viiakse läbi põhjalik finantsanalüüs, arvutades ettevõtte peamisi rentaablus-, efektiivsus- ja kasuminäitajaid ning antakse ülevaade Merko Ehituse aktsia hinnast ja selle ajaloolisest tootlusest. Kolmandas peatükis rakendatakse esimeses ja teises peatükis saadud teadmisi ja informatsiooni. Viiakse läbi ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil, prognoosides ettevõtte käekäiku lähimaks viieks aastaks. Rakendatakse võrreldavate suhtarvude meetod, et saada ülevaadet Euroopa turul sarnases tööstusharus tegutsevatest ettevõtetest ning võrrelda nende tulemusi Merko Ehituse tulemustega.

Lisaks viiakse läbi ettevõtte sensitiivsusanalüüs, mis näitab kuivõrd tundlik on aktsia hind kapitali kaalutud keskmise hinna, sisemise kasvumäära ning EBITDA marginaali muutustele.

Pärast empiiriliste andmete saamist antakse hinnang saadud tulemustele ning antakse autori poolne arvamus, kuivõrd otstarbekas on soetada Merko Ehituse aktsiaid.

1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise eesmärk ja olemus

Peaaegu kõik, mida ettevõtete finantseerimisel tehakse, sõltub hindamisest ühel või teisel kujul. Analüüsis, kas investeerida vara või projekti, hinnatakse vara väärtust ja võrreldakse seda vara soetamise maksumusega. Ettevõtete rahastamise eesmärk on üldjoontes ettevõtte väärtuse maksimeerimine ja kitsamalt aktsiahinna maksimeerimine. Heade investeeringute, rahastamise ja dividendide otsustamiseks peavad ettevõtete juhid mõistma, mis määrab kindla väärtuse ja kuidas turud seda väärtust hindavad. (Damodaran, 2001)

On veel üks eneseväljendav põhjus, miks on vajalik mõista, mis mõjutab ettevõtte väärtust. Investorina ettevõtte aktsiatesse, tuleb aru saada, mis tekitab väärtuse ja mis põhjustab aktsiahinna muutumist perioodide vältel. Võrrandi teisel poolel, kuna ettevõtete juhid saavad üha enam tasu, kasutades ettevõtte aktsiaid või aktsiaoptioone, on nende hüvitis seotud sellega, kui hästi või halvasti hind muutub. Jällegi, arusaam sellest, mis mõjutab ettevõtte väärtust, võib aidata juhtidel maksimiseerida nende enda sissetulekut. (Damodaran, 2001)

Olenemata sellest, kas olete tulevane investor, juhatuse liige või ettevõtte juht, on ettevõtte väärtuse tundmine ja selle mõistmine alati kasulik ning mõnel juhul oluline (Frykman & Tolleryd, 2003)

Ettevõtte hindamist võib kasutada mitmesugustel eesmärkidel (Fernandes, 2017):

1. Ettevõtte ostu- ja müügitehingutes. Ostjale ütleb hindamine kõige kõrgemat hinda, mida võib ettevõtte eest maksta. Müüja jaoks selgub kõige madalam hind, mille eest on ta nõus ettevõtet müüma.
2. Börsil noteeritud ettevõtete puhul kasutatakse võrdluseks aktsia hinda, mis aitab otsustada, kas osta, müüa või hoida aktsiaid. Mitmete ettevõtete hindamisi kasutatakse selleks, et otsustada, millistel väärtpaperitel peaks investori portfelli olema keskendunud: nendel, mille väärtus on turu poolt alahinnatud. Neid kasutatakse ka ettevõtete võrdlemiseks.

- Näiteks, kui investor arvab, et tulevikus on General Electricu aktsia hind parem, kui Amazoni oma, võib ta osta GE aktsiaid ning müüa lühikeseks Amazoni aktsiaid.
3. Avalikud pakkumised. Hindamist kasutatakse selleks, et põhjendada hinda, millega aktsiaid avalikkusele pakutakse.
 4. Pärandid ja testamendid. Hindamist kasutatakse aktsiate väärtuse võrdlemiseks teiste varade väärtustega.
 5. Väärtuse loomisel põhinevad hüvitisskeemid. Ettevõtte või äriüksuse hindamine on oluline, et oleks võimalik hinnata juhtide poolt ettevõttele lisatud väärtust.
 6. Väärtuse juhtide identifitseerimiseks. Ettevõtte või äriüksuse hindamine on fundamentaalne väärtuse juhtide identifitseerimiseks ja kihistumiseks.
 7. Strateegilised otsused ettevõtte jätkuva olemasolu kohta. Ettevõtte või äriüksuse hindamine on eelnev samm otsustamisel, kas jätkata äritegevust, müüa, ühendada, kasvada või osta teisi ettevõtteid.
 8. Strateegiline planeerimine. Ettevõtte ja erinevate äriüksuste hindamine aitab mõista, milliseid tooteid, ärivaldkondi, riike tuleb arendada või hoopis loobuda nendest. Samuti on võimalik mõõta ettevõtte poliitilist ja strateegilist mõju ettevõtte väärtusele.

Ettevõtte hindamiseks on olemas palju erinevaid mudeleid ja meetodeid. Mõningaid kasutatakse ainult konkreetsetes olukordades, mõned neist on enam-vähem alati hindamisprotsessi osa ja teisi kasutatakse enamasti koos teiste mudelitega. (Frykman & Tolleryd, 2003)

Põhilisteks börsil kasutatavateks meetoditeks on fundamentaalne analüüs ja tehniline analüüs. Tegemist on kahe täiesti erineva meetodiga. Kui tehnilise analüüsi puhul keskendutakse eelkõige ettevõtte aktsiagraafikutele, siis fundamentaalse analüüsi puhul on tähelepanu keskpunktis ettevõtte ise. (Kert, 2007)

Fundamentaalse analüüsi tegemisel uuritakse ettevõtte majandusaasta aruandeid, turupositsiooni ning tuleviku perspektiive. Eesmärgiks on leida turul alahinnatuid või ootustest kiiremini kasvavaid ettevõtteid. Vähem levinumaks on ülehinnatud ettevõtete leidmine. (Kert, 2007)

Tehnilise analüüsi meetod seisneb selles, et prognoositakse väärtpaberi hinna muutumist tulevikus toetudes minevikus toimunud aktsia hinna liikumisele. Tehniline analüüs on üldjuhul ainult statistiline ning vaadeldakse aktsia hinda, käivet, nõudlust ja pakkumist. Fundamentaalsed põhjendused ei ole tehnilise analüüsi puhul olulised. (AS LHV Pank, 2017)

Toetudes eelnevale infole, võib väita, et fundamentaalne analüüs sobib eelkõige pikaajaliste investeerimisotsuste tegemiseks ning aktsiate lühiajalist kõikumist selgitatakse valdavalt investorite psühholoogiaga ning seda uurib tehniline analüüs. (Kert, 2007)

Fundamentaalse analüüsi otstarbekuse kinnitamiseks tuleb teha kaks olulist eeldust, mis lähevad kohati vastuollu akadeemilistes ringkondades leitud seisukohtadega. 1960. aastate lõpus populaarseks muutunud efektiivse turu teooria (*efficient market hypothesis*) väidab, et keskmisest parema tootluse saavutamine pikas perspektiivis ei ole võimalik mistahes analüüsimeetodiga ning ettevõtte turuhinnas on juba kajastatud kogu olemasolev informatsioon. (Kert, 2007)

Efektiivse turu teooria on mudel, mis tähendab, et see ei ole täielikult õige. Mudelid on maailma lähedased, kuid ükski mudel ei ole täielikult tõene. Põhiküsimus seisneb selles, millistele eesmärkidele on mudel lähedane. (Fama, 2016)

Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatakse erinevaid meetodeid. Mõned on sisu poolest õiged, kuid üsna töömahukad, nagu rahavoo diskonteerimise meetodid. Mõned meetodid ei ole põhimõtte poolest täpsed, kuid piiratud aja ja info korral on nad käepärasemad. Nendeks meetoditeks on näiteks võrdlus- ja segameetodid. Mõned meetodid nõuavad aga matemaatilisi teadmisi, nagu reaaloptsioonide meetod. (Zirnask, 2008)

Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise meetodeid jaotatakse viieks (Zirnask, 2008): 1) bilansil põhinevad meetodid, 2) võrreldavate tehingute meetodid, 3) segameetodid, 4) rahavoo diskonteerimine, 5) reaaloptsioonide hindamise meetodid. Eelmainitud meetodid jagunevad omakorda erinevateks alameetoditeks (vt tabel 1).

Tabel 1. Valik ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid

| Bilansil põhinevad meetodid | Võrreldavate tehingute meetodid | Segameetodid | Rahavoo diskonteerimine | Reaaloptsioonide hindamise meetodid |
|------------------------------------|--|--|--|--|
| Raamatupidamisväärtus | Hind/puhaskasum | Korrigeeritud kasumi diskonteeritud meetod | Dividendide diskonteerimine | Black- Sholes'i mudel |
| Varade turuväärtus | Hind/EBITDA | Ekstratulu meetod | Omanike vaba rahavoo diskonteerimine | Binominaalne mudel |
| Likvideerimisväärtus | Hind/käive | – | Ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine | Monte Carlo simulatsioon |
| Asendusmaksumus | Muud suhtarvud | – | – | – |

Allikas: (Zirnask, 2008, p. 122)

Enam levinumaid meetodeid ettevõtte väärtuse hindamiseks on diskonteeritud rahavoogude meetod (*DCF -discounted cash flow method*), võrreldavate ettevõtete meetod ja suhtarvude meetod, kusjuures viimased kaks on omavahel tihedalt seotud. Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhimõte seisneb selles, et ettevõtte tulevased teenitavad rahavood teiseldatakse tänapäeva, mille juures arvestatakse riskitaset, omanike nõutavad tulumäära ning muid tegureid. Kuna meetod nõuab suurt ajalist ressursi, kasutatakse seda harvemini kui suhtarvude meetodit. Suhtarvude meetod on oluliselt lihtsamini rakendatav investorite jaoks. (AS LHV Pank, 2017)

Analüüsidest erinevaid ettevõtte väärtuse hindamise võimalusi, jõudis autor järeldusele, et kõiki meetodeid korraga ei ole otstarbekas korraga kasutada. Seepärast kasutatakse AS Merko Ehituse õiglase väärtuse hindamiseks kahte põhilist meetodit: diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrreldavate suhtarvude meetod.

1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetodi (DCF) puhul hinnatakse ettevõtte õiglast väärtust vastavalt tema tulevikus oodatavate rahavoogude nüüdiseväärtusele. (Michelle, Martin, & George, 2012) Kõige lihtsam on hinnata ettevõtteid, mille rahavood on hetkel positiivsed ning neid saab tuleviku suhtes usaldusväärset hinnata. Samuti on oluline teada riskitaset, mida saab arvestada diskonteerimisel. Mida kaugemal asutakse ideaalsest info hulgast, seda keerulisem on rakendada diskonteeritud rahavoogude meetodit. (Damodaran, Investment valuation: second edition, 2002)

Järgnevalt kirjeldatakse diskonteeritud rahavoogude meetodi põhilisi eeliseid ja puudusi.

Eelised (Michelle, Martin, & George, 2012):

- Oodatavad muutused sihtettevõtte rahavoogudes võivad olla kergesti modelleeritud.
- Mudel esitab sisemise väärtuse hinnangu prognoosi põhialuste põhjal.
- Muutusi eeldustes ja hinnangutes saab lisada mudeli kohandamise ja muutmise teel.

Puudused (Michelle, Martin, & George, 2012):

- Mudelit on raske kohaldada, kui vabad rahavood ei ole esimese etapi kasumlikkusega kooskõlas. Näiteks võib kiiresti laienev ettevõtte olla kasumlik, kuid tal on negatiivsed vabad rahavood, mis tulenevad suurest kapitalikulust, mida prognoositakse suure tõenäosusega. Ettevõtte vaba rahavoogude väärtus tuleneb hiljem ning raskem on hinnata perioodi, kui vaba rahavoog muutub positiivseks.
- Rahavoogude ja tulude hindamine kaugemale tulevikku ei ole täppisteadus. Hinnangutes on veel palju ebakindlust isegi järgmisel aastal ning veelgi vähem püsivalt.
- Diskontomäärade hinnangud võivad aja jooksul muutuda kapitalituru arengute või muutuste tõttu, mis konkreetselt mõjutavad kõnealuseid ettevõtteid. Need muutused võivad samuti oluliselt mõjutada omandamise hinnanguid.
- Terminaalväärtuse hinnangud alluvad tihti soetusmaksumuse arvutustele ebaproportsionaalselt suure hinnangu veaga. Lõpliku väärtuse hinnang võib sõltuvalt kasutatavast tehnikast erineda. Lisaks võib eeldatava kasvu ja WACC hinnangute väikesed muutused oluliselt mõjutada hinnangute vahemikku.

Tuleviku rahavoogude nüüdiseväärtust leitakse järgneva valemi abil (Damodaran, 2001):

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

kus:

PV– rahavoogude nüüdisväärtus,

CF_t– rahavood perioodil t,

t– perioodide arv,

n– vara eluiga (jätkuvalt tegutseva ettevõtte puhul lõpmatus),

r– kapitali hind ehk diskontomäär.

Nagu eelnevalt mainitud, põhineb ettevõtte DCF-i mudeli väärtus kõigi tulevaste diskonteeritud vabade rahavoogude summa alusel. Sellest tulenevalt on esimene asi, mida on vaja teha, arvutada kapitali maksumus, millega need rahavood diskonteeritakse. Nii nimetatud diskontomäär peaks kajastama prognoositavate tulevaste rahavoogude riski. On olemas erinevad meetodid ettevõtte kapitali maksumuse arvutamiseks, kuid kaalutud keskmine kapitalikulu (WACC) on tänapäeval kõige enam kasutatav. (Frykman & Tolleryd, 2003)

WACC arvutatakse järgmise valemi abil:

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times C_E + \frac{D}{D + E} \times C_D \times (1 - T) \quad (2)$$

kus:

WACC– kapitali kaalutud keskmine hind,

E– omakapitali väärtus,

D– võõrkapitali väärtus,

C_E– omakapitali hind,

C_D– võõrkapitali hind,

T– maksumäär.

Eelolev valem sisaldab kahte kapitali liiki, milleks on võõrkapital ja omakapital. Reaalsuses on võimalik, et ettevõtte kapitali struktuur on mitmekesisem, kuna võõrkapitali võib kaasata mitmel erineval moel: erineva pikkusega laenud, võlakirjad jne. Kapitali hinna arvutamiseks tuleb arvestada kõikide oluliste võõrkapitali allikatega. (Zirnask, 2008)

Lisaks on valemis välja toodud maksumäär. See on oluline, kuna võõrkapitali kasutamisel tekib ettevõttel maksukilp, mis soodustab võõrkapitali kasutamist. Eesti puhul maksukilpi ei teki, kuna ettevõtete tulu ei ole maksustatav.

Omakapitali maksumus või nõutav omakapitali tootlus on kulu, millega ettevõtte saab välisinvestoritelt lisaraha kaasata. Teisisõnu on see investorite oodatav tulu, mida nad soovivad saada, et investeerida konkreetsesse ettevõttesse, mitte kusagile mujale. Omakapitali maksumus koosneb kahest komponendist: riskivaba tulu, mida investorid saavad riskivaba investeeringu eest ja täiendav tulu, mis on asjakohane riskitasemele, mida kannavad investorid investeerides ettevõttesse. Omakapitali maksumuse arvutamiseks on mitmeid viise, kuid kõige levinum ja tuntuim lähenemisviis on niinimetatud kapitalivara hinnamudel (CAPM- *capital asset pricing model*). (Frykman & Tolleryd, 2003)

Valem omakapitali hinna leidmiseks on järgmine (Kenton, Capital Asset Pricing Model (CAPM), 2019):

$$ER_i = R_f + \beta_i (ER_m - R_f) \quad (3)$$

kus:

ER_i – oodatav omakapitali tulumäär,

R_f – riskivaba tulumäär,

β_i – beetakordaja,

ER_m – turu tulumäär,

$(ER_m - R_f)$ – tururiski preemia.

CAPM- valemi taga on mitu eeldust, mis ei ole leidnud empiirikas kinnitust. Nendest probleemidest hoolimata kasutatakse CAPM-valemit veel laialdaselt, sest see on elementaarne ja võimaldab investeerimisvõimalusi lihtsalt võrrelda. (Kenton, Capital Asset Pricing Model (CAPM), 2019) Oluline on lisada, et CAPM mudeli kasutamine eeldab hajutatud investeerimisportfelli olemasolu, kuna arvesse on võetud ainult süstemaatiline risk. (Accaglobal, 2019)

Beetakordaja mõõdab volatiilsust või süstemaatilist riski üksikaktsiale võrreldes turu mittesüstemaatilise riskiga. Beeta kirjeldab väärtpaberitulu reageerimist turul toimuvatele muutustele. Beeta arvutust kasutatakse selleks, et aidata investoritel mõista, kas aktsia liigub turuga samas suunas ning kuivõrd volatiilne ja riskante on aktsia võrreldes turuga. Kui beetakordaja võrdub ühega, näitab see, et väärtpaberitulu hinnaaktiivsus on turuga tugevalt seotud. Aktsia beetakordajaga 1.0 omab süstemaatilist riski, kuid beeta arvutus ei suuda tuvastada mittesüstemaatilist riski. Lisades portfelli aktsiat beetakordajaga 1.0, ei lisa see riski portfelliga,

kuid samas ei suurenda see tõenäosust, et portfelli toob lisatulu. Kui aktsia beetakordaja on alla ühe, tähendab see, et väärtpaber on teoreetiliselt vähem volatiilne kui turg üldiselt. Sellise aktsia olemasolu vähendab terviku portfelleriski. Näiteks on tihtipeale kommunaalteenuseid pakutavate ettevõtete aktsiate beetad madalad, kuna need aktsiad liiguvad aeglasemalt kui turu keskmised. Beetakordaja, mis on suurem kui 1.0 näitab, et väärtpaberi hind on teoreetiliselt turu suhtes volatiilsem. Näiteks kui aktsia beeta on 1.2, siis eeldatakse, et see on 20% volatiilsem kui turg. See näitab, et aktsia soetamisel suureneb koguportfelli risk, kuid samas suureneb ka oodatav tootlus. (Kenton, Beta Definiton, 2019)

Valem beetakordaja leidmiseks on järgmine (Kenton, Beta Definiton, 2019):

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_e R_m)}{\text{Var}(R_m)} \quad (4)$$

kus:

β – beetakordaja,

R_e – väärtpaberi tulumäär,

R_m – turu tulumäär,

$\text{Cov}(R_e R_m)$ – väärtpaberi ja tulumäära omavaheline kovariatsioon,

$\text{Var}(R_m)$ – turuportfelli tulumäära variatsioon.

CAPM mudeli valemis on välja toodud riskivaba tulumäära tegur. Riskivaba tulumääraks peetakse tulu, millel puudub risk ning mille puhul ootab investor riskivaba tootlust. Riskivaba tulumäära arvutamiseks kasutatakse üldjuhul riiklikke võlakirju. (Konkurentsiamet, 2016)

Kuna Eesti riik ei ole korraldanud pikaajalise tähtajaga võlakirja emissioone, kasutatakse Eestis riskivaba tulumäära arvutamiseks tavaliselt Saksamaa võlakirju, millele lisatakse Eesti riigiriski preemia. Saksamaa võlakiri on soblik, kuna tegemist on eurotsooni ühe suurema riigiga. (Konkurentsiamet, 2016)

Tururiski preemia määramine, vahe turu oodatavast tulumäärast ja riskivabast tulust, on finantsmaailmas üks vaieldavamaid küsimusi. Aktsiate võime ületada võlakirjade tulusust pikas perspektiivis mõjutab ettevõtete hindamist, portfelli koosseisu ning pensioni sääste. Kuid sarnaselt aktsiate oodatavale tulususele, on oodatav tulusus turul määramatu. Kuna ükski mudel tururiski

preemia arvutamiseks ei ole leidnud universaalset kinnitust, pakutakse välja kolm põhilist meetodit tururiski preemia arvutamiseks (Koller, Goerdhart & Wessels, 2015):

1. Tulevase riskipreemia hindamine, mõõtes ja ekstrapoleerides ajaloolist tootlust.
2. Kasutades regressioonianalüüsi, et seostada praegused turumuutujad, nagu agregeeritud dividenditootlus, et kavandada oodatavat tururiski.
3. Kasutades DCF-i hindamise meetodit koos investeeringute tasuvuse prognoosidega turukulude ümberehitamiseks.

Diskonteeritud rahavoogude (DCF) hindamisel vaadeldakse väärtpaberi sisemist väärtust selle eeldatavate tulevaste rahavoogude nüüdisväärtusena. Ettevõtte väärtuse hindamiseks vaba rahavoo alusel kasutatakse kahte lähenemist: 1) ettevõtte vaba rahavoo alusel (*free cashflows to the firm*); 2) omanike vaba rahavoo alusel (*free cashflows to equity*). (Pinto jt, 2007)

Ettevõtte vaba rahavoog on rahavoog, mis on kapitalitarnijate käsutuses pärast kõikide tegevuskulude (sealhulgas maksude) tasumist ning vajalikke investeeringute tegemist käibekapitali (nt. inventaar) ja põhivarasse (nt. seadmed). FCFF on operatsioonide rahavoog miinus kapitalikulutused. Ettevõtte kapitalitarnijateks on ühised aktsionärid, võlakirjaomanikud ja mõnikord eelisaktsionärid. FCFF arvutamiseks kasutavad analüütikud andmeid kättesaadavatest raamatupidamisandmetest. (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe, 2007)

Omanike vaba rahavoog on rahavoog, mis on kättesaadav ettevõtte ühistele omanikele pärast kõikide tegevuskulude, intresside ja laenu põhiosade tasumist, vajalike investeeringute tegemist käibevarasse ja põhivarasse. FCFE on rahavoog operatsioonidelt miinus kapitalikulud miinus maksed võlausaldajatele. (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe, 2007)

Ettevõtte vaba rahavoog (FCFF) on leitav järgmise põhimõtte järgi (Zirnask, 2008):

$$\begin{aligned} &+ \text{kasum enne intresside ja maksude maksmist} \times (1 - \text{maksumäär}) && (5) \\ &+ \text{kulum} \\ &- \text{investeeringud põhivarasse} \\ &- \text{käibekapitali muutus} \end{aligned}$$

= ettevõtte vaba rahavoog

Käibekapitali muutuse arvutamiseks lahutatakse lühiajalistest varadest lühiajalised kohustused. Lühiajalisteks varadeks on varad, mida on võimalik realiseerida lähima aasta jooksul. Lühiajaliste kohustuste puhul eeldatakse, et need on tasutud ühe aasta jooksul.

Kuna ettevõtte rahavoogusid ei ole võimalik prognoosida lõpmatuseni, suletakse need tavaliselt diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades teatud ajahetkel tulevikus. Seejärel arvutatakse terminaalkväärtus, mis kajastab ettevõtte väärtust selles punktis. (Damodaran, Investment valuation: second edition, 2002)

Terminaalkväärtust leitakse järgneva valemi järgi (Folger, n.d.):

$$\text{Terminaalkväärtus} = \frac{\text{viimasele perioodile järgnevad rahavood}}{(WACC - g)} \quad (6)$$

kus:

WACC – kaalutud keskmine kapitali hind,

g – jätkukasvumäär.

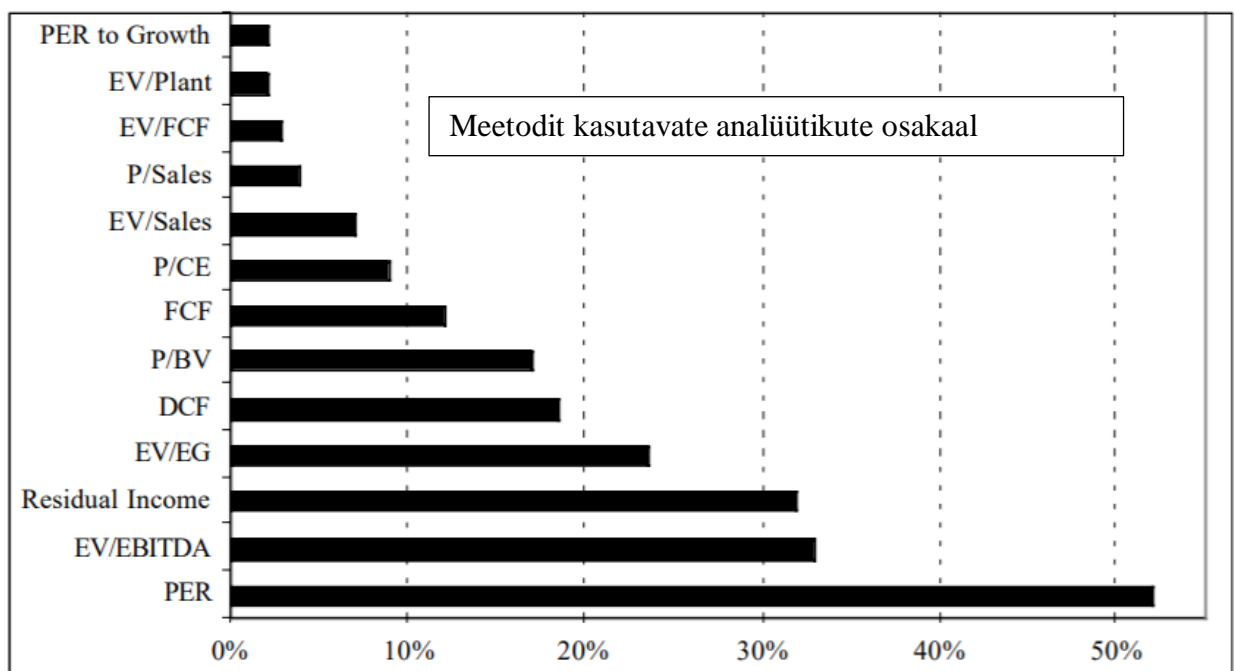
Prognooside tegemine muutub aja jooksul hädusamaks, kui ajahorisont läheb pikemaks. See kehtib ka rahanduse kohta, eriti kui tegemist on ettevõtte rahavoogude hindamisega tulevikus. Samal ajal tuleb hinnata ettevõtteid. Selle lahendamiseks kasutavad analüütikud finantsmudeleid, nagu diskonteeritud rahavoog (DCF), koos teatud eeldustega, et tuletada ettevõtte või projekti koguväärtust. Diskonteeritud rahavoogude meetodil on kaks põhilist komponenti: prognoosiperiood ja terminaalkväärtus. Prognoosiperiood on tavaliselt umbes viis aastat. Sellest pikem periood vähendab prognoosi täpsust. (Akhilesh, 2019)

1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod

Rääkides ettevõtete ja aktsiate hinnatasemetest, ei saa välja jätta suhtarvude temaatikat. Ilmselt on kõige populaarsem ja enamkasutatavam suhtarv P/E, mis võrdleb aktsiahinda ja kasumit. Lisaks on ka teisi näitajaid, mis ettevõtte majandusnäitajaid ja turuväärtust mingil viisil seovad. Enne konkreetsete suhtarvude juurde minemist on oluline mainida asjaolu, mis neid kõiki puudutab: minevik ja tulevik. Suurema osa suhtarvudest on võimalik arvutada nii ajalooliste finantsnäitajate

põhjal kui ka tulevasi prognoose kasutades. Kuigi ajalooliste andmete alusel on suhtarve tunduvalt kergem arvutada, ei saa mainimata jätta, et sellisel moel leitud suhtarvud sisaldavad endas tunduvalt vähem informatsiooni kui prognoositud suhtarvud. Prognoosivate finantsnäitajate põhjal leitud suhtarvude kvaliteet on otseselt seotud prognooside enda kvaliteediga. (AS LHV Pank, 2017)

Võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamisel valitakse uuritava ettevõttega samas sektoris töötavaid ettevõtteid ning arvutatakse nende ettevõtete suhtarve. Seejärel arvutatakse sektori keskmist tulemust ning võrreldakse see uuritava ettevõtte andmetega. Tänapäeval ei ole vajalik käsitsi kõiki suhtarve läbi arvutada, kuna on olemas paljud internetileheküljed, kus on kõik andmed juba olemas ning isegi sektori keskmised tulemused on välja arvutatud. Investori kanda jääb nende tulemuste tõlgendamine ja saadud teadmiste rakendamine.



Joonis 1. Kõige laialdasemalt kasutatavad hindamismeetodid
Allikas: (Fernandez, 2017)

Joonis 1 kajastab enim kasutatavaid Euroopa ettevõtete hindamise meetodeid Morgen Stanley Dean Witter's analüütikute poolt. Kõige populaarsem suhtarv on PER (P/E -*price to earnings ratio*), mis kajastab aktsia hinna ja kasumi suhtarvu. Teisel kohal on suhtarv EV/EBITDA (*enterprise value/ earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), mis näitab ettevõtte väärtuse ja maksude ning amortisatsiooni eelse kasumi suhet. Vaatamata sellele, et

eelmainitud suhtarvud on kõige populaarsemad, tuleb arvestada, et teatud suhtarvud on eelistatavamad teistele sõltuvalt tegevussektorist. (Fernandez, 2017)

Kolleri arvates kasulikuks võrreldavate suhtarvude analüüsiks tuleb jälgida kolme nõuet (Koller, Goerdhart, & Wessels, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 2015):

1. Tuleb kasutada õiget suhtarvu. Enamiku analüüsides puhul on ettevõtte väärtus EBITAle parim, kui võrrelda ettevõtete väärtusi. Kuigi hinna ja kasumi (P/E) suhtarvu kasutatakse laialdaselt, moonutab seda kapitali struktuur ning kasum ja kahjum, mis ei tulene ettevõtte põhitegevusest.
2. Suhtarvu tuleb arvutada järjekindlalt. Lugeja (väärtus) ja nimetaja (tulu) aluseks on sama alusvara. Näiteks, kui jäetakse väärtusest üleliigne raha välja, tuleb välistada intressitulu sissetulekust.
3. Tuleb määrata õiget sihtrühma. Määrates õiget tööstusharu on hea koht alustamiseks. Võib valida võrreldavaid ettevõtteid nende pikaajalise kasvu väljavaadete alusel ja investeringute tasuvuse alusel.

Investeeringimaailma kõige enamkasutatavam suhtarv on teatavasti P/E ning selle populaarsuseks on mitmeid põhjusi. Ühest küljest on eelmainitud suhtarvu arvutuskäik väga lihtne ning teisest küljest pakub tulemus investorile palju väärtusliku informatsiooni. P/E suhtarvus on seotud omavahel aktsia hind ning ettevõtte kasum. P/E suhtarv on leitav järgneva valemi abil (Kert, 2007):

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} \quad (7)$$

kus:

P-aktsia hind,

EPS -kasum aktsia kohta.

Sisuliselt näitab aktsia hinna ja kasumi suhe rahaühikute arvu, mida investor peaks ettevõttesse investeerima, et saada vastu üks rahaühik ettevõtte kasumit. P/E suhtarvu nimetatakse ka kasumikordajaks, kuna suhtarv näitab mitu korda on investor nõus rohkem maksma ettevõtte poolt teenitavast kasumist. Kui ettevõtte kaupleb hinnatasemel, kus P/E suhe on 20, tähendab see seda, et investor on nõus maksma 20 eurot, et teenida 1 eurot kasumit. P/E suhe aitab investoritel määrata aktsia turuväärtust võrreldes ettevõtte kasumiga. P/E suhe näitab kui palju on turg nõus maksma täna aktsia eest, mis põhineb tema mineviku või tuleviku kasumil. Kõrge P/E võib tähendada, et

aktsia hind kasumi suhtes on kõrge ja võib olla ülehinnatud. Vastupidi, madal P/E võib viidata asjaolule, et praegune aktsia hind on kasumi suhtes madal. (Hayes, Price-to-Earnings Ratio (P/E Ratio) Definition, 2019)

Puhaskasum aktsia kohta (EPS) on osa äriühingu kasumist, mis on jaotatud igale aktsiale. Kasum aktsia kohta on ettevõtte kasumlikkuse näitaja. On tavaline, et ettevõtte esitab EPS-i, mis on korrigeeritud erakorraliste kirjete ja võimaliku aktsia lahjendamise kohta. (Chen, 2019)

PEGi suhet kasutatakse aktsia väärtuse kindlaksmääramiseks, samal ajal kui tegu on ettevõtte oodatava kasumikasvuga ning arvatakse, et see annab P/E suhtarvust terviklikuma pildi. PEGi suhet peetakse aktsia tegeliku väärtuse näitajaks ja sarnaselt P/E suhtega võib madalam PEG osutada sellele, et aktsia on alahinnatud. (Kenton, Price/Earnings-to-Growth – PEG Ratio Definition, 2019) PEG on leitav järgneva valemi abil (Fernandez, 2017):

$$PEG = \frac{P/E}{\text{oodatav kasvumäär}} \quad (8)$$

Seda suhtarvu kasutatakse peamiselt kasvavates tööstusharudes, nagu luksuskaubad, tervise tooted ja tehnoloogia. (Fernandez, 2017)

Samal ajal kui madal P/E suhe aktsial viitab, et tegu on hea ostuga, võib oodatava kasvumäära lisamine, et saada PEG suhet, näidata teistsugust pilti. Ettevõtte oodatava kasvu lisamine P/E suhetele aitab kohandada tulemust ettevõtete puhul, kellel võib olla kõrge kasvumäär ja kõrge P/E suhe. Tulemus, millele viitab PEG, kas aktsia on üle- või alahinnatud, varieerub sõltuvalt tööstusharust ja ettevõtte tüübist. Laiapõhjalise reeglina arvavad mõned investorid, et PEG suhe alla ühe on soovitatav. Tuntud investori Peter Lynchi sõnul peaks ettevõtte P/E ja oodatav kasvumäär olema võrdne, mis viitab õiglaselt hinnatud ettevõttele. Sellise ettevõtte puhul on PEG suhe võrde ühega. Kui ettevõtte PEG ületab 1.0, peetakse seda ülehinnatuks, samas kui PEG on alla 1.0, peetakse aktsiad alahinnatuteks. (Kenton, 2019)

Suhtarv P/S näitab aktsia hinna ja ettevõtte tulu suhet. P/S suhtarvu võib arvutada kas jagades ettevõtte turukapitalisatsiooni kogu müügiga kindlaksmääratud ajavahemiku jooksul, tavaliselt kaksteist kuud, või aktsia kohta, jagades aktsiahinna müügiga aktsia kohta. P/S suhet tuntakse ka kui "müügi kordajat" või "tulude kordajat". (Hargrave, 2019) P/S suhtarv on leitav järgmise valemi järgi (Fernandez, 2017):

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{turu kapitalisatsioon}}{\text{ettevõtte kogutulu}} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{käive aktsia kohta}} \quad (9)$$

P/S suhe on investorite ja analüütikute jaoks üks peamistest analüüsi- ja hindamisvahenditest. See suhe näitab, kui palju investoreid on valmis müügi dollari eest maksma. Nagu kõik suhtarvud, on P/S suhtarv kõige asjakohasem, kui võrreldakse sama sektori ettevõtteid. Väike suhe võib viidata, et aktsia on alahinnatud, samas kui suhtarv on keskmisest märkimisväärselt kõrgem, on aktsia ülehinnatud. P/S suhtarv ei kajasta ettevõtte võlakoormust ega ettevõtte bilansi staatust. See tähendab, et peaagu finantsvõimendusega ettevõtte on atraktiivsem kui suure finantsvõimendusega ettevõtte, millel on sama P/S suhe. (Hargrave, 2019)

Ettevõtted kasutavad P/B (price-to-book ratio) suhtarvu, et võrrelda ettevõtte raamatupidamisväärtust selle turuväärtusega. Raamatupidamisväärtus on ka ettevõtte puhasväärtus, mis on arvutatud koguvarana miinus immateriaalsed varad (patendid, *goodwill*) ja kohustused. Investeeringu esialgse kulu puhul võib bilansiline väärtus olla määratud neto või brutona kulutustest, nagu kauplemiskulud, müügitasud ja teenustasud. (Hayes, 2019) P/B on leitav järgneva valemi abil (Fernandez, 2017):

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{aktsia raamatupidamislik väärtus}} \quad (10)$$

Selles võrrandis arvutatakse aktsia raamatupidamisliku väärtust järgmiselt: koguvarast lahutatakse kõik kohustused ning jagatakse saadud tulemus käibel olevate aktsiatega. Turuväärtust aktsia kohta saab teada vaadates aktsia hinda turul. (Hayes, 2019)

Madalam P/B suhe võib tähendada, et aktsia on alahinnatud. Siiski võib see tähendada ka seda, et ettevõttes on midagi fundamentaalselt valesti. Nagu enamiku suhtarvude puhul, varieerub see ka tööstusharude lõikes. Traditsionaalselt peetakse, et iga P/B väärtus alla 1.0 viitab potentsiaalselt alahinnatud aktsiale. Väärtusele põhinevad investorid võivad tihti kaaluda aktsiaid, mille P/B suhe on alla 3.0. (Hayes, Price-to-Book Ratio (P/B Ratio), 2019) Seda suhtarvu kasutatakse sageli pankade hindamiseks. Teised P/B või selle derivaate kasutavad tööstusharud on paberi- ja tselluloositööstus, kinnisvara ja kindlustus. (Fernandez, 2017)

EV/EBITDA suhtarv on kasutusel, et määrata ettevõtte väärtust. Eelnimetatud suhtarv vaatab ettevõtet sellest küljest, et potentsiaalne omandaja kaaluks ettevõtte võlakoormust. Üldjuhul

peetakse headeks aktsiateks need, mille viimase 12 kuu põhjal on EV/EBITDA suhtarv on alla 7.5. Kuid rangete piirangute kasutamine ei ole üldjuhul asjakohane, sest see ei ole täppisteadus. Erinevalt paljudest teistest suhtarvudest võtab EV/EBITDA suhtarv lisaks aktsia hinnale arvesse ka ettevõtte võla ja raha taset ning seostab selle väärtuse ettevõtte kasumlikusega. (Hayes, Enterprise Multiple, 2019) EV/EBITDA suhtarv on leitav järgmise valemi abil (Fernandez, 2017):

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Ettevõtte väärtus}}{\text{Kasum enne intresse makse ja amortisatsiooni}} \quad (11)$$

Ettevõtte väärtus (EV) on ettevõtte koguväärtuse näitaja, mida kasutatakse sageli põhjalikumana alternatiivina aktsiaturu kapitalisatsioonile. EV sisaldab oma arvutustes ettevõtte turukapitalisatsiooni, lühiajalist ja pikaajalist võlga ning ettevõtte bilansis olevat raha. Ettevõtte väärtus on populaarne meetod, mida kasutatakse ettevõtte potentsiaalseks ülevõtmiseks. (Kenton & Murphy, 2019)

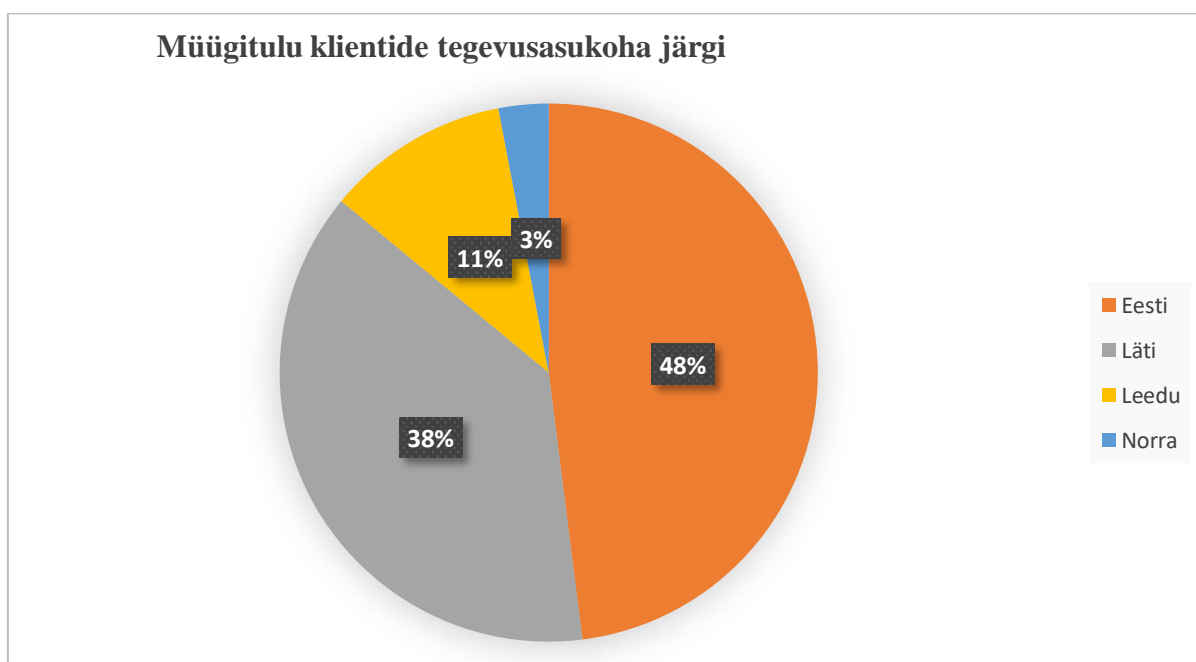
EV/EBITDA varieerub tööstusharude lõikes. Viimastel aastatel on S&P 500 ettevõtetete EV/EBITDA olnud 11 ja 14 vahel. (Maverick, 2019)

2. AS MERKO EHITUS

2.1. AS Merko Ehitus tutvustus

AS Merko Ehitus on asutatud 5. novembril 1990. aastal. Merko on Balti regioonis juhtiv ehituskontsern, mis pakub ehitus- ja kinnisvaraarenduse terviklahendusi Eestis, Lätis, Leedus ja Norras. Ettevõtte pakub laias ulatuses ehitusteenuseid koos projekteerimisega (sh. mudelprojekteerimine) kõikides peamistes valdkondades: hoonete ehitus (büroo- ja tootmishooned, kaubandus- ja logistikakeskused, hotellid), insenerrajatiste ehitus (viaduktid, sadamad, elektri- ja välisvõrgud, alajaamad, veemajadusseadmed), teedeehitus ja betoonitööd. (Nasdaq, n.d.)

Kontserni suuremad tütarettevõtted on Eestis AS Merko Ehitus Eesti (100%), Lätis SIA Merks (100%), Leedus UAB Merko Statyba (100%) ning alates 2016. aastast Norras Peritus Entrepreneur AS (56%). Kontserni ettevõtted pakuvad tööd ligi 800 inimesele. (Nasdaq, n.d.)



Joonis 2. Merko Ehituse müügitulu klientide tegevusasukoha järgi
Allikas: (AS Merko Ehitus, 2018)

Joonis 1 kajastab Merko Ehituse müügitulu sõltuvalt kliendi asukohtast. Kõige suurema osa ettevõtte müügitulust moodustab Eesti osa (48%). Sellele järgneb Läti, mis genereerib 38% ettevõtte müügitulust. Kõige väiksemad tulutoojad on Leedu ja Norra, 11% ja 3% vastavalt.

Sõltuvalt riigist osutab kontsern ehitus- ja kinnisvara arenduse teenuseid alltoodud tegevusvaldkondade lõikes (AS Merko Ehitus, 2018):

- **Üldehitus:** erinevate hoonete ehitus, kaubandus- ja meelelahutuskeskused, hotellid ja spaakeskused, äri- ja büroohooned, avalikud- ja elukondlikud hooned ning spetsiifilised tööstushooned.
- **Elektrihitus:** kesk- ja kõrgepinge alajaamade ning kaabelliinide projekteerimine, ehitamine ja seadistamine.
- **Insenerihitus:** infrastruktuurirajatiste ehitus ja projekteerimine. Haru sisaldab endas jäätmekäsitlus-, sadama- ning teerajatisi (tunnelid, sillad, teed, viaduktid), erinevaid keskkonnakaitselisi rajatisi, joogi- ja reoveepuhasteid, vee- ja kanalisatsioonitorustikke ning erinevaid muid insenertehnilisi objekte.
- **Teedehitus:** erinevad teehoiutööde teenused Eestis, sh. teede ehitus, teede hooldusremont ja kaevetööde- ning teeseisundi järelvalve.
- **Betoonitööd:** lahendused monteeritavate või monoliitbetoonist ehitavatele hoonetele ja rajatistele, mida ehitavad nii Merko ettevõtted kui ka välistellijad.
- **Kinnisvaraarendus:** pikaajalised kinnisvarainvesteeringud, korteriprojektide arendus, äriotstarbelised kinnisvaraprojektid.

Eesti ehitusteenus moodustab kontserni müügitulust 39,4%. Eesti ehitusteenus hõlmab endas üld-, elektri-, inseneri- välisvõrkude ja teedehitust ning betoonitöid. 2015-2016 aastatel osutati ka projektipõhist ehitusteenust Soomes, kuid 2017. ja 2018. aastal Soomes ehitusteenust ei osutatud. 43,6% müügitulust tuleneb muude koduturgude ehitusteenusest. Muude koduturgude ehitusteenus hõlmab üldehitustöid Lätis, Leedus ja Norras ning lisaks elektri- ja insenerehitustöid Lätis. Ülejäänud 17% müügitulust moodustab kinnisvaraarendus. Kinnisvaraarendusega tegeleb Merko Eestis, Lätis ja Leedus. (AS Merko Ehitus, 2018)

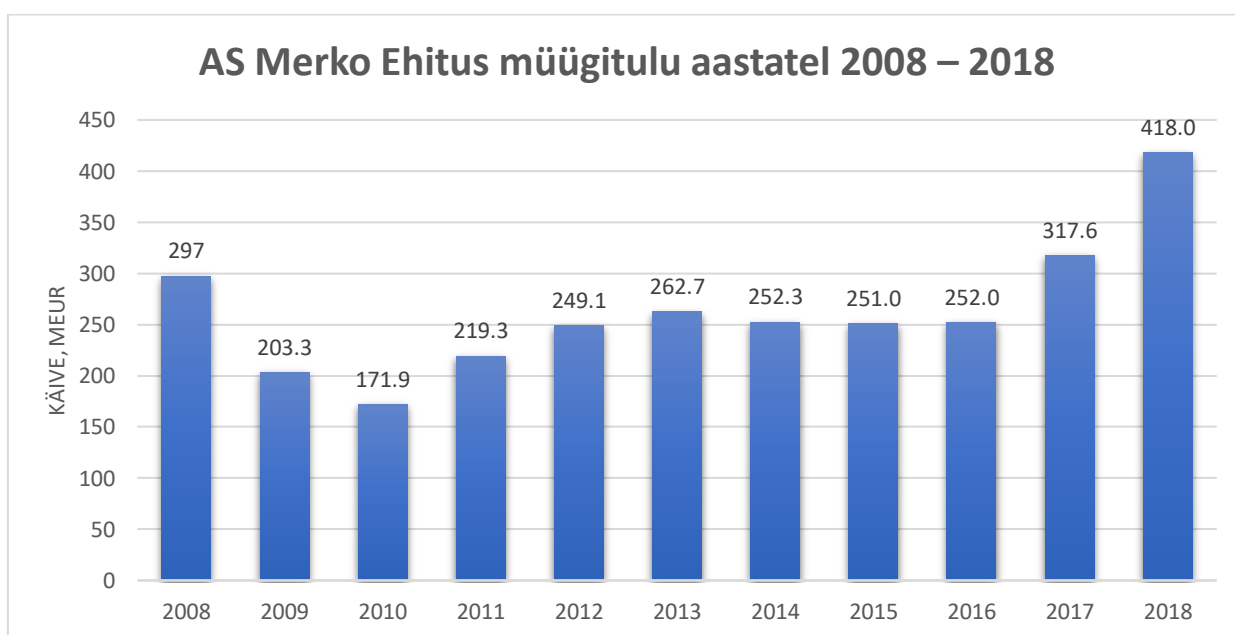
2.2. AS Merko Ehitus finantsnäitajad

Käesolevas peatükis keskendutakse Merko Ehituse finantsanalüüsile. See võimaldab saada paremat ülevaadet ettevõtte finantsseisundist ning kasutada saaduid andmeid diskonteeritud

rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodite rakendamisel. Kontserni hindamisel kasutatakse andmeid perioodil 2008–2018, kuna ettevõtte noteeris aktsiad NASDAQ OMX Tallinn põhinimekirjas esmakordselt 2008. aastal. Finantsanalüüsil hinnatakse järgmiseid näitajaid: müügitulu, äri- ja puhaskasum, likviidsus- ja maksevõime suhtarvud, efektiivsuse suhtarvud, rentaablusnäitajad, võõrkapitali kasutamist iseloomustavad näitajad.

Joonis 3 kajastab Merko Ehituse müügitulu aastatel 2008–2018. Aastast 2008 oli Merko müügitulu langemas iga-aastaselt kuni aastani 2010. 2010. aastal moodustas ettevõtte müügitulu 57,9% 2008. aasta käivest. Järsk müügitulu langus oli tingitud globaalsest majanduskriisist. 2011. aasta müügitulu kasvu soodustas üldine majandusolukorra paranemine ning ette suutis kasvada aastani 2013. Järgmised 3 aastat oli ettevõtte käive stabiilne ning kasvu ei esinenud. Vahemikus 2014–2016 oli ettevõtte aasta keskmine müügitulu 251,8 miljonit eurot.

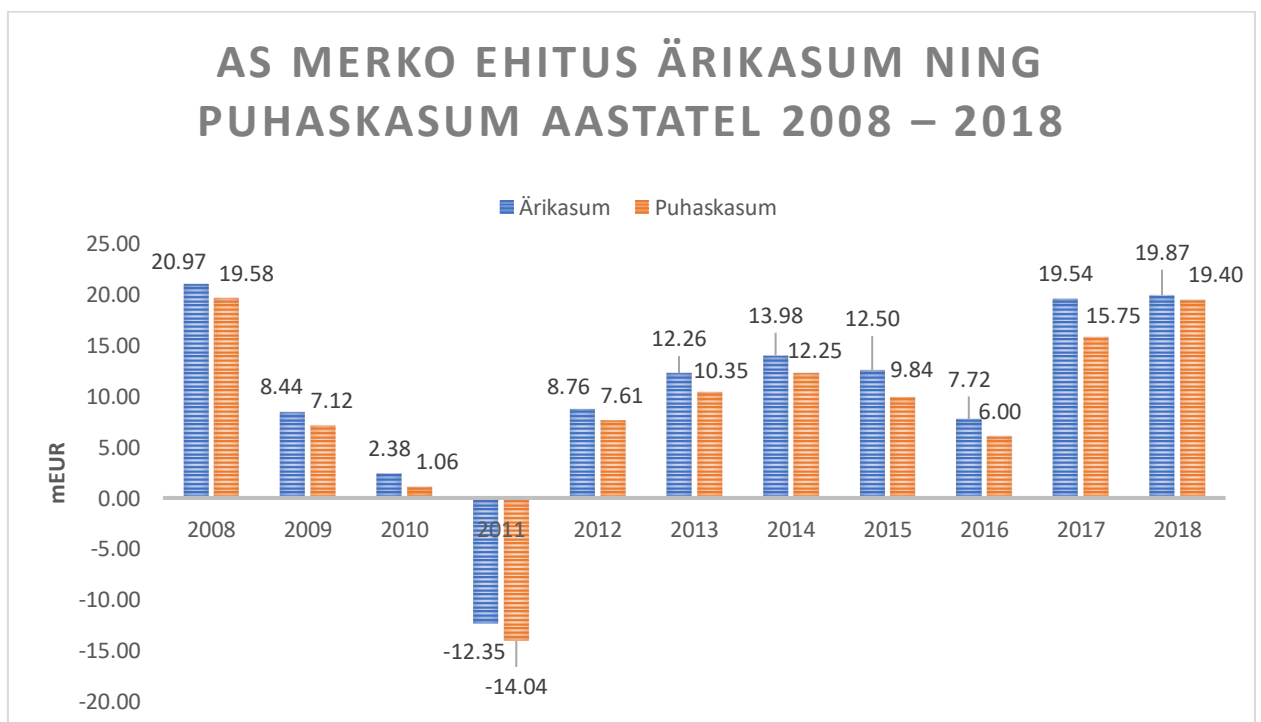
Hüppelist müügitulu kasvu võib näha aastatel 2017 ja 2018, kus käive kasvas 26% ja 31,6% vastavalt. AS Merko Juhatuse esimehe, Andres Trinki sõnul oli erakordselt suurtele ehitusmahtude ja kiirele kasvule vundamendiks mitu aastat tagasi sõlmitud suuremahulised lepingud. Trink märkis, et 2018. aastaga samas mahus suurobjekte, nagu kaubanduskeskused, bürood, hotellid ja ühiskondlikud hooned üle terve Baltikumi, ei ole Merkol varem korraga ehituses olnud. (AS Merko Ehitus, 2017)



Joonis 3. AS Merko Ehitus müügitulu aastatel 2008–2018 Allikas: AS Merko Ehituse majandusaasta aruanded vahemikus 2008–2018, autori arvutused

Perioodil 2008–2018 on suutnud Merko Ehitus säilitada kasumlikust igal aastal, välja arvatud 2011. Kahjumlikul aastal ulatus ettevõtte äri- ja puhaskasum kuni –12,35 miljonit eurot ning puhaskasum –14,04 miljonit eurot. 2011. aasta kahjumi peamiseks põhjuseks oli ehitushindade arvatust kiirem kallinemine, mille tulemusena muutusid 2009 ja 2010 aastatel sõlmitud lepingud ja mitmed arendusprojektid kahjumlikuks. Lisaks oli Balti kinnisvaraturu taastumine prognoositust aeglasem. (AS Merko Ehitus, 2011) Pärast kahjumist väljumist kestis Merko Ehituse kasumi kasv kõigest 3 aastat ning seejärel hakkas taas kahanema. 2016. aastal oli ettevõtte äri- ja puhaskasum 7,72 ja 6 miljonit eurot vastavalt, mis oli viimase viie aasta madalaim näitaja. Kusjuures aastatel 2012–2016 oli ettevõtte müügitulu stabiilsel tasemel. Merko Ehituse 2016. aasta majandusaasta aruandes tõi Andres Trink välja, et vaatamata aktiivsele elamuehitusele Baltimaade pealinnades 2016. aastal ehitusturul tervikuna kasvu ei olnud. Riiklikud investeeringud infrastruktruui olid mitmendat aastat madalseisus, mistõttu jäid kontserni insenerehituse valdkonna tegevusmahud ootustele alla. Vaadeldaval aastal oli hoonete ehitushangetel väga tugev hinnakonkurents, mis viis marginaalid madalale. (AS Merko Ehitus, 2011)

Joonisel 4 on toodud välja Merko Ehitus äri- ja puhaskasum aastatel 2008–2018.



Joonis 4. AS Merko Ehitus äri- ja puhaskasum aastatel 2008–2018

Allikas: AS Merko Ehituse majandusaasta aruanded vahemikus 2008–2018, autori arvutused

Tabel 2 kajastab Merko Ehituse likviidsus- ja maksevõime suhtarve. Kontserni lühiajaliste kohustuste kattekordaja on olnud vaadeldavas vahemikus keskmiselt 2,4. Kõige madalam väärtus

oli aastal 2013 ja kõige kõrgem aastal 2015, 1,97 ja 3,20 vastavalt. Tavaliselt arvestatakse, et hea kordaja jääb vahemikku 1,5–2. Antud olukorras võib tekkida küsimus ettevõtte käibevara kasutamise tõhususes, kuid positiivne on see, et Merko suutis kõikidel aastatel täita oma lühiajalisi kohustusi.

Ettevõtte likviidsuskordaja on olnud peaaegu kõikidel aastatel üle 1, välja arvatud 2011. ja 2016. aastal. Nendel aastatel oli likviidsuskordaja ühele väga lähedal. Üldiselt võib öelda, et võrreldes aastaga 2008 on Merko likviidsuskordaja halvenenud, kuid fakt, et enamikel aastatel on likviidsuskordaja üle 1, näitab, et ettevõtte on piisavalt likviidne.

Merko Ehituse rahakordaja keskmine 2008 ja 2018 on 0,4. Halvimatel aegadel on rahakordaja olnud 0,18 ning parim näitaja on 0,73. Viimase kolme aasta jooksul on rahakordaja püsinud ligilähedal ajaloolisele keskmisele. Näitaja 0,4 tähendab, et ettevõttel on lühiajalisi kohustusi 2,5 korda rohkem, kui raha ja ekvivalendid.

Kõrge debitoorne võlgnevus ning varude tase on taganud ettevõttele iga-aastaselt positiivset puhast käibekapitali. Vahemikus 2008–2018 on kontserni keskmine käibekapital 112,6 miljonit eurot.

Tabel 2. AS Merko Ehitus likviidsus- ja maksevõime näitajad aastatel 2008–2018.

| Näitaja | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------------|-------|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Lühiajalise kohustuste kattekordaja | 2,79 | 2,33 | 2,74 | 2,02 | 2,09 | 1,97 | 2,34 | 3,20 | 2,43 | 2,25 | 2,22 |
| Likviidsuskordaja | 1,29 | 1,12 | 1,06 | 0,99 | 1,12 | 1,07 | 1,06 | 1,20 | 0,95 | 1,11 | 1,10 |
| Rahakordaja | 0,43 | 0,28 | 0,18 | 0,22 | 0,41 | 0,48 | 0,56 | 0,73 | 0,40 | 0,38 | 0,38 |
| Puhas käibekapital | 138,6 | 108,0 | 96,5 | 86,6 | 93,3 | 94,2 | 123,6 | 119,8 | 119,4 | 129,8 | 129,0 |

Allikas: AS Merko Ehituse majandusaasta aruanded vahemikus 2008–2018, autori arvutused

Nagu eelnevalt mainitud, võib tekitada küsimusi ettevõtte lühiajaliste kohustuste kattekordaja suuruse kohta, kuid kokkuvõtvalt võib öelda, et Merko Ehitusel on olnud hea likviidsusseis viimase 11 aasta jooksul.

Tabel 3 kajastab Merko Ehituse nelja põhilist efektiivsuse näitajat: keskmine laekumisperiood, varade käibekordaja, varude käibekordaja ning varude käibevalde.

Esimene näitaja on keskmine laekumisperiood. See näitab, mitme päevaga keskmiselt tasutakse ettevõttele arveid. Merko puhul on see näitaja varieerunud 36st päevast 107ni, kuid keskmine laekumisperiood on olnud 76 päeva. Keskmiselt moodustab Merko debitoorne võlgnevus 20% tema müügitulust.

Järgmine parameeter on varade käibekordaja, mis näitab müügitulu ja keskmise vara suhet. Mida suurem on varade käibekordaja, seda efektiivsemalt kasutab ettevõtte oma vara, genereerides oma varadelt suuremat müügitulu. (Rahandus, 2019) Merko puhul on varade käibekordaja olnud üldjuhul 1.1 juures.

Kolmas näitav on varude käibekordaja, mis demonstreerib varude kasutamise efektiivsust. Põhimõtte on sama nagu varade käibekordaja – mida kõrgem on näitaja, seda efektiivsemalt kasutab ettevõtte oma varusid. (Rahandus, 2019) Merko Ehitusel on keskmine varude käibekordaja 2.5.

Varude käibevalde Merko puhul on olnud keskmiselt 150 päeva. Kuna tegemist on ehitusettevõttega, on tavaline, et varude käibevalde on nii kõrge.

Tabel 3. AS Merko Ehituse efektiivsuse näitajad aastatel 2008–2018.

| Näitaja | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| Keskmine laekumisperiood | 61,3 | 75,9 | 95,4 | 107,3 | 88,4 | 79,4 | 67,1 | 36,1 | 66,0 | 87,2 | 66,5 |
| Varade käibekordaja | 1,2 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,6 |
| Varude käibekordaja | 2,6 | 2,1 | 1,8 | 2,5 | 3,0 | 3,0 | 2,1 | 2,3 | 2,0 | 2,7 | 3,5 |
| Varude käibevalde | 143 | 176 | 198 | 146 | 121 | 121 | 170 | 159 | 179 | 136 | 103 |

Allikas: AS Merko Ehituse majandusaasta aruanded vahemikus 2008–2018, autori arvutused

Tabelis 4 on koondatud AS Merko Ehituse põhilised rentaablusnäitajad vahemikus 2008–2018. Esimene ning kõige olulisem näitaja investorite jaoks on omakapitali puhasrentaablus (ROE–

return on equity). Vaadeldava perioodi lõikes on Merko Ehituse omakapitali puhasrentaablus olnud negatiivne ainult ühel aastal – 2011. Sellel aastal oli ettevõtte ROE -12,7%. Kõikidel teistel aastatel on Merko suutnud saavutada positiivset omakapitali puhasrentaablust. Läbi aastate on Merko keskmine ROE 6,4%.

Varade puhasrentaablus näitab, kuivõrd efektiivselt kasutatakse ettevõtte varasid puhaskasumi teenimiseks. Merko Ehitusel oli ROA negatiivne ainult aastal 2011. Keskmiselt on olnud ettevõtte ROA 6,4%, vahemikus 2008–2018.

Merko ehituse brutokasumi marginaal on samuti olnud igal aastal positiivne, välja arvatud 2011. aastal. Keskmine brutokasumi marginaal Merko Ehitusel on 8,16%. Brutokasumi marginaalist on järgmisel astmel ärikasumi marginaal. Merko on suutnud hoida ajaloolise keskmise ärikasumi marginaali 3,6% juures. Puhaskasum on olnud keskmiselt 2,91% ettevõtte tulust.

Tabel 4. AS Merko Ehituse rentaablusnäitajad aastatel 2008–2018.

| Näitaja | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------------------------|-------|-------|------|--------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| Omakapitali puhasrentaablus (ROE) | 14,6% | 5,2% | 0,8% | -12,7% | 6,4% | 8,4% | 9,3% | 7,6% | 4,7% | 11,7% | 14,2% |
| Varade puhasrentaablus (ROA) | 7,9% | 3,2% | 0,5% | -6,4% | 3,4% | 4,3% | 4,9% | 4,7% | 2,5% | 5,7% | 7,2% |
| Brutokasumi marginaal | 13,1% | 10,9% | 7,5% | -1,6% | 7,2% | 8,6% | 9,8% | 9,2% | 7,5% | 9,7% | 7,9% |
| Ärikasumi marginaal | 7,0% | 4,2% | 1,4% | -5,6% | 3,5% | 4,7% | 5,5% | 5,0% | 3,1% | 6,2% | 4,8% |
| Puhaskasumi marginaal | 6,6% | 3,5% | 0,6% | -6,4% | 3,1% | 3,9% | 4,9% | 3,9% | 2,4% | 5,0% | 4,6% |

Allikas: AS Merko Ehituse majandusaasta aruanded vahemikus 2008–2018, autori arvutused

Tabel 5 kajastab Merko Ehituse võõrkapitali kasutamist iseloomustavaid näitajaid aastatel 2008–2018. Kõige märkimisväärsemaks võib pidada ettevõtte intresside kattekordajat. Keskmiselt on intresside kattekordaja olnud 16,52. See viitab asjaolule, et ettevõttel ei ole ajalooliselt olnud probleeme laenude teenindamisega. Ainult 2011. aastal oli intresside kattekordaja negatiivne, kuna siis oli ettevõtte EBITDA negatiivne. Merkol on ka üsna stabiilne võõrkapitali ja omakapitali suhe. Võlakordaja on püsinud vaadeldavate aastate lõikes keskmiselt 0,17 juures.

Tabel 5. AS Merko Ehitus võõrkapitali kasutamise näitajad aastatel 2008– 2018.

| Näitaja | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Võõrkapitali ja omakapitali suhe | 0,26 | 0,20 | 0,17 | 0,27 | 0,23 | 0,22 | 0,22 | 0,19 | 0,27 | 0,31 | 0,24 |
| Võlakordaja | 0,19 | 0,15 | 0,14 | 0,18 | 0,16 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,19 | 0,21 | 0,16 |
| Intresside kattekordaja | 19,7 | 10,1 | 5,3 | -8,8 | 9,9 | 18,6 | 24,8 | 20,4 | 18,4 | 29,8 | 33,6 |

Allikas: AS Merko Ehituse majandusaasta aruanded vahemikus 2008–2018, autori arvutused

2.3. AS Merko Ehitus aktsia hind

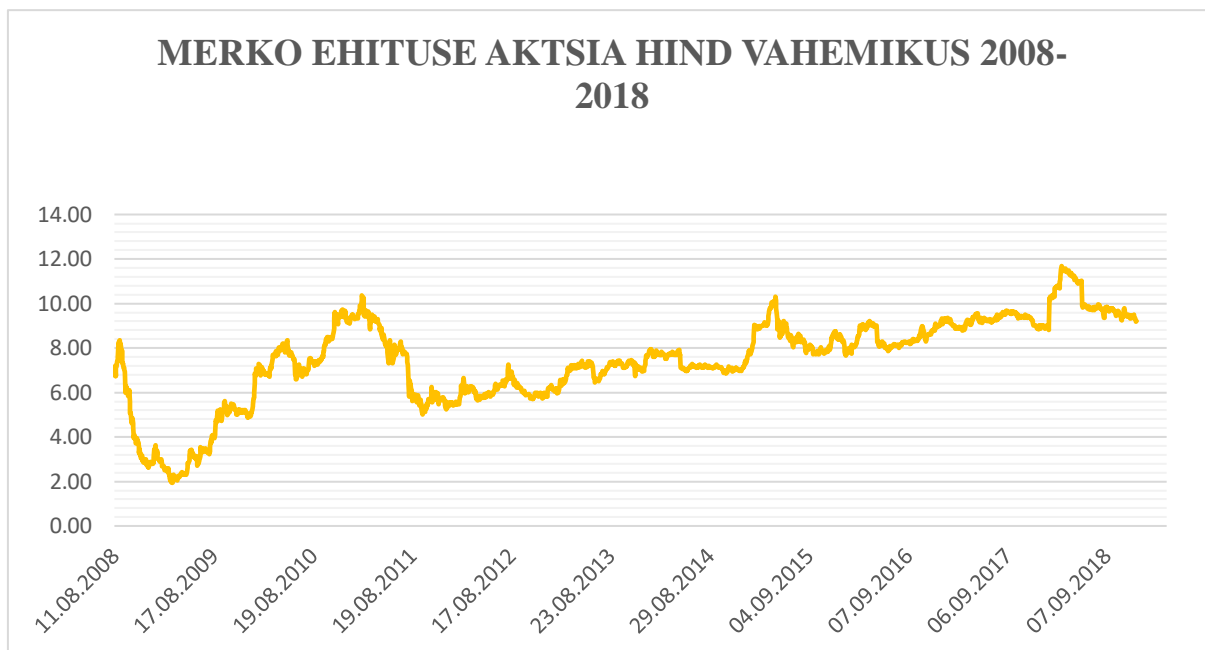
Merko Ehitus noteeris aktsiad NASDAQ OMX Tallinn põhinimekirjas esmakordselt 2008. aastal. Kokku oli noteeritud 17 700 000 aktsiat. Tänapäevani ei ole ettevõtte korraldanud lisaemisiione, seega aktsiate arv on jäänud samaks. Tabelis 6 on toodud välja Merko Ehituse aktisa informatsioon.

Tabel 6. AS Merko Ehitus väärtpaberi informatsioon

| Väärtpaberi informatsioon | |
|----------------------------------|--------------------|
| ISIN | EE3100098328 |
| Väärtpaberi lühinimi | MRK1T |
| Nimekiri/segment | BALTIC MAIN LIST |
| Emitent | Merko Ehitus (MRK) |
| Nominaal | 0 EUR |
| Väärtpaberite arv | 17 700 000 |
| Noteerimise kuupäev | 11.08.2008 |

Allikas: (Nasdaq OMX Baltic, 2019)

Pärast emissiooni kaotas aktsia üle poole oma väärtusest vähem kui nelja kuuga. Selleks, et aktsia hind taastuks, kulus aega ligikaudu 1,5 aastat.



Joonis 5. AS Merko Ehitus aktsiahinna liikumine aastatel 2008–2018

Allikas: (Nasdaq OMX Baltic, 2019)

Tabel 7 kajastab Merko Ehituse aktsiahinna muutust aasta baasil ning aastaseid viimaseid sulgemishindu. Merko aktsia keskmine tootlus läbi aastate on keskmiselt 17,9% aastas. Kõige kõrgemad tootlused saavutas aktsia 2009 ja 2010 aastatel, kui hind muutus aastaga 78,2% ja 86,8% vastavalt. Kehvimaks aastaks aktsionäride jaoks oli 2011. Selle aastaga kaotas aktsia 41,3% oma väärtusest. Lisaks on investorid kogenud negatiivset tootlust 2014. aastal, kui aktsia hind langes 0,3% võrra.

Tabel 7. AS Merko Ehitus aktsia tootlus aastate lõikes

| Aasta | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------|------|-------|-------|--------|------|-------|-------|-------|------|-------|------|
| Aktsia sulgemishind,€ | 2,8 | 4,99 | 9,32 | 5,475 | 5,85 | 7,08 | 7,06 | 8,6 | 9 | 8,88 | 9,15 |
| Muutus, % | | 78,2% | 86,8% | -41,3% | 6,8% | 21,0% | -0,3% | 21,8% | 4,7% | -1,3% | 3,0% |

Allikas: (Nasdaq OMX Baltic, 2019)

Merko Ehituse peamiseks aktsionäriks on AS Riverito, mille omandis on 31.12.18 seisuga 71,99% aktsiatest. Ülejäänud aktsionäridel on 2018 aasta seisuga osalus alla 5%. Merko Ehituse dividendipoliitika järgi on eesmärk maksta 50-70% aastakasumist dividendidena välja. Keskmiselt on dividendide tootlus olnud 5% aastas. 2018. aastal maksti rekord dividend 10,8%. (AS Merko Ehitus, 2018)

3. AS MERKO EHTUS ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. Õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil

3.1.1. Vabade rahavoogude prognoos

Vabade rahavoogude prognoosi koostamisel lähtus autor peamiselt kolmest allikast: Euroopa komisjoni prognoosidest, ettevõtte ajaloolistest tulemustest ning ettevõtte enda seisukohtadest 2018. aasta majandusaruandes.

Lähtudes Euroopa komisjoni prognoosidest kasvab Eesti SKP 2019. aastal 2,7% võrra ning 2020 aastal on oodata kasvu 2,4%. Inflatsiooni prognoosi kohaselt oodatakse samuti kasvu aeglustumist. Oodatav inflatsioon 2019. aastal on 2,8% ning 2020. aastal 2,3%. (European Commission, 2019) Kuna rahavoogude prognoos tehakse lähimaks viieks aastaks, arvestas autor keskmiseks aastaseks SKP kasvuks 2,4% ning inflatsioonimääraks 2,3%. Nii SKP kui ka inflatsiooni näitajaid kasutab ettevõtte müügitulu prognoosimisel.

Kontserni keskmine müügitulu alates 2008. aastast on olnud 5,31% aastas. Kuna sellel ajaperioodil on ettevõtte läbinud tervikliku majandustsükli, otsustas autor, et nii ootamatuid langusi kui ka järske tõuse müügitulus prognoosi tegemisel ei eemaldata. Selline lähenemine annab võimaluse anda realistliku pildi ettevõtte keskmisest müügitulust. Sarnase lähenemisega on arvutatud ka brutokasumi marginaali ning EBITDA marginaali, mis on ajalooliselt olnud keskmiselt 8,16% ning 4,64% vastavalt.

Merko 2018. aasta aruande prognoosi kohaselt on oodata Balti riikides järgmistel aastatel majanduskasvu, kuid tõenäoliselt jääb kasv eelmistele aastatele alla. Aruandes viidatakse, et peamised riskid tulenevad pigem globaalsetest ja regionaalsetest arengutest, mitte riikide sisemistest mõjuritest. Protektsionistlikud ja geopoliitilised vastaseisud võivad olulisel määral mõjutada ettevõtte käekäiku. Balti riikides on viimastel aastatel olnud kõige kiirem ehitusmahu kasv Eestis, mis viitab asjaolule, et ka potentsiaalse korrektsiooni võimalus on Eestis kõige suurem. (AS Merko Ehitus, 2018)

Tabel 8. AS Merko Ehitus rahavoogude prognoosimisel kasutatud marginaalid ning osakaalud

| | |
|-------------------------------------|-------|
| Müügitulu kasv | 5,41% |
| Brutokasumi marginaal | 8,16% |
| EBITDA marginaal | 4,64% |
| Tulumaks | 20% |
| Amortisatsiooni osakaal müügitulust | 0,58% |
| Investeeringute osakaal müügitulust | 0,46% |
| Käibekapitali muutuse osakaal | 1% |

Allikas: Autori arvutused

Võttes arvesse nii Euroopa komisjoni prognoose, ettevõtte ajaloolisi näitajaid kui ka majandusaruandest saadud infot, jõudis autor järeldusele, et Merko ehituse müügitulu kasv püsib järgmise kolme aasta jooksul 5,41% juures ning edaspidi kasv aeglustub. Prognoosi kohaselt jääb ettevõtte keskmine brutokasumi ja EBITDA marginaal samaks.

Tabel 9. AS Merko Ehitus vabade rahavoogude prognoos vahemikus 2019–2023 (miljonites eurodes)

| Näitaja | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Müügitulu | 440,6 | 464,5 | 485,7 | 497,8 | 501,6 |
| Brutokasum | 36 | 37,9 | 39,6 | 40,6 | 40,9 |
| EBITDA | 20,4 | 21,6 | 22,5 | 23,1 | 23,3 |
| Tulumaks | -4,08 | -4,32 | -4,5 | -4,62 | -4,66 |
| Amortisatsioon | 2,4 | 2,7 | 2,9 | 3,1 | 2,8 |
| Investeeringud | 2,03 | 2,14 | 2,23 | 2,29 | 2,31 |
| Käibekapitali muutus | 4,41 | 4,64 | 4,86 | 4,98 | 5,02 |
| Vabad rahavood | 10,34 | 10,93 | 11,45 | 11,76 | 11,78 |

Allikas: Autori arvutused

Tabel 9 kajastab Merko vabade rahavoogude prognoosi aastateks 2019–2023. Autori hinnangul jääb iga-aastane vaba rahavoog ettevõttel 10 ja 12 miljoni vahele. Prognoosi kohaselt ületab müügitulu 2023 aasta lõpuks 500 miljonit eurot, mida ei ole varasemalt ettevõtte ajaloos juhtunud.

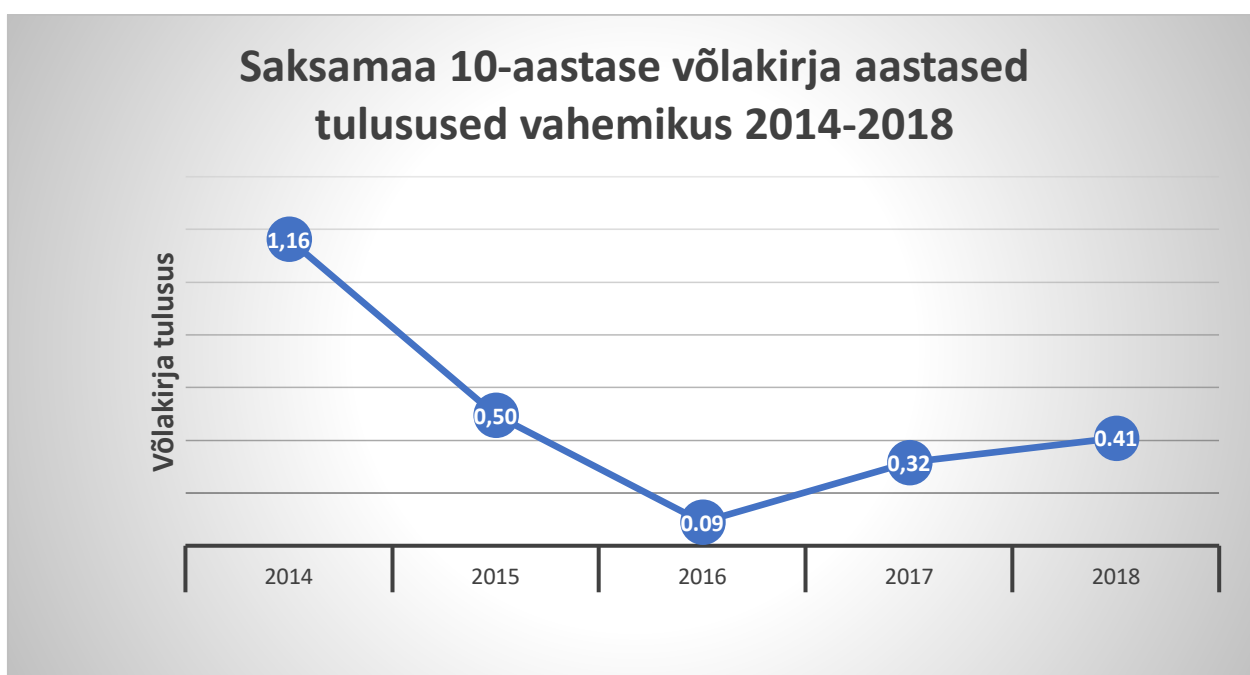
Müügitulu kasvu juures tuleb taas mainida, et autori arvutuste järgi kasvab müügitulu konstantselt järgnevad kolm aastat, pärast seda on oodata müügitulu kasvu langust.

3.1.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna arvutus

Kapitali kaalutud keskmise hinna arvutuses lähtus autor Konkurentsiameti poolt koostatud juhendist, mis oli koostatud 2016. aastal. Esimese sammuna oli vaja välja arvutada ettevõtte võõrkapitali ja omakapitali osakaalusid. Lähtuvalt Merko Ehituse 2018. aasta aruandest on ettevõtte võõrkapitali osakaal 24,47% ning omakapitali osakaal 75,53%. (AS Merko Ehitus, 2018)

Ettevõtte omakapitali hinna arvutamiseks kasutas autor CAPM mudelit. CAPM mudeli kohaselt on vajalik leida riskivaba tulumäär, tururiski preemia ning ettevõtte beetakordaja.

Riskivaba tulumäära arvutamisel võetakse tavaliselt Saksamaa 10- aastase võlakirja viimase viie aasta keskmine tulusus ning lisatakse sellele Eesti riigiriski preemia. (Konkurentsiamet, 2016)



Joonis 6. Saksamaa 10-aastase võlakirja aastased tulusused aastatel 2014–2018

Allikas: (OECD, 2019)

Saksamaa 10-aastase võlakirja keskmine tulusus aasta baasil on viimase viia aasta jooksul 0,5%. Eesti riigi riskipreemia leidmiseks külastas autor Aswath Damodarani kodulehte, kus on viidud kokku tabelina erinevate riikide riskipreemiad. Eesti riigiriski preemia selle kokkuvõtte kohaselt

on 0,98%. (Damodaran A. , 2019) Liites kokku Saksamaa 10–aastase võlakirja keskmise tulususe ja Eesti riigiriski preemia saame riskivabaks tulumääraks 1,48%.

Tururiski preemia leidmiseks kasutas autor samuti Damodarani poolt 2019. aastal uuendatud tabelit. Selle järgi on Eesti aktsiaturu riskipreemia 6,94%. (Damodaran A. , 2019)

Merko Ehituse beetakordaja leidmiseks kasutas autor finantsturgute andmete pakkuja kodulehte nimega Reuters.com. Merko Ehituse beetakordaja on 0,93. (Reuters, 2019) Tehes vajalike arvutusi sai autor Merko Ehituse omakapitali hinnaks 7,93%.

Ettevõtte võõrkapitali hinna leidmiseks tuleb jagada intressikulud lühiajaliste ja pikaajaliste kohustiste summaga. 2018. seisuga on Merko Ehituse lühi- ja pikaajaliste kohustiste summa 44,17 miljonit eurot ning intressikulu 652 tuhat eurot. Sellest lähtuvalt kujuneb ettevõtte võõrkapitali hinnaks 1,48%. (AS Merko Ehitus, 2018)

Tabel 10. AS Merko Ehitus kapitali kaalutud keskmise hinna mõõdikud

| | |
|-----------------------------|--------|
| Saksamaa võlakirja tulumäär | 0,50% |
| Eesti riigiriski preemia | 0,98% |
| Riskivaba tulumäär | 1,48% |
| Tururiski preemia | 6,94% |
| Beetakordaja | 0,93 |
| Omakapitali hind | 7,93% |
| Võõrkapitali hind | 1,48% |
| Omakapitali osakaal | 75,53% |
| Võõrkapitali osakaal | 24,47% |
| WACC | 6,35% |

Allikas: Autori arvutused

Tabelis 10 on välja toodud kõik vajalikud näitajad Merko Ehituse kapitali kaalutud keskmise hinna arvutamiseks. Arvutuste kohaselt on Merko kapitali kaalutud keskmine hind 6.35%.

3.1.3. AS Merko Ehitus terminaalkäituse leidmine ning ettevõtte väärtuse hindamine

Terminaalkäituse leidmiseks tugines autor käesoleva töö valemile number 6. Terminaalkäituse arvutamiseks jagatakse vaadeldava perioodi viimane prognoositud rahavoog kapitali kaalutud keskmise hinna ning jätkukasvu määraga. Prognoosi järgi on Merko Ehituse 2023. aasta vaba

rahavoog 11,78 miljonit eurot ning kapitali kaalutud keskmine hind 6,35%. Jätkukasvumääraks prognoosis autor 2%, konservatiivse tulemuse saamiseks. Arvutuste kohaselt kujuneb Merko Ehituse terminaalkväärtuseks 270,56 miljonit eurot. Ettevõtte väärtuse leidmiseks tuleb diskonteerida prognoositud rahavood ja terminaalkväärtus nüüdisväärtusesse. Diskontomääraks kasutatakse kapitali kaalutud keskmist hinda.

Tabel 11. AS Merko Ehitus diskonteeritud ja diskonteerimata rahavood ja terminaalkväärtused miljonites eurodes vahemikus 2019–2023

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Terminaalkväärtus |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| Diskonteerimata rahavood | 10,34 | 10,93 | 11,45 | 11,76 | 11,78 | 270,56 |
| Diskonteeritud rahavood | 9,72 | 9,66 | 9,52 | 9,19 | 8,66 | 198,82 |

Allikas: Autori arvutused

Ettevõtte väärtuse leidmiseks tuleb liita diskonteeritud rahavood diskonteeritud terminaalkväärtusega. Lisaks on vaja lahutada ettevõtte netolaen. 2018. majandusaasta aruande järgi on Merko Ehituse netolaen 4,19 miljonit eurot. Arvutuste järgi kujuneb Merko Ehituse õiglaseks väärtuseks 241,38 miljonit eurot. Aktsia hinna leidmiseks jagatakse ettevõtte väärtus tema aktsiate arvuga. Tänapäeva seisuga on Merkol 17,7 miljonit aktsiat. Sellest tulenevalt on ühe aktsia õiglase väärtus 13,64 eurot.

Seisuga 24.04.2019 on AS Merko Ehitus aktsia hind NASDAQ OMX Tallinna börsil 10,2 eurot. (Nasdaq OMX Baltic, 2019) Kokkuvõtvalt võib öelda, et rakendades diskonteeritud rahavoogude meetodit on Merko Ehituse aktsia alahinnatud 33,72%.

3.1.4. AS Merko Ehitus sensitiivsusanalüüs

Ettevõtte sensitiivsusanalüüs viiakse läbi eesmärgiga, et oleks võimalik määrata, kuivõrd tundlik on aktsia hind teatud sisendite väärtuste muutustele. Käesolevas töös analüüsitakse aktsia hinna sensitiivsust kapitali kaalutud keskmise hinna, ettevõtte kasvumäära ning EBITDA marginaali muutustele.

Tabel 12 kajastab Merko Ehituse aktsiahinna sõltuvust kapitali kaalutud keskmisest hinnast ning kasvumäärast. Aktsiahinna sensitiivsus on proportsionaalne terminaalkväärtusele. Kõrgem

terminaalväärtus tagab tundlikumat aktsiahinda sisendite muutustele. Tabeli keskseks väärtuseks on aktsia hind 13,64 eurot. See on autori poolt välja arvatud ettevõtte õiglane aktsia väärtus. Sisendite muutumise sammuks on võetud 0,5% nii kapitali hinna kui ka kasvumäära puhul.

Kõige madalam väärtus aktsial on juhul, kui kapitali kaalutud keskmine hind on 7,35% ning kasvumäär 1%. Sellisel juhul kujuneb aktsia hinnaks 9,69 eurot. Maksimaalne aktsia hind käesoleva arvutuse järgi on 24,31 eurot. Selline hind kehtib eeldusel, et kapitali kaalutud keskmine hind on 5,35% ning kasvumäär 3%.

Tabel 12. AS Merko Ehitus aktsiahinna sõltuvus kapitali kaalutud keskmisest hinnast ning kasvumäärast

| WACC | Kasvumäär | | | | |
|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% |
| 5,35% | 14,27 | 15,8 | 17,79 | 20,48 | 24,31 |
| 5,85% | 12,77 | 13,96 | 15,45 | 17,40 | 20,02 |
| 6,35% | 11,55 | 12,49 | 13,64 | 15,11 | 17,01 |
| 6,85% | 10,54 | 11,30 | 12,22 | 13,36 | 14,78 |
| 7,35% | 9,69 | 10,32 | 11,06 | 11,96 | 13,07 |

Allikas: Autori arvutused

Tabel 13 kajastab Merko Ehituse aktsiahinna sõltuvust kapitali kaalutud keskmisest hinnast ning EBITDA-st. Sisendite sammude põhimõte on sama nagu eelmises tabelis, 0,5%. Madalaim aktsia väärtus on 7,23 eurot, kui WACC on 7,35% ning EBITDA marginaal 3,64%. Aktsia kõrgeim väärtus on 23,90 eurot, kui kapitali kaalutud keskmine hind on 5,35% ning EBITDA marginaal 5,64%. Üldiselt võib öelda, et aktsia hind on üsna tundlik eelmainitud sisendite vastu.

Tabel 13. AS Merko Ehitus aktsiahinna sõltuvus WACC´ist ning EBITDA´st
Allikas: Autori arvutused

| WACC | EBITDA marginaal | | | | |
|-------|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 3,64% | 4,14% | 4,64% | 5,14% | 5,64% |
| 5,35% | 11,68 | 14,74 | 17,79 | 20,85 | 23,90 |
| 5,85% | 10,14 | 12,80 | 15,45 | 18,11 | 20,77 |
| 6,35% | 8,95 | 11,30 | 13,64 | 16,01 | 18,36 |
| 6,85% | 8,00 | 10,11 | 12,22 | 14,34 | 16,45 |
| 7,35% | 7,23 | 9,15 | 11,06 | 12,98 | 14,89 |

Võrreldes aktsia sõltuvust WACC´ist, sisemisest kasvumäärast ning EBITDA´st, siis võib väita, et aktsia on tundlikum EBITDA marginaali ja WACC kombinatsiooni puhul. Madalam EBITDA marginaal oluliselt vähendab aktsia hinda. Samas, WACCi, sisemise kasvumäära ja EBITDA maksimaalväärtuste juures on aktsia hind üsna sarnasel tasemel.

3.2. Õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil

Võrreldavate suhtarvude meetodi põhimõte seisneb selles, et valitakse välja hulk ettevõtteid, mis tegelevad sarnases tööstusharus ning kõrvutatakse nende ettevõtete suhtarve. Olulist rolli mängib ettevõtete valik, kuna suhtarvude meetod ei ole absoluutne. Mõni ettevõtte võib tunda suhtarvude järgi allahinnatud, kuid kui vaadata ettevõtte enda sisse, võib näha kardinaalselt teist pilti. Kuigi võrreldavate suhtarvude meetod on tõenäoliselt kõige populaarsem hindamisviis, tasub kindlasti tutvuda ettevõtte majandusaruannetega enne aktsia ostu sooritamist.

Käesolevas töös võrreldakse omavahel ehitusega tegelevaid ettevõtteid. Kuna börsiettevõtetest Eestis on Merkol ainult üks konkurent – Nordecon AS, otsustas autor koostada nimekirja Euroopa ettevõtetest. Kokku on võrreldud Merkot kümne ettevõttega, mis on kõik erinevatest riikidest. Nendeks riikideks on: Eesti, Hispaania, Rootsi, Poola, Saksamaa, Soome, Austria, Inglismaa, Belgia ning Holland.

Ettevõtteid uuritakse järgmiste suhtarvude järgi: P/E (*price to equity*), P/S (*price to sales*), P/B (*price to book*) ning EV/EBITDA (*enterprise value/ earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*). Tabel 14 kajastab saaduid tulemusi.

Esimene ning kõige populaarsem suhtarv on P/E. Vaadeldavatest ettevõtetest on kõige kõrgem P/E suhe Soome ettevõttel Yit Oyj– 28,72 ning kõige madalam P/E on Hispaania ettevõttel Sacyr SA– 8,07. Ettevõtete keskmiseks P/E'ks on 13,95 ning Merko P/E on 9,33. P/E suhtarvu järgi võib öelda, et Merko Ehitus AS on alahinnatud.

Järgmisena analüüsiti P/S suhtarvu. Parim P/S osutus samaks korraga kolmel ettevõttel (Nordecon, PORR, Heijmans), jäädes 0,14 taseme juurde. Kõige kõrgem P/S on Belgia ettevõttel Compagnie d'Entreprises CFE SA– 0,61. Keskmiseks P/S suhteks saadi 0,32 ning Merko Ehituse P/S on 0,43. Lähtudes P/S suhtarvust on Merko aktsia ülehinnatud.

Kolmandaks vaadeldavaks suhtarvuks on P/B, mis näitab ettevõtte raamatupidamisliku väärtust ühe aktsia kohta. Kõrgeim P/B ettevõtete loetelust on Poola ettevõttel Budimex SA– 5,12. Kõige madalama P/B'ga ettevõtte on Soome Yit Oyj– 0,64. Ettevõtete keskmine P/B on 2,14 ning Merko P/B on 1,37. Sellest võib järeldada, et P/B järgi on Merko alahinnatud.

Viimane vaadeldav suhtarv on EV/EBITDA. Mida madalam on EV/EBITDA, seda atraktiivsemaks võib pidada ettevõtet. EV/EBITDA on kõige madalam Hollandi ettevõttel Heijmans NV, mille näitaja on kõigest 3,5. Kõrgeima EV/EBITDAga on Inglismaa ettevõtte Balfour Beatty PLC– 15,33. Keskmine EV/EBITDA võrreldavatel ettevõtetel on 9,03. Merko Ehituse näitaja on 7,13, mis viitab sellele, et Merko on EV/EBITDA järgi alahinnatud.

Tabel 14. AS Merko Ehitus ja võrreldavate ettevõtete suhtarvud

| Ettevõtte nimi | P/E | P/S | P/B | EV/EBITDA |
|---|--------------|-------------|-------------|------------------|
| Nordecon AS | 9,60 | 0,14 | 0,93 | 13,64 |
| Sacyr SA | 8,07 | 0,32 | 1,07 | 10,13 |
| Skanska AB | 15,92 | 0,43 | 2,46 | 11,86 |
| Budimex SA | 12,56 | 0,52 | 5,12 | 7,47 |
| HOCHTIEF AG | 17,25 | 0,39 | 4,90 | 6,31 |
| Yit Oyj | 28,72 | 0,31 | 0,64 | 11,86 |
| PORR AG | 10,78 | 0,14 | 1,14 | 4,58 |
| Balfour Beatty PLC | 13,19 | 0,23 | 2,43 | 15,33 |
| Compagnie d'Entreprises CFE SA | 12,90 | 0,61 | 1,28 | 5,63 |
| Heijmans NV | 10,53 | 0,14 | 1,45 | 3,50 |
| Võrreldavate ettevõtete keskmine | 13,95 | 0,32 | 2,14 | 9,03 |
| Merko Ehitus AS | 9,33 | 0,43 | 1,37 | 7,13 |

Allikas: (Infront Analytics, 2019), autori arvutused

Et saadud tulemusi oleks võimalik inerpriteerida aktsia hinnas, koostas autor tabeli number 15. Merko Ehituse aktsia turuhind seisuga 24.04.2019 on 10,2 eurot.

Tabel 15. AS Merko Ehitus aktsia väärtus tuginedes suhtarvudele

| Suhtarv | Keskmine | Merko Ehitus AS | Vahe | Õiglane väärtus |
|------------------------|----------|-----------------|------|-----------------|
| P/E | 13,95 | 9,33 | -33% | 13,58 |
| P/S | 0,32 | 0,43 | 33% | 6,82 |
| P/B | 2,14 | 1,37 | -36% | 13,88 |
| EV/EBITDA | 9,03 | 7,13 | -21% | 12,35 |
| Aktsia õiglane väärtus | | | -14% | 11,66 |

Allikas: (Infront Analytics, 2019), autori arvutused

Neljast suhtarvust kolmel on Merko Ehituse aktsia alahinnatud. Kõige kõrgema väärtuse andis P/B suhtarv, mille järgi on aktsia õiglane väärtus 13,88. Siinkohal on oluline mainida, et loetelus esines 2 ettevõtet, mille P/B suhtarvud olid 4,90 ning 5,12. See on oluliselt mõjutanud keskmist tulemust. Kui need ettevõtted oleksid tabelist välja jäetud, kujuneks aktsia õiglaseks väärtuseks 10,59 eurot. Kuna nende ettevõtete teised suhtarvud on normide piires, otsustas autor, et ettevõtted jäävad loetellu.

Kõige madalamaks aktsia õiglaseks väärtuseks on 6,82 eurot, mis on võetud P/S suhtarvu järgi. Arvutades kõigi nelja suhtarvu keskmise järgi õiglast aktsia hinda, kujunes Merko Ehituse õiglaseks aktsia hinnaks 11,66 eurot. See on 14,31% kõrgem, kui Merko aktsia hind 24.04.2018.

Järelduseks võib öelda, et võrreldavate suhtarvude meetodi järgi on AS Merko Ehituse aktsia alahinnatud.

3.3. Hinnang saadud tulemustele

AS Merko Ehituse õiglaseks väärtuse hindamiseks kasutati diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodit. DCF meetodi rakendamiseks viidi läbi esmalt ettevõtte finantsanalüüs vahemikus 2008–2018. Fintantsanalüüsi käigus hinnati ettevõtte müügitulu, äri- ja puhaskasumi näitajaid, likviidsus- ja maksevõime suhtarve, efektiivsuse suhtarve, rentaablusnäitajaid ning võõrkapitali kasutamist iseloomustavaid näitajaid. Kõik eelmainitud näitajad olid aluseks ettevõtte vabade rahavoogude prognoosiks, kapitali kaalutud keskmise hinna arvutamiseks ning terminaalväärtuse leidmiseks. Lisaks tehti ettevõttele sensitiivsusanalüüs, et leida aktsiahinna sõltuvust kapitali kaalutud keskmise hinna, pikaajalise kasvumäära ning EBITDA marginaali muutustest.

Võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamisel valiti välja 10 Euroopa ettevõtet ning kõrvutati nende peamisi suhtarve. Võrreldavateks suhtarvudeks kasutati P/E, P/S, P/B ning EV/EBITDA suhteid.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul leiti, et ettevõtte õiglaseks väärtuseks on 241,38 miljonit eurot, mis teeb aktsia õiglaseks väärtuseks 13,64 eurot. Seisuga 24.04.19 on Merko ehituse aktsia hind turul 10,2 eurot, mis on 33,72% madalam aktsia õiglasest väärtusest, arvestades DCF meetodit. Sellest tulenevalt on alust arvata, et Merko Ehituse aktsia on alahinnatud.

Suhtarvude meetodi rakendamisel tuli välja, et Merko aktsia on neljast suhtarvust kolmel juhul alahinnatud ning ühel juhul ülehinnatud. P/E suhtarvu järgi on kontserni aktsia õiglase väärtus 13,58 eurot. P/S suhe viitas ettevõtte aktsia ülehinnatusele, mille tulemusel kujunes aktsia õiglaseks väärtuseks 6,82 eurot. P/B suhtarvu järgi on Merko aktsia õiglase hind 13,88 eurot. EV/EBITDA suhtarv näitas, et kontserni aktsia on samuti alahinnatud ning selle õiglase väärtus on 12,35 eurot. Võttes kokku kõik neli suhtarvu, kujuneb Merko Ehituse aktsia õiglaseks hinnaks 11,66 eurot, mis on turuhinnast 14,31% kõrgem ehk aktsia on alahinnatud.

Diskonteeritud rahavoogude ning võrreldavate suhtarvude meetodite tulemused ei ühtinud, kuid erinevust olulisel määral ei esinenud. Mõlema meetodi puhul jõuti järeldusele, et aktsia on alahinnatud. Kahe meetodi keskmiseks tulemuseks kujunes aktsia õiglaseks väärtuseks 12.65 eurot. Võrreldes turuhinnaga, on aktsia õiglane väärtus 24,02% kõrgem.

Sensitiivsusanalüüsi tulemuste põhjal võib Merko aktsia varieeruda vahemikus 9,69–24,31 eurot sõltuvalt kapitali kaalutud keskmise hinna ja sisemise kasvumäära muutumisest. WACC'i ja EBITDA marginaali muutustest sõltuvalt varieerub Merko aktsia vahemikus 7,23–23,90 eurot. Sellest tulenevalt võib järeldada, et Merko Ehituse aktsia on tundlikum EBITDA marginaali muutustele kui sisemisele kasvumäärale.

Kuigi mõlema hindamismeetodi puhul on aktsia hind alahinnatud, tasub meeles pidada, et nii DCF kui ka võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamisel on üsna suur osakaal subjektiivsusel. DCF meetodil prognoositakse ettevõtte tuleviku rahavooge ning väiksemad muudatused sisendites võivad oluliselt mõjutada prognoositavaid tulemusi. Võrreldavate suhtarvude meetodi oluliseks eelduseks on vaadeldavate ettevõtete valik. Tulemused on üsna manipuleeritavad valitud ettevõtete arvust, nende asukohast geograafiliselt ning nende suuruselt. Samuti ei taga suhtarvud objektiivset ülevaadet ettevõttest, kuna ettevõtte sees võib esineda omakorda nii positiivseid kui ka negatiivseid tegureid.

Autori seisukohal võib Merko aktsiat pidada atraktiivseks ostuks teatud eeldustel. Esiteks on oluline jälgida ettevõtte tulevaseid projekte ning väljavaateid tulevikku. Majandusaasta aruannetest selgus, et tihtipeale saab ettevõtte suuremad tulud viivitusega. Nii võis 2016. aastal sõlmitud leping tuua ettevõttele reaalselt kasumit allest 2017. aasta lõpuks. Teiseks ning autori hinnangul kõige olulisemaks eelduseks on globaalne majandustsükkel. Arvestades tänapäeva seisust, kus oleme majandustsükli tippfaasis on üsna keeruline prognoosida lähiaastaid aktsiaturgudel ning ehituses üldiselt. Sellest tulenevalt on vajalik olla pidevalt kursis nii ettevõtte sisemiste muutustega kui ka maailmamajanduse uudistega ning trendidega.

KOKKUVÕTE

Käesolevas bakalaureusetöös uuriti börsiettevõtte Merko Ehitus AS õiglast väärtust. Tulemusrikkaks analüüsiks jaotati töö kolme osa vahel. Esimeses osas käsitleti ettevõtete hindamise teoreetilisi aluseid, teises osas tehti tutvustus Merko Ehitus AS'i kohta ning viidi läbi ettevõtte finantsanalüüs, kolmandas osas rakendati saaduid teadmisi praktikas ning arvatati ettevõtte õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude ning võrreldavate suhtarvude meetodil.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul tehti prognoos ettevõtte finantsnäitajatele järgmiseks viieks aastaks. Prognoosi tegemisel arvestati Eesti SKP, inflatsiooni ning globaalse majanduskasvuga, mis oli ennustatud Euroopa komisjoni poolt. Oluline on märkida, et käesolev meetod on suhteliselt subjektiivne ning sõltub olulisel määral autori poolt tehtud prognoosidest. Esmapilgul tühine muutus sisendites võib moonutada suuresti analüüsi lõpptulemust.

Võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamisel valiti välja 10 Euroopas ehitusega tegelevat ettevõtet eririikidest. Nendeks riikideks on: Eesti, Hispaania, Rootsi, Poola, Saksamaa, Soome, Austria, Inglismaa, Belgia ning Holland. Analüüsi käigus võrreldi omavahel nelja suhtarvu: P/E (price to equity), P/S (price to sales), P/B (price to book) ning EV/EBITDA (enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation and amortization). Sama moodi nagu DCF meetodi puhul, võib pidada võrreldavate suhtarvude meetodit subjektiivseks. See tuleneb asjaolust, et isik, kes viib läbi analüüsi, valib ise välja ettevõtteid, millega võrreldakse analüüsivat ettevõtet. Liiga kaootilise valiku puhul võib saada ebareaalset tulemust. Võrreldavate suhtarvude üheks miinuseks on ka asjaolu, et ei vaadelda niioelda ettevõtete sisse. Nii võib esmapilgul atraktiivse ettevõtte sisekliima olla täielikus vastandis tema suhtarvude näitajatele.

Töö käigus püstitati neli põhilist uurimisküsimust:

- 1) Mis on AS Merko Ehituse õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 2) Mis on AS Merko Ehituse õiglane väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- 3) Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused?
- 4) Kui palju erinevad kahe meetodi tulemused AS Merko Ehituse turuhinnast?

Rakendades diskonteeritud rahavoogude meetodit saadi tulemuseks, et Merko Ehitus AS õiglane väärtus on 241,38 miljonit eurot. Jagades ettevõtte väärtust aktsiate arvuga saadi aktsia õiglaseks hinnaks 13,64 eurot. Võrreldes aktsia õiglast hinda tema turuhinnaga, mis oli 24.04.19 seisuga 10,2 eurot, saadi tulemuseks, et Merko aktsia turuhind on 33,72% madalam tema õiglasest hinnast. Tulemus viitab asjaolule, et Merko aktsia on alahinnatud, DCF meetodit rakendades.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul on Merko aktsia õiglane väärtus P/E järgi 13,58 eurot, P/S järgi 6,82 eurot, P/B järgi 13,88 eurot ning EV/EBITDA järgi 12,35 eurot. Võttes kokku kõik neli suhtarvu, saadi Merko Ehituse aktsia õiglaseks hinnaks 11,66 eurot, mis on 14,31% kõrgem kui aktsia turuhind. Seega saab öelda, et Merko aktsia on suhtarvude meetodit rakendades alahinnatud. Kui võrreldi Merko aktsia õiglast väärtust diskonteeritud rahavoogude ning võrreldavate suhtarvude meetodite tulemustega, siis saadi resultaadiks, et Merko aktsia on rohkem väärt diskonteeritud rahavoogude meetodit rakendades. DCF meetodi puhul saadi 16,98% kõrgem aktsia hind, kui võrreldavate suhtarvude meetodit kasutades. Mõlema meetodi keskmise tulemusena kujunes aktsia õiglaseks väärtuseks 12,65 eurot, mis on 24,02% kõrgem aktsia turuhinnast.

SUMMARY

VALUATION OF AS MERKO EHITUS

Aleksei Akulistõi

Fair value of Meko Ehitus AS was calculated in this bachelor paper. The work was divided into three parts. In the first part, the theoretical bases of corporate valuation were discussed, the second part handled introduction of Merko Ehitus AS and the company's financial analysis was carried out; in the third part, the knowledge gained was applied in practice and the fair value of the company was calculated using discounted cash flow and comparable ratios.

For the discounted cash flow method, the company's financial performance was estimated for the next five years. Estimates of Estonia's GDP, inflation and global economic growth predicted by the European Commission were taken into account. It is important to note that this method is relatively subjective and depends to a large extent on the author's predictions. At first glance, the insignificant change in inputs can greatly distort the final outcome of the analysis.

When implementing the comparable ratios method, 10 construction companies from specific countries were selected from Europe. These countries are: Estonia, Spain, Sweden, Poland, Germany, Finland, Austria, England, Belgium and the Netherlands. The analysis compared four ratios: P/E (price to equity), P/S (price to sales), P/B (price to book) and EV/EBITDA (corporate value / earnings before interest, taxes, depreciation and amortization). As with the DCF method, the comparable ratios method can be considered subjective. This is due to the fact that the person who carries out the analysis selects the companies that compare the company to be analyzed. In an overly chaotic choice, an unrealistic result can be obtained.

Applying the discounted cash flow method, the result was that the fair value of Merko Ehitus AS is 241,38 million EUR. Sharing the value of the company with the number of shares resulted in a fair price of 13.64 EUR. Compared to the fair price of the share at its market price, which was 10.2

euros as of 24 April 2019, the result was that the market price of the Merko share is 33,72% lower than its fair price. The result suggests that Merko's share is undervalued by applying the DCF method.

In the comparable ratios method, the fair value of the Merko share is P/E at 13.58 EUR, P/S at 6.82 EUR, P/B at 13.88 EUR and EV/EBITDA at 12.35 EUR. Taking all four ratios together, the fair value of the Merko Ehitus share is 11.66 euros, which is 14.31% higher than the market price of the share. Thus, it can be said that Merko's share is undervalued by applying the comparable ratios method.

When the fair value of the Merko share was compared with the results of discounted cash flows and comparable ratios methods, the result was that Merko's share is worth more using the discounted cash flow method. The DCF method gave 16,98% higher share price than the comparable ratios method. As a result of both methods, the fair value of the share was 12.65 euros, which is 24,02% higher than the market price of the share.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Accaglobal. (2019). *CAPM: theory, advantages, and disadvantages*. Retrieved from <https://www.accaglobal.com/my/en/student/exam-support-resources/fundamentals-exams-study-resources/f9/technical-articles/CAPM-theory.html>
- Akhilesh, G. (2019, April 1). *Terminal Value*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp>
- AS LHV Pank. (2017). *LHV finantsportaal*. Retrieved from www.lhv.ee: <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/347#mark01>
- AS Merko Ehitus. (2011). *AS Merko Ehitus (2011) konsolideeritud majandusaasta aruanne*. Merko Ehitus.
- AS Merko Ehitus. (2017). *AS Merko Ehitus (2017) konsolideeritud majandusaasta aruanne*. Merko Ehitus.
- AS Merko Ehitus. (2018). *AS Merko Ehitus (2018) konsolideeritud majandusaasta aruanne*. Merko Ehitus.
- Chen, J. (2019, April 20). *Earnings Per Share – EPS Definition*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/e/eps.asp>
- Damodaran, A. (2001). *Corporate finance: Theory and Practice*. New York: Wiley.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: second edition*. John Wiley and Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2019, January). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Retrieved from http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- European Commission. (2019). *Economic forecast for Estonia*. Retrieved from [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country/estonia/economic-forecast-estonia_en): https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country/estonia/economic-forecast-estonia_en
- Fama, E. F. (2016, June 30). Are markets efficient? (R. H. Thaler, Interviewer)
- Fernandes, P. (2017). *Company valuation methods*. Madrid: IESE Business School, University of Navarra.
- Fernandez, P. (2017). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* Madrid: IESE Business School.
- Folger, J. (n.d.). *DCF Analysis: Coming Up with a Fair Value*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/university/DCF/DCF4.asp>

- Frykman, D., & Tolleryd, J. (2003). *Corporate valuation: an easy guide to measuring value*. London: Financial Times/Prentice Hall.
- Hargrave, M. (2019, April 13). *Price-to-Sales Ratio (P/S Ratio)*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-salesratio.asp>
- Hayes, A. (2019, April 20). *Price-to-Book Ratio (P/B Ratio)*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp>
- Hayes, A. (2019, April 20). *Price-to-Earnings Ratio (P/E Ratio) Definition*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>
- Infront Analytics. (2019). *Merko Ehitus AS*. Retrieved from <https://www.infrontanalytics.com/>
- Kenton, W. (2019, April 2). *Beta Definiton*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>
- Kenton, W. (2019, April 2). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Retrieved from [www.investopedia.com: https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp](https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp)
- Kenton, W. (2019, April 21). *Price/Earnings-to-Growth – PEG Ratio Definition*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/pegratio.asp>
- Kenton, W., & Murphy, C. B. (2019, February 26). *Enterprise Value – EV Definition*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevalue.asp>
- Kert, E. (2007). *Investeermise teejuht. Väärtpaperite fundamentaale analüüs*. Tallinn: Äripäev.
- Koller, T., Goerdhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Konkurentsiamet. (2016). *Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Tallinn: Konkurentsiamet.
- Maverick, J. (2019, February 2). *What is considered a healthy EV/EBITDA?* Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/072715/what-considered-healthy-evebitda.asp>
- Michelle, R. C., Martin, S. F., & George, H. T. (2012). *Corporate finance: a practical approach*. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Nasdaq. (n.d.). *Ettevõttest*. Retrieved from <https://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100098328&list=2&pg=details&tab=company>
- Nasdaq OMX Baltic. (2019). Retrieved from <https://www.nasdaqbaltic.com/terms/ettevotest/>
- OECD. (2019). *Long-term interest rates*. Retrieved from OECD: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

Pinto, E. J., Henry, E., Robinson, R. T., & Stowe, D. J. (2007). *Equity Asset Valuation*. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.

Rahandus. (2019). *Efektiivsuse suhtarvud*. Retrieved from Rahandus: <https://www.rahandus.ee/et/efektiivsuse-suhtarvud>

Reuters. (2019). *Merko Ehitus AS*. Retrieved from Reuters: <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/MRK1T.TL>

Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine*. Äripäev.