

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Ärikorralduse instituut

Kristen Kuusik

# **BÖRSIETTEVÕTETE ÕIGLASE HINNA ANALÜÜS**

Lõputöö

Õppekava MAJANDUSARVESTUS JA ETTEVÕTLUSE JUHTIMINE, peeriala  
ettevõttemajandus

Juhendaja: Ester Vahtre

Tallinn 2020

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 6283 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Kristen Kuusik .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 105771BDMR

Üliõpilase e-posti aadress: kristen.kuusik@gmail.com

Juhendaja: Ester Vahtre:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

## SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE .....	4
SISSEJUHATUS .....	5
1. AKTSIATE ÜLEVÕTMINE ÕIGLASE RAHALISE HÜVITISE EEST .....	7
1.1. Ülevõtmispakkumine ja seda reguleerivad õigusaktid .....	7
1.2. Ettevõtte väärtuse hindamine.....	10
1.3. Enim kasutatud õiglase hinna määramise meetodid Eestis asetleidnud ülevõtmiste puhul .....	13
1.4. Diskonteeritud rahavoogude meetod .....	14
1.5. Rahavoogude prognoosimine .....	15
1.6. Omakapitali hind .....	16
1.7. Kapitali kaalutud keskmine hind .....	18
2. ÜLEVÕTMISED EESTIS.....	19
2.1. Olympic Entertainment Group AS .....	19
2.2. Eesti Telekom AS .....	23
2.2. Saku Õlletehase AS .....	26
2.3. Järeldused .....	29
KOKKUVÕTE .....	31
SUMMARY .....	33
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....	35
LISAD .....	38
Lisa 1. Lihtlitsents .....	38

## LÜHIKOKKUVÕTE

Lõputöö eesmärk oli välja selgitada, kui palju erineb Eestis enimlevinud meetoditel põhinev õiglane hind diskonteeritud rahavoogude meetodil põhinevast hinnast ning seeläbi anda soovitusi väikeaktsionäridele tulevikus asetleidvate ülevõtmispakkumiste korral. Eesmärkide saavutamiseks tehti teaduskirjanduse abil kvalitatiivne uurimus ülevõtmise reguleerivate õigusaktide kohta ning erinevate ettevõtte väärtuse hindamise meetodite kohta. Lisaks viidi läbi empiiriline uurimus kolme Eestis aset leidnud ülevõtmispakkumise põhjal. Empiiriline uurimus tugineb avalikult kättesaadavatel ettevõtete majandusaasta aruannetel ning nende põhjal tehtavatest autori poolsetest arvutustest. Lisaks esitas töö autor järgmised uurimisküsimused:

1. Milliseid meetodeid kasutati uuritavate ettevõtete ülevõtmispakkumise hinna määramisel?
2. Milline on uuritavate ettevõtete hind diskonteeritud rahavoogude meetodil ülevõtmispakkumisele eelnenud majandusaasta aruandes esitatud finantsandmete põhjal?
3. Kui palju erineb diskonteeritud rahavoogude meetodil arvatud hind ülevõtmise käigus määratud õiglasest hinnast?

Autori hinnangul sai lõputöö eesmärk täidetud, ning sellele tuginedes saab anda börsil kauplevatele investoritele soovitusi, kuidas käituda tulevikus aset leidvate ülevõtmispakkumiste korral. Autor leiab, et valitseva mõju omandanud ülevõtja teeb vabatahtliku ülevõtmispakkumise lähtudes turuhinnast ning üle 90%-lise osaluse saavutamisel tugineb sundülevõtmisel õiglase hinna määramisel ülevõtmispakkumise hinna õigluse meetodile. Autor soovitab vähemusaktsionäridel võrrelda ülevõtmispakkumise hinda või õiglast hüvitist diskonteeritud rahavoogude meetodil. Kui diskonteeritud rahavoogude meetodil arvatud hind on kõrgem, tuleks pakkumisest keelduda ja sundülevõtmise korral nõuda kohtu kaudu täiendavat hüvitist.

Võtmesõnad: ülevõtmispakkumine, õiglane hind, diskonteeritud rahavoogude meetod, ülevõtmispakkumise hinnaõigluse meetod

## SISSEJUHATUS

Kui 2018. aastal tehti Nasdaq OMX Baltic börsil noteeritud Olympic Entertainment Group AS aktsionäridele ülevõtmispakkumine Odyssey Europe AS poolt, siis lõppes börsil kümne-aastane vaikne periood, mille vältel ei toimunud ühtegi ülevõtmist. Eelmine ülevõtmine jäi aastasse 2008, kui Eesti Telekom AS võeti sundülevõtmisega üle Telia Sonera AB poolt.

Eesti Telekom AS ülevõtmisega Telia Sonera AB poolt kaasnes pikk kohtuvaidlus, kuna väikeaktsionärid leidsid, et ülevõtmishind oli liiga madal ega peegeldanud ülevõetava ettevõtte tegelikku väärtust. Pärast aastaid kestnud kohtuvaidlusi määras kohus lõpuks väikeaktsionäridele täiendava hüvitise.

Ka Olympic Entertainment Group AS ülevõtmispakkumisega kaasnesid vaidluseid selle üle, kas hind on piisav ja ettevõtte tegelikku väärtust peegeldav või mitte. Kuna ülevõtja tahab alati maksta võimalikult madalat hinda ning investorid tahavad alati saada maksimaalset tootlust oma investeeringule, siis mõlemaid osapooli rahuldavat hinda on väga keeruline määrata. Kuna vähemusaktsionäridel sundülevõtmise korral ei ole otsustusõigust ega võimalust hinna suhtes kaasa rääkida, on nende ainuke võimalus pöörduda kohtusse. Tulenevalt seadusest on vähemusaktsionäridel õigus saada oma vara omandiõiguse loovutamise eest õiglast kompensatsiooni, kuid seadus ei määra seda millistel alustel õiglane kompensatsioon tuleb määrata.

Tiia Annus on oma magistritöös „Õiglane hüvitis Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsia eest sundülevõtmise korral“ uurinud sundülevõtmispakkumisi Eestis perioodil 2002-2017. Selle magistritöö raames tehtud uurimuse põhjal selgus, et enim kasutatavad meetodid õiglase hinna määramisel Eestis on turuhinna meetod ja ülevõtmispakkumise hinna õigluse meetod. Mõlemad need enimlevinud meetodid põhinevad mineviku tehingutel. Riigikohus on leidnud, et õiglase hüvitise määramisel tuleks arvestada ka ülevõetava aktsiaseltsi tulevikuväljavaateid. Analüütikute seas enimlevinud tulevikuväljavaateid arvesse võttev meetod ettevõtte väärtuse arvutamiseks on diskonteeritud rahavoogude meetod.

Kuna börsil noteeritud aktsiaseltside aktsaid võivad omandada kõik inimesed, on aktsionäride seas ka inimesi, kellel on väga keeruline hinnata seda, kas neile tehtud ülevõtmispakkumine on õiglane või mitte.

Selles lõputöös uuritakse kolme varasema ülevõtmispakkumise raames tehtud hinnapakkumisi ning võrreldakse neid disknoteeritud rahavoogude meetodil saadud hinnaga. Sellest tulenevalt on lõputöö eesmärk välja selgitada, kui palju erineb Eestis enimlevinud meetoditel põhinev õiglane hind disknoteeritud rahavoogude meetodil põhinevast õiglasest hinnast ning seeläbi anda soovitusi väikeaktsionäridele tulevikus asetleidvate ülevõtmispakkumiste kohta. Eesmärgi saavutamiseks on töö autor esitanud järgmised uurimisküsimused:

1. Milliseid meetodeid kasutati uuritavate ettevõtete ülevõtmispakkumise hinna määramisel?
2. Milline on uuritavate ettevõtete hind disknoteeritud rahavoogude meetodil ülevõtmispakkumisele eelnenud majandusaasta aruandes esitatud finantsandmete põhjal?
3. Kui palju erineb disknoteeritud rahavoogude meetodil arvatud hind ülevõtmise käigus määratud õiglasest hinnast?

Lõputöö eesmärkide saavutamiseks tehakse teaduskirjanduse abil kvalitatiivne uurimus ülevõtmiseid reguleerivate õigusaktide kohta ning erinevate ettevõtte väärtuse hindamise meetodite kohta. Lisaks viiakse läbi empiiriline uurimus kolme Eestis asetleidnud ülevõtmispakkumise põhjal. Empiiriline uurimus tugineb avalikult kättesaadavatel ettevõtete majandusaasta aruannetele ning nende põhjal tehtavatest autori poolsetele arvutustele.

# **1. AKTSIATE ÜLEVÕTMINE ÕIGLASE RAHALISE HÜVITISE EEST**

Börsil mittenoteeritud ettevõtteid ehk mitteavalikke ettevõtteid eristab börsil noteeritud ettevõtetest mitmeid aspekte, kuid antud lõputöö raames on neist oluliseim väärtpaberitega avalik kauplemine. See aspekt on oluline, kuna avaliku kauplemise võimalusega on seotud investorite õigused ja huvid ning sellest tuleneb omakorda ka börsi kui turukorraldaja eriline roll investorkaitsel. Selles peatükis käsitletakse investorkaitset ülevõtmispakkumiste puhul, andes ülevaate ülevõtmispakkumise olemusest, regulatiivsest raamistikust ülevõtmispakkumise puhul ning õiglase hinna olemusest.

## **1.1. Ülevõtmispakkumine ja seda reguleerivad õigusaktid**

Euroopa Liidu liikmesriigile on peamiseks regulatiivseks allikaks ülevõtmiste puhul Euroopa Parlamendi ja Euroopa Liidu Nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta. Nimetatud ülevõtmispakkumiste direktiivi eesmärk on kaitsta liikmesriigi õiguse kohaldusalasse kuuluvate ettevõtete aktsionäride huvisid, kui nende ettevõtete suhtes on tehtud ülevõtmispakkumisi või toimub muutus kontrollis nende ettevõtete üle ja kui vähemalt osaga nende väärtpaberitest on mõnes liikmesriigis lubatud kaubelda reguleeritud turul. (Annus, 2018)

Ülevõtmispakkumiste puhul tuleb eristada kahte liiki pakkumisi:

1. Vabatahtlik ülevõtmispakkumine
2. Kohustuslik ülevõtmispakkumine

Eestis on ülevõtmispakkumiste direktiiv kohaldatud Väärtpaberituru seadusesse (VpTS). Väärtpaberituru seaduse kohaselt rakendatakse nimetatud peatükis sätestatud reegleid ülevõtmispakkumistele, mis tehakse hääleõiguse omandamiseks Eestis registreeritud aktsiaseltsis ning mille kõikide või teatud liiki aktsiatega kaubeldakse Eesti turul (VpTS §164 lg 1). Ülevõtmispakkumine on Väärtpaberituru seaduses defineeritud kui avalik pakkumine sihtemitendi

aktsionäridele nendelt aktsiate omandamiseks raha või turul kaubeldavate väärtpaberite eest (VpTS §165 lg 1. Väärtpaberituruseadus täpsustab täiendavalt, et aktsia definitsioon sisaldab ülevõtmispakkumiste peatükis aktsiaid ja muid samaväärseid kaubeldavaid õigusi, kaubeldavat väärtpaberi hoidmistunnistust ning muud üleantavat õigust hääletamiseks aktsionäride üldkoosolekul (VpTS §164 lg 6, §2 lg 1 p 1 ja 7). (Annus, 2018)

„Ülevõtmispakkumine on avalik pakkumine ettevõtte aktsionäridele nendelt aktsiate ostmiseks, ning selle regulatsioon on sätestatud väärtpaberituru seaduses. Aktsiate ülevõtmispakkumise saab ettevõtte aktsionäridele teha igakuks, ka see, kel ettevõttes osalust ei ole. Sisuliselt on tegemist ettevõtte ostusoovi väljendamisega“ (Ots, 2019).

Vabatahtliku ülevõtmispakkumise puhul ei ole pakkumise hind õigusaktiga määratletud. Vabatahtlik ülevõtmispakkumine tehakse üldiselt olukorras, kus ülevõtjal ei ole veel mõjuvat kontrolli omandatava ettevõtte üle, kuid seda soovitakse saavutada. Vabatahtlikul ülevõtmispakkumisel valib ülevõtja hinna, mis ei pea vastama ühelegi kriteeriumile, kuid on eelduslikult piisav selleks, et saavutada eesmärk.

Teatud juhtudel on aga ülevõtmispakkumise tegemine kohustuslik. Kui keegi saavutab börsiettevõttes valitseva mõju, on tal seadusest tulenevalt kohustus teha ülejäänud aktsionäridele ülevõtmispakkumine. Valitsev mõju on sisuliselt kontroll ettevõtte üle ning see on saavutatav mitmel erineval viisil:

1. keegi omab enamikku ettevõtte aktsiatega esindatud häältest
2. kellelgi ettevõtte omanikest on õigus nimetada või tagasi kutsuda ettevõtte nõukogu või juhatuse liikmete enamikku
3. keegi ettevõtte omanikest kontrollib üksinda enamikku ettevõtte vastavalt teiste omanikega sõlmitud kokkuleppele
4. keegi omab ettevõtte üle kontrolli või tal on võimalus seda teostada.

Seega valitsevat mõju on võimalik saavutada ka neil aktsionäridel, kes üksinda tegutsedes ei täida ühtki ülaltoodud kriteeriumitest, kuid kooskõlastatult tegutsedes omavad enamikku ettevõtte. Finantsinspeksioonil on õigus igal üksikjuhul, hinnates kõiki asjaolusid, määratleda valitseva mõju saamine, omamine, üleandmine, puudumine ja ulatus. (Ibid.) Kui keegi saavutab börsiettevõttes valitseva mõju siis on tal kohustus teha ülevõtmispakkumine ülejäänud aktsionäridele. Ülevõtmispakkumine tuleb teha 20 päeva jooksul ning see peab olema



kooskõlastatud Finantsinspeksiooniga. Aktsionäridel on õigus pakkumisest keelduda, kui nad leiavad, et aktsiatest loobumise eest pakutav hind ei ole piisav.

Ülevõtmispakkumisest erinev mõiste on aktsiate ülevõtmine õiglase rahalise hüvitise eest ehk *squeeze-out*, mida reguleeritakse äriseadustikus ja väärtpaberituruseaduses sätestatuga. Ülevõtmine tähendab seda, et teatud juhtudel on suuraktsionäril õigus taotleda, et üldkoosolek otsustaks aktsiate ülevõtmise teistelt aktsionäridelt õiglase rahalise hüvitise eest, kusjuures hüvitise suuruse määrab ülevõtja. Ülevõtmise taotlemise õigus tekib aktsionäril, kes omab vähemalt 90% ettevõtte aktsiakapitalist, sealhulgas tekib see õigus juhul, kui aktsionär omandab nimetatud osaluse ülevõtmispakkumise tulemusel. Ülevõtmine on suuraktsionäri õigus, mitte kohustus ehk ta ei pea seda tegema. Börsiettevõtte ülevõtmispakkumise käigus on ülevõtjal mõnevõrra teistsugused õigused – juhul, kui ülevõtja omandab ülevõtmispakkumise tulemusel vähemalt 90% hääleõigust esindavast aktsiakapitalist, võib tema taotlusel üldkoosolek teha kuni kolme kuu jooksul ülevõtmise otsuse ning sellisel juhul on otsus ülejäänud aktsiate ülevõtmise kohta vastu võetud, kui selle poolt on antud vähemalt 90% koguhältest. Viimasel juhul võib õiglast hüvitist maksta rahas ning sellisel juhul ei või hüvitis olla väiksem ülevõtmisele eelnenud ülevõtmispakkumise ostuhinnast (Ots, 2019).

Kui üldkoosolek võtab häälteenamusega otsuse vastu, tuleb aktsiaseltsi juhatusel esitada väärtpaberite registri pidajale avaldus, mille alusel registripidaja korraldab aktsiate ülekandmise põhiaktsionäri ja hüvitissummade ülekandmise vähemusaktsionäridele. Aktsiate ülevõtmise protsess rahalise hüvitise eest on sätestatud äriseadustiku peatükis 29.

Kohustusliku ülevõtmispakkumisele järgneva sundülevõtmise puhul eeldatakse, et pakkumises määratud aktsia hind oli õiglane. Õiglaseks hinnaks loetakse direktiivi järgi kõrgeimat hinda, mida pakkumise tegija või temaga kooskõlas tegutsevad isikud on maksnud samade aktsiate eest pakkumisele eelnenud minimaalselt kuue- ja maksimaalselt 12-kuulise ajavahemiku jooksul, mille täpse kestuse määravad kindlaks liikmesriigid. Kuna direktiivi sätestus õiglasest hinnast on suhteliselt ühekülgne, jäeti liikmesriikidele õigus täpsustada õiglase hinna määramise meetmeid ning protsessi.

„Äriseadustik näeb ette kohustuse esitada aktsionäride üldkoosolekule kirjaliku aruande (ülevõtmisaruaruande), kus selgitatakse ja põhjendatakse vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise tingimusi ning aktsiate eest makstava hüvitise suuruse määramise aluseid (ÄS §363 lg

1). Ülevõtmisaruanne peab kontrollima audiitor ning esitama oma kontrolli kohta kirjaliku aruande (ÄS §363 lg 2). Audiitorkontroll täidab vähemusaktsionäride kaitse eesmärki, kuna tema ülesandeks on kontrollida, kas enamusaktsionäri poolt määratud hüvitis vastab aktsia väärtuse määramise osas paika pandud seaduse nõuetele. Muuhulgas peab audiitor märkima, millist meetodit kasutati hüvitise suuruse määramisel, millised olid hüvitise suuruse määramisega seotud raskused, kas kasutatud meetod on hüvitise suuruse määramiseks kohane ning millised oleksid muud meetodid hüvitise määramiseks.“ (Annus, 2018)

On loomulik, et müüja soovib saada kõrget hinda ja ostja maksta väikest. Tasakaalu leidmisest sõltub ülevõtmispakkumise edukus. Eesti seadus ei sätesta vabatahtliku ülevõtmispakkumisega osaluse saamise eest preemiamäära ega ka seda, et finantsinspeksioon peaks ise määrama hinna või preemia või muul sekkuma vabatahtlikul pakkumisel hinna kujunemisse. See on vaba turumajanduse tingimustes loomulik.

## **1.2. Ettevõtte väärtuse hindamine**

Ettevõtte väärtuse hindamine on analüütiline protsess, mille käigus leitakse hinnatava ettevõtte hetkeline või tuleviku prognoositav väärtus. Analüütik uurib analüüsi käigus ettevõtte juhtkonda, kapitalistruktuuri, tuleviku rahavoogude prognoose ja ka ettevõtte varade turuhinda (Chen, 2019). Õiglase väärtuse hindamisel tuleb teha kaks eeldust. Esiteks võib ettevõtte turuhind erineda tema õiglase väärtusest – ettevõtte võib olla ala- või ülehinnatud – ja teiseks tuleb eeldada, et pikemas perspektiivis turg siiski parandab oma vea ning ettevõtte turuhind liigub õiglase väärtuse suunas (Kert, 2007). Õiglane väärtus on ettevõtte või vara tegelik väärtus, mis sisaldab endas kõiki selle ettevõtte või varaga seotud materiaalseid kui mittemateriaalseid aspekte. See väärtus võib, aga ei pruugi ühtida antud ettevõtte turuväärtusega (Kenton, 2019).

Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatakse mitmesuguseid meetodeid (vt. tabel 1). Tuleb arvestada erinevate teguritega, nagu ettevõtte suurus, tegutsemisvaldkond, kas börsil noteeritud jne. „Mõned on põhimõtte poolest väga õiged, kuid väga töömahukad – nagu diskonteeritud rahavoogude meetod. Mõned ei ole põhimõtte poolest õiged, kuid piiratud aja ja info tingimustes on käepärasemad – nagu võrdlus- ja segameetod. Mõned on väga lihtsad – nagu raamatupidamisväärtuse leidmise meetod.“ (Zirnask, 2008)

Tabel 1. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid

Bilansil põhinevad meetodid	Võrreldavate tehingute meetodid	Segameetodid	Rahavoo diskonteerimine	Reaaloptsiionide hindamise meetodid
Raamatupidamisväärtus	Hind/puhaskasum	Korrigeeritud kasumi diskonteerimise meetod	Dividendide diskonteerimine	Black-Scholesi mudel
Varade turuväärtus	Hind/EBITDA	Ekstratulumetod	Omanike vaba rahavoo diskonteerimine	Binominaalne mudel
Likvideerimisväärtus	Hind/käive		Ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine	Monte Carlo simulatsioon
Asendusmaksumus	Muud suhtarvud			

Allikas: Zirnask (2008)

Enimlevinud meetod ettevõtete hindamisel on diskonteeritud rahavoogude ehk DCF (*discounted cash flow*) meetod (vt. tabel 2). Fundamentaalne põhimõte on, et vara majanduslik väärtus on mõõdetav tema tulevikus genereeritavate rahavoogude summana, kus rahavood on korrigeeritud riskiga ja raha ajaväärtusega (Corrado & Bradford, 2000). See meetod on tulevikku vaatav ning kontseptuaalselt õige meetod ettevõtte hindamiseks.

Tabel 2. Väärtuse hindamise mudelite kasutamissagedus Eesti finantsnõustamise ettevõtete poolt.

Diskonteeritud rahavoogude meetodid				
-	Sageli	Harva	Mitte kunagi	Skoor
FCFF	23	3	2	0.875
FCFE	7	15	6	0.518
Diskonteeritud dividendide mudel	1	11	15	0.232
APV	0	2	26	0.036
Muud	2	1	25	0.086
Väärtuskordajate meetodid				
EV/EBITDA	22	2	4	0.821
P/E	15	7	6	0.661
EV/S	11	11	6	0.589
EV/EBIT	10	11	7	0.554
P/B	12	7	9	0.554
EV/A	0	10	18	0.179
P/EBIT	2	6	20	0.179
P/EBT	1	6	21	0.143
Muud	4	2	22	0.179
Varade põhised mudelid				
Bilansilisest väärtusest lähtuvad	8	14	6	0.536
Likvideerimisväärtusest lähtuvad	6	17	5	0.518
Asendusväärtusest lähtuvad	5	16	7	0.464

Allikas: Kantsukov (2010)

Märkus:

1. Tabelis kasutatavate lühendite selgitused:

FCFF/FCFE – vaba rahavoog firmale/ vaba rahavoog omanikele

APV – korrigeeritud nüüdisväärtus

EV/EBITDA – ettevõtte väärtuse ja amortisatsioonieelse ärikasumi suhe

P/E – turuhinna ja puhaskasumi suhe

EV/S – ettevõtte väärtuse ja müügitulu suhe

EV/EBIT – ettevõtte väärtuse ja intressi ning maksude eelse kasumi suhe

P/B – ettevõtte turuväärtuse ja raamatupidamisliku väärtuse suhe

P/EBIT – ettevõtte turuväärtuse ja intressi ning maksude eelse kasumi suhe

Kantsukovi (2010) poolt läbi viidud uurimus kinnitab erinevate ekspertide arvamust, et sobivaim meetod ettevõtte väärtuse hindamiseks on diskonteeritud rahavoogude meetod, kasutades vabasid rahavooge ettevõttele. Diskonteeritud rahavoogude täpsem kirjeldus ning olemus on selgitatud järgnevatel alapeatükkides.

### 1.3. Enim kasutatud õiglase hinna määramise meetodid Eestis asetleidnud ülevõtmiste puhul

Tiia Annus on oma magistritöös (Annus, 2019) koostanud tabeli Tallinna börsil toimunud aktsiate ülevõtmiste kohta ning toonud välja kas õiglase hinna määramise meetodid (vt tabel 3).

Tabel 3. Ülevõtmispakkumised Tallinna börsil

Ettevõtte	SÜ hüvitis	ÜVP HÕE	TH	DCF	DDM	VV	Muu
Järvevana AS	0,84	X	-	-	-	-	-
Norma AS	5,90	X	-	-	-	-	-
AS Eesti Telekom	5,94	X	-	-	-	-	-
AS Starman	5,75	X	X	-	-	-	-
Saku Õlletehase AS	12,40	X	-	-	-	-	-
Tallinna Farmaatsiatehase AS	5,11	-	X	X	-	-	X
Tallinna Külkhoone AS	2,29	-	-	X	-	-	-
AS Rakvere Lihakombinaat	2,90	-	X	X	-	-	-
AS Hansapank	13,50	X	X	-	X	X	-
AS Estiko	1,26	-	X	-	-	-	-
Sampo Pank AS	1,00	-	X	-	-	-	-
Reval Hotelligrupi AS	4,96	-	X	-	-	-	-
AS Eesti Ühispank	2,43	X	-	-	-	X	-

Allikas: Annus 2019

Märkus:

1. Tabelis kasutatavate lühendite selgitused:

ÜVP HÕE – ülevõtmispakkumise hinnaõigluse meetod

TH – turuhinna meetod

DCF – *discounted cash flow method* (diskonteeritud rahavoogude meetod)

DDM – dividendide diskonteerimise meetod

Selgus, et Eestis on enim kasutatud ülevõtmispakkumise hinnõigluse meetodit (ÜVP HÕE) ja turuhinna (TH) meetodit. Tabelis ei ole märgitud Olympic Entertainment Group AS ülevõtmist

Odyssey Europe AS poolt 2018. aastal, kuid ka selle ülevõtmise puhul oli kasutusel ÜVP HÕE meetod.

ÜVP HÕE meetod tähendab seda, et ülevõtmispakkumise hind loetakse õiglaseks, kui vabatahtliku ülevõtmispakkumise võttis vastu vähemalt 90% sihtaktsionäridest. Kui keegi on omandanud mõjuva enamuse ettevõttes ning ta teeb kohustusliku ülevõtmispakkumise ülejäänud aktsionäridele ning nendest 90% on pakkumisega nõus, siis on hinnaõigluse eeldus täidetud ja sama hinda saab kasutada ka ülejäänud aktsiate sundülevõtmisel.

Turuhinna meetodi puhul kasutatakse õiglase hinnana ettevõtte aktsia kauplemisshinda teatud perioodil. Kuid selle meetodi alusel määratav hind on pigem minimaalne kui tegelikku väärtust peegeldav. Seda seetõttu, et turuhind sõltub väga palju ka üldisest majanduskeskkonnast ega pruugi peegeldada ettevõtte tegelikku seisundit ja väärtust.

Selles lõputöös uuritavad ülevõtmispakkumised on tehtud Saku Õlletehase AS-le, Olympic Entertainment Group AS-le ja Eesti Telekom AS-le. Kõigile nendele ettevõtetele tehti esialgselt vabatahtlik ülevõtmispakkumine ning hiljem aktsionäride üldkoosolekul vastu võetud otsusega kohustuslik aktsiate ülevõtmine sama hinnaga. Õiglase hinna määramisel kasutati nende ettevõtete puhul ÜVP HÕE meetodit. Õiglase hinna võrdlus diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud aktsia hinnaga on lõputöö teises peatükis.

#### **1.4. Diskonteeritud rahavoogude meetod**

Nagu eelnevalt mainitud, on enimlevinud viis ettevõtete väärtuse hindamiseks diskonteeritud rahavoogude meetod. Ka Riigikohus on leidnud, et õiglase hüvitise määramisel tuleks eelkõige arvestada ettevõtte tulevikuväljavaateid. Antud meetodi puhul kasutatakse kas tulevikus saadavaid vabasid rahavooge firmale ehk FCFF (*free cash flow to firm*) või vabasid rahavooge omanikele ehk FCFE (*free cash flow to equity*) (vt tabel 4). Selles lõputöös kasutatakse FCFF meetodit. FCFF meetodi puhul diskonteeritakse ettevõttele suunatud vabad rahavood diskonteerimismääraga ja leitakse ettevõtte väärtus. Diskonteerimismäärana kasutatakse kapitali kaalutud keskmist hinda ehk WACC'i (*weighted average cost of capital*).

Tabel 4. Vabade rahavoogude arvutamise meetodid

Rahavoo saajad	Rahavoog	Diskonteerimismäär
Firma omanikud	+ puhaskasum + kulum - investeeringud põhivarasse - käibekapitali muutus - vanade laenud tagasimaksud + uued laenud	Omakapitali nõutav tulunorm
Firma vaba rahavoog	+ puhaskasum + intressikulud + kulum - investeeringud põhivarasse - käibekapitali muutus	WACC
Võlausaldajad	+ intressikulud + laenude põhisumma tagasimaksud - uued laenud	Võla maksudejärgne turuintressimäär

Allikas: Zirnask (2008)

FCFF mõõdab raha, mis jääb firmal iga-aastaselt üle peale kõigi kulude ja maksude tasumist ning ettevõtte investeerimisvajaduste rahuldamist (kuid enne võlausaldajatele tehtud makseid). See tähendab, et FCFF on summa, mis jääb üle väljamaksmiseks nii võlausaldajatele kui omanikele. FCFF leitakse järgmise valemi abil:

$$FCFF = \text{ärikasum} + \text{kulum} - \text{investeeringud} - \text{puhta käibekapitali kasv} - \text{maksud} \quad (1)$$

## 1.5. Rahavoogude prognoosimine

Ettevõtte rahavoogude prognoosimisel tuleb olla ettevaatlik, et hinnata ettevõtte finantstulemusi kindla perioodi jooksul. Prognoositavat rahavoogu arvutatakse järgneva valemi abil (Vomm, 2017)

$$V = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2)$$

kus

CF- prognoositav rahavoog

r – nõutav tulumäär

t – perioodide arv

V – ettevõtte väärtus

Ettevõttele rahavoogusid igavesti prognoosida ei saa. Seda tehakse ainult kasvuperioodiks. Peale kasvuperioodi tuleb leida terminaalkväärtus. Terminaalkväärtus leitakse valemi abil (Damodaran, 2012):

$$TV = \frac{CF_{t+1}}{r-g} \quad (3)$$

kus

TV – terminaalkväärtus

$CF_{t+1}$  – viimasele perioodile järgnev rahavoog

r – kapitali hind

g - jätkukasvumäär

## 1.6. Omakapitali hind

Tuleb eristada omakapitali hinna prognoosimist ja tegeliku omakapitali hinna arvutamist.

Omakapitali hinna prognoosimise võimalused:

- 1) Võtta aluseks ajaloolised andmed – kui palju on investorid selles piirkonnas oma investeeringutelt keskmiselt tulu saanud. Sobib väljakujunenud majandusharus tegutsevate väljakujunenud ettevõtete puhul. Ei arvesta muutusi. Omakapitali nõutavat tulusust võib hinnata läbi börsil kaubeldavate aktsiate tulususe. Isegi kui tegemist ei ole börsiettevõttega, peaks ta pakkuma samasugust tulusust kui börsiettevõtteid.
- 2) Tuletada omakapitali nõutav tulumäär riskivabadelt investeeringutelt (reeglina loetakse selleks valitsuse võlakirjade tulumäära) nõutavast tulumäärast ja planeeritava projekti riskipreemiast. Riskipreemia hindamiseks kasutatakse enamasti ajaloolisi andmeid.

Omakapitali hinna prognoosimisel riskivaba intressimäära ja riskipreemia alusel võib kasutada CAPM (*capital asset pricing model*) mudelit. CAPM mudeli valem on järgmine (Armitage, 2005):



$$R_i = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (4)$$

kus

$R_i$ - omakapitali oodatav tulumäär

$R_f$ - riskivaba tulumäär

$\beta$ - investeringu riski näitav beetakordaja

$R_m$ - turu keskmine omakapitali tulumäär

Kapitali hinna riskivaba tulumäära defineeritakse kui sellise investeringu tulumäära, mille puhul ei ole pankrotistumise riski, maksete ärajäämise riski või likviidsusriski. (Broosks, 1999)

Riskivaba tulumäärana on võimalik kasutada kolme näitaja tulusust, millest ühe tulusus on hüpoteetiline: 1) lühiajaline riigivõlg 2) lühiajaline riigivõlg mis on korrigeeritud inflatsiooniootuste suhtes, 3) pikaajaline riigivõlg. (De May, 2000)

Riskivaba tulumäärana kasutatakse üldiselt valitsuse pikaajalise võlakirja intressi. Kuna Eesti valitsus ei ole ühtegi võlakirja praegusel hetkel emiteerinud, on Eesti ettevõtteid hinnates sobiv kasutada Saksamaa valitsuse 10 aastase võlakirja intressimäära. Töö empiirilises osas on ettevõtete väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil kasutatud analüüsitaval aastal kehtinud intressimäära.

„Riskimõõdu kõrval on kapitali hinna kolmandaks oluliseks koostisosaks riskipreemia, mis on defineeritav kui turuportfelli oodatava tulususe see osa, mis ületab riskivaba aktiva tulusust. Nii nagu ka riskimõõdu puhul kehtib riskipreemia suhtes teoreetiline eeldus, et see peab baseeruma tulevikku suunatud hinnangutel. Kuid siingi on sellise lähenemise praktiline rakendus jäetud praktikute otsustada.“ (Jegorov, 2010)

Selles lõputöös on OEG puhul riskivaba preemiana kasutatud praktik Damodarani poolt arvatud Moody's riigireitingutel põhinevat riskipreemiat. Eesti Telekom AS ja Saku Õlletehas AS analüüsis on kasutatud KPMG analüüsil põhinevat riskipreemiat (KPMG, 2017), mis kehtis vastaval analüüsi perioodil.

Valemis olev beetakordaja näitab investeringu riski ehk tema tulususe kõikumist turu keskmise näitaja suhtes. Beetakordajana võib valemis kasutada analüütikute poolt arvatud beetakordajat.

Ka beetakordajana on selles töös kasutusel Aswath Damodarani poolt arvatud beetakordajaid hottelli- ja hasartmängude sektorile, telekommunikatsiooni sektorile ja alkoholi sektorile.

Viimane komponent valemis on turu keskmine riskipreemia. Selle näitaja leidmiseks ei ole ühtegi kindlat ja täpset mudelit olemas. Ettevõtte väärtuse hindamise nn piibli „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies „ autorite Tim Kolleri, Marc Goedharti ja David Wesselsi soovitus on turu keskmise riskipreemiana kasutada 4,5 – 5,5 protsenti (Zirnask, 2008). Autor kasutab töös turu keskmise riskipreemiana 5,5%.

### 1.7. Kapitali kaalutud keskmine hind

Kapitali hinna leidmisel on levinumaks meetodiks kapitali kaalutud keskmine hind ehk WACC, mille abil on võimalik leida ettevõttesse investeeritud kapitali hindade kaalutud keskmist väärtust kapitali liikide lõikes.

WACC on tulunorm, mida ettevõtte peab teenima, et rahuldada kapitali kulu. Kaalutud kapitali keskmine hind leitakse valemi abil (Pedell, 2006):

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times r_e + \frac{D}{E+D} \times r_d \quad (5)$$

kus

$E$  – ettevõtte omakapital

$D$  – ettevõtte koguvõlg

$r_e$ - omakapitali hind

$r_d$ - laenukapitali hind

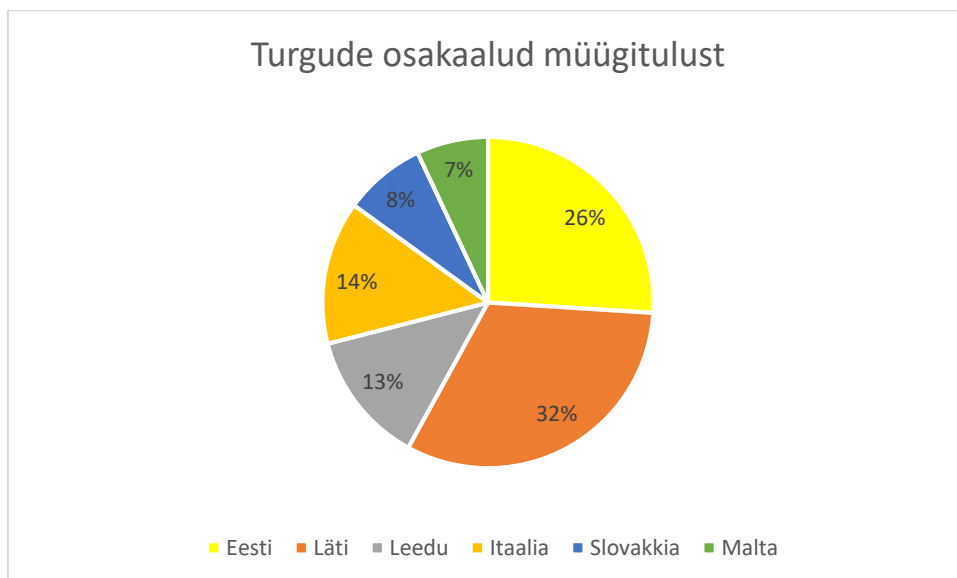
Kapitali hinna leidmine arvestab ettevõtte kapitali struktuuriga, maksustamise mõjuga kapitali hindadele ning kasutatud kapitali hindadega. Valemi abil arvatud WACC määra kasutatakse rahavoogude disknoteermisel disokonteermismäärana.

## **2. ÜLEVÕTMISED EESTIS**

Selles peatükis antakse ülevaade kolmest Eestis aset leidnud börsiettevõtte ülevõtmisest. Olympic Entertainment Group AS väärtuse hindamine tugineb töö autori poolt 2018. aastal kirjutatud kursusetööl „Olympic Entertainment Group AS väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil“. Lisaks arvutatakse Eesti Telekom AS ja Saku Õlletehase AS väärtused diskonteeritud rahavoogude meetodil ning saadud tulemust võrreldakse ülevõtmishinnaga.

### **2.1. Olympic Entertainment Group AS**

Olympic Entertainment Group AS ja tema tütarettevõtted on juhtiv hasartmänguteenuste osutaja Balti riikides ning opereerib kasiinosid Slovakkias, Maltal ja Itaalias. Olympic Entertainment Group AS on kontserni põhivaldusühing, mille kaudu toimub kontserni tegevuse strateegiline juhtimine ja finantseerimine. Kohalike kasiinode tegevust juhivad kohalikud tütarettevõtted. Kontserni kasiinoettevõtted tegutsevad suuremas osas kaubamärgi Olympic Casino all. Lisaks tavakasiinodele pakub Kontsern ka internetikasiino teenuseid ning opereerib Eestis hotelli- ja kasiinokompleksi. 2018. aastal kuulus Kontserni kokku 114 kasiinot ja 24 panustamispunkti. Kontsern opereeris 30. septembri 2018 seisuga Eestis 24, Lätis 52, Leedus 17, Slovakkias 6, Itaalias 14 ja Maltal 1 kasiinot. Kokku annab kontsern 6 riigis tööd 2 909 töötajale (OEG, 2018). Turgude osakaalud müügitulust on välja toodud joonisel 1.



Joonis 1. OEG turgude osakaalud müügitulust

Allikas: Autori koostatud, (OEG, 2017. aasta konsolideeritud majandusaasta aruanne)

Olympic Entertainment Group AS viimase 5 aasta majandusaruannete põhjal selgub, et perioodil 2013-2017 on müügitulud keskmiselt 6% aastas kasvanud (vt tabel 4). Müügitulude prognoosimisel kasutab töö autor Eesti, Läti, Leedu, Malta, Itaalia ja Slovakkia siseemajanduse koguprodukti (SKP) kasvuprognose aastateks 2018-2022 ja nende kaalutud keskmist kasvumäära, arvestades müügitulude osakaalu igas riigis kogu müügitulust (vt tabel 5.). Lisaks on arvesse võetud ka viimase viie aasta keskmist müügitulude kasvu.

Tabel 5. OEG vabad rahavood perioodil 2013-2018 (tuhandetes eurodes)

	2013	2014	2015	2016	2017
Müügitulu	145 819	150 660	124 245	172 092	172 554
- kulu kaupadele ja materjalidele	3 044	3 342	3 473	5 331	6 004
= brutokasum	142 775	147 318	120 772	166 761	166 550
- tööjõukulud	35 878	38 982	39 122	50 667	55 302
- tegevuskulud	66 826	71 507	44 379	60 311	63 574
- muud kulud	525	690	585	518	329
- kulum	7 763	10 344	7 591	11 371	12 982
= EBIT	31 783	25 795	29 095	43 894	34 363
- intressikulud	17	28	24	41	2
- käibekapitali muutus	22	239	1 304	2 251	2 105
- täiendavad investeeringud põhivarasse	14 851	19 037	27 015	37 238	9 982
FCFF	24 734	16 891	8 391	18 027	37 363

Allikas: Autori koostatud (OEG konsolideeritud aastaaruanded 2013-2017)

Majanduskasvu prognooside koostamisel on võetud Eesti puhul arvesse Eesti Panga prognoos aastateks 2018-2020 ning teiste riikide puhul Euroopa Komisjoni prognoosid (vt tabel 6.). 2021 ja 2022 aastate prognoosimisel on arvestatud üldise majanduskasvu aeglustumisega. Nende prognooside järgi arvatud kaalutud keskmine majanduskasv perioodil 2018-2022 on 3%. Müügitulude prognoosimisel on kasvumääraks võetud 4%.

Tabel 6. Riikide SKP kasvu prognoosid perioodil 2018-2022

SKP kasv						
	2018	2019	2020	2021	2022	Keskmine
Eesti	3,5%	3,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,92%
Läti	3,5%	3,2%	2,5%	2,5%	2,5%	2,84%
Leedu	2,9%	2,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,30%
Itaalia	1,5%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,14%
Slovakkia	3,9%	4,1%	3,9%	3,5%	3,5%	3,78%
Malta	5,6%	4,5%	4,0%	3,5%	3,5%	4,22%

Allikas: Autori koostatud

Kulude ja investeeringute prognoosimisel on aluseks võetud 2017. aasta Olympic Entertainment Group AS konsolideeritud aastaaruanne ning arvatud välja nende osakaal müügitulust (vt tabel 7).

Tabel 7. Põhinäitajate osakaalud müügituludest

Osakaalud müügituludest	
Näitaja	Osakaal
Kulu kaupadele ja materjalidele	3,5%
Brutokasum	96,5%
Tööjõukulud	32,5%
Tegevuskulud	36,8%
Muud kulud	0,2%
Kulum	7,5%
EBIT	19,9%
Intressikulud	0%
Käibekapitali muutus	1,2%
Täiendavad investeeringud põhivarasse	5,8%

Allikas: Autori koostatud

Saadud andmete põhjal koostatud vabade rahavoogude prognoos on välja toodud tabelis 8. Kuna täiendavatd investeeringud põhivarasse sisaldasid 2016. aastal ka investeeringuid hotelli ehitamise, on 2017. aastal antud näitaja väiksema osakaaluga kui eelnevatel aastatel. Seega prognoosis on kasutatud eelmiste aastate keskmist kasvu osakaalu, milleks on 14%.

Tabel 8. Vabade rahavoogude prognoos perioodil 2018-2022 (tuhandetes eurodes)

	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	1794 458	186 634	194 100	201 864	209 938
- kulu kaupadele ja materjalidele	5 384	5 599	5 823	6 056	6 298
= brutokasum	174 072	181 035	188 277	195 808	203 640
- tööjõukulud	57 426	59 723	62 112	64 596	67 180
- tegevuskulud	66 040	68 681	71 429	74 286	77 257
- muud kulud	359	373	388	404	420
- kulum	13 459	13 998	14 557	15 140	15 745
= EBIT	30 497	35 461	36 879	38 354	39 888
- intressikulud	179	187	194	202	210
- käibekapitali muutus	2 153	2 240	2 329	2 422	2 519
- täiendavad investeeringud põhivarasse	25 124	26 129	27 174	28 261	29 391
FCFF	20 458	21 276	22 127	23 012	23 933

Allikas: Autori koostatud

Terminaalväärtus on leitud valem 3 alusel. Terminaalväärtuse leidmisel on kasvumäärna kasutatud Olympic Entertainment Group AS (2017) aastaaruandes ettevõtte juhtkonna poolt väljatoodud jätkukasvumäära, milleks on 3%.

Rahavoogude diskonteerimisel on diskonteerimismäärana kasutatud kapitali kaalutud keskmist hinda. Omakapitali hind on leitud CAPM meetodil. Autori arvutuste põhjal on omakapitali hind 5,65% Kuna 2017 aastal ettevõttel laenukohustusi ei ole, on töö autor võtnud WACC leidmisel arvesse ka Olympic Entertainment Group AS konsolideeritud aastaaruandes (2017) juhtkonna poolt arvutatud Eesti, Läti, Leedu ja Itaalia keskmist WACC'i, milleks on 11,24%. Nende andmete põhjal on antud töös diskonteerimismäärana kasutatud 8,46%.

Tabel 9. Vabade rahavoogude prognoos

	2018	2019	2020	2021	2022	Terminaalväärtus
Diskonteerimata rahavood	20 458	21 276	22 127	23 012	23 933	292 049
Diskonteeritud rahavood	18 862	18 087	17 343	16 630	15 946	198 763

Allikas: Autori arvutused

Kasutades valemeid 2 ja 3 on autor arvutanud Olympic Entertainment Group AS väärtuseks 285,631 miljonit eurot. 2017 aasta seisuga on ettevõttel emiteeritud aktsiaid 151 791 206. Jagades diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud ettevõtte väärtuse aktsiate arvuga on õiglaseks aktsia hinnaks 1,88 eurot. See on 0,02 eurot väiksem kui ülevõtmispakkumishind. OEG ülevõtmisel saavutas Odyssey Europe AS valitseva mõju, kui saavutas endise enamusaktsionäri hinnakokkuleppe. Võib järeldada, et endine enamusaktsionär kauples välja parima võimaliku hinna ning lõplik ülevõtmine oli õiglase hinnaga.

## 2.2. Eesti Telekom AS

Eesti Telekom AS oli Nasdaq OMX Baltic börsil noteeritud aastatel 1997-2009. 2009. aastal saavutas TeliaSonera AB üle 60%-se osakaalu kogu aktsiatest ning tegi vabatahtliku ülevõtmispakkumise ülejäänud aktsiate omandamiseks hinnaga 5,94 EUR/aktsia. Vabatahtliku ülevõtmispakkumisega õnnestus TeliaSoneral omandada täiendavalt 29,31% aktsiatest, millega

saavutati üle 90%-line enamusosalus ettevõttes. Sellest tulenevalt kutsuti kokku aktsionäride üldkoosolek, et otsustada ülejäänud aktsiate ülevõtmine õiglase hüvitise eest hinnaga 5,94 EUR/aktsia. Õiglase hinna määramisel võeti aluseks eelnevalt omandatud aktsiate hind ning sõltumatu audiitori hinnangul oli tegemist õiglase pakkumisega.

Analüüsidest Eesti Telekom AS majandusaastaruandeid, selgus, et perioodil 2004-2008 kasvas müügitulu keskmiselt 5% aastas (vt. tabel 10). 2008. aastal oli alanud majanduslangus siis prognoositi järgnevas aastaks kuni 7% majanduslangust ning 2010. aastaks 2% majanduskasvu.

Tabel 10. Eesti Telekom AS vabad rahavood perioodil 2004-2008 (tuhandetes eurodes)

	2004	2005	2006	2007	2008
Müügitulu	319 216	329 744	368 626	400 151	395 588
- kulu kaupadele ja materjalidele	121 201	189 074	208 359	226 426	225 777
= brutokasum	198 015	140 670	160 267	173 725	169 811
- tööjõukulud	37 025	35 985	44 072	51 893	56 576
- tegevuskulud	33 245	25 527	27 760	35 670	37 020
- muud kulud	1 316	909	345	404	543
- kulum	52 182	48 109	35 045	31 718	36 971
= EBIT	74 247	30 140	53 045	54 040	38 701
- intressikulud	46	193	125	107	20
- käibekapitali muutus	4 953	6 275	-6 737	4 644	-2 169
- täiendavad investeeringud põhivarasse	32 121	35 402	47 925	55 059	47 506
FCFF	89 401	36 765	47 027	26 162	30 355

Allikas: Autori koostatud (Eesti Telekom AS konsolideeritud aastaaruanded 2004-2008)

Kulude prognoosimiseks on eelneva 5 aasta andmete põhjal arvatud kulude osakaal müügitulust ning prognoosimisel kasutatud samasid osakaalu protsente (vaata tabel 11.)



Tabel 11. Põhinäitajate osakaalud müügituludest

Osakaalud müügituludest	
Näitaja	Osakaal
Kulu kaupadele ja materjalidele	53,7%
Brutokasum	42,9%
Tööjõukulud	14,3%
Tegevuskulud	9,4%
Muud kulud	0,1%
Kulum	9,3%
EBIT	9,8%
Intressikulud	0,01%
Käibekapitali muutus	1,2%
Täiendavad investeeringud põhivarasse	12,0%

Allikas: Autori koostatud

Telekommunikatsioonisektoris olid majanduskriisi mõjud väiksemad kui majanduses tervikuna. Traditsioonilised telekommunikatsiooniteenused nagu telefonikõned on majanduskeskkonnas toimuva suhtes vähetundlikud ning tarbimine autonoomne. Seega ei ole tulevaste perioodide müügitulu prognoosimisel Eesti Telekomil puhul majanduskasvu prognoosidega arvestatud. Tulevaste perioodide müügitulude prognoosimisel on arvesse võetud eelmise 5 aasta keskmine kasvutempo (vt tabel 12).

Tabel 12. Vabade rahavoogude prognoos perioodil 2009-2013 (tuhandetes eurodes)

	2009	2010	2011	2012	2013
Müügitulu	415 367	436 136	457 943	480 840	504 882
- kulu kaupadele ja materjalidele	237 175	249 034	261 485	274 559	288 287
= brutokasum	178 193	187 012	196 457	206 280	216 594
- tööjõukulud	59 398	62 367	65 486	68 780	72 198
- tegevuskulud	39 045	40 997	43 047	45 199	47 459
- muud kulud	415	436	458	481	505
- kulum	38 629	40 561	42 589	44 718	46 954
= EBIT	40 706	42 741	44 878	47 122	49 478
- intressikulud	42	44	46	48	50
- käibekapitali muutus	4 984	5 234	5 495	5 770	6 059
- täiendavad investeeringud põhivarasse	49 844	52 336	54 953	57 701	60 586
FCFF	23 379	25 776	27 064	28 418	29 839

Allikas: Autori koostatud

Tabelis väljatoodud andmete põhjal on, kasutades valemit 3. leitud ka terminaalkväärtus. Terminaalkväärtuse leidmisel on jätkukasvumäärana kasutatud Eesti Panga pikaajalise majanduskasvu prognoosile tuginedes 3%. Rahavoogude diskonteerimisel on kasutatud diskonteerimismäärana WACC-i, mis on leitud kasutats CAPM meetodil. WACC määrana on kasutusel 5%. Tulemused on näha tabelis 13.

Tabel 13. Rahavoogude prognoos

	2009	2010	2011	2012	2013	Terminaalkväärtus
Diskonteerimata rahavood	23 379	25 776	27 064	28 418	29 839	1 108 011
Diskonteeritud rahavood	23 357	23 335	23 314	23 290	23 268	754 094

Allikas: Autori arvutused

Kasutades valemeid nr 3 ja nr 4, saame Eesti Telekom AS väärtuseks 870,659 miljonit eurot. Aastal 2008 oli börsil emiteeritud aktsiate arv 137 954 528. Nende andmete põhjal on Eesti Telekom AS õiglaseks aktsia hinnaks 6,31 EUR. See on 0,37 eurot rohkem kui ülevõtmishind. Tuginedes ettevõtte analüüsile ja DCF meetodile võib öelda, et ülevõtmispakkumishind ei olnud õiglane.

## 2.2. Saku Õlletehase AS

Eesti vanima ja suurima õlletehase Saku Õlletehase AS aktsiad olid noteeritud Tallinna börsi lisanimekirjas 2008. aastani, kui Carlsberg Estonia Holding OÜ omandas 92% aktsatest. 11. augustil 2008 kiideti Saku Õlletehas AS aktsionäride üldkoosolekul heaks otsus võtta ülejäänud aktsionäride omanduses olevad 8% üle õiglase hinna eest milleks oli 12,40 EUR. Õiglase hinna määramise meetodiks oli ülevõtmispakkumise hinna õigluse meetod.

Analüüsides Saku Õlletehas AS majandusaastaruandeid perioodil 2003-2007 selgus, et perioodil kasvas müügitulu keskmiselt 16% (vt. tabel 14). Tegemist on väga kiire kasvuga ning see on iseloomulik antud perioodile, mil Eesti majandus kasvas väga kiiresti. Majanduse jahenemise märgid tekkisid 2007. aasta teises pooles, kuid Saku Õlletehase juhtkond prognoosis jätkuvat ettevõtte tulude kasvu ka järgnevatel perioodideks. Samuti oli 2007. aastal Eesti Panga majandusprognoos järgmiseks kolmeks aastaks optimistlik, ennustades keskmiseks kasvuks 5%.

Tabel 14. Saku Õlletehas AS vabad rahavood perioodil 2003-2007 (tuhandetes eurodes)

	2003	2004	2005	2006	2007
Müügitulu	29 164	33 974	41 222	49 220	58 803
- kulu kaupadele ja materjalidele	11 830	15 422	17 444	19 642	23 038
= brutokasum	17 784	18 552	23 778	29 578	35 765
- tööjõukulud	3 329	3 712	4 632	5 455	6 145
- tegevuskulud	7 168	8 008	9 783	11 636	16 132
- muud kulud	300	250	200	239	144
- kulum	2 954	2 878	3 082	3 745	3 606
= EBIT	4 033	3 704	6 061	8 493	9 738
- intressikulud	17	15	33	16	105
- käibekapitali muutus	1 197	922	2 233	3 034	-6 591
- täiendavad investeeringud põhivarasse	2 207	2 487	2 619	3 346	5 646
FCFF	3 600	3 188	4 344	5 874	14 394

Allikas: Autori koostatud (Eesti Telekom AS konsolideeritud aastaaruanded 2004-2008)

Tulevaste perioodide vabade rahavoogude prognoosimiseks on autor arvanud põhinäitajate osakaalud müügituludest (vt. tabel 15).

Tabel 15. Osakaalud müügituludest

Osakaalud müügituludest	
Näitaja	Osakaal
Kulu kaupadele ja materjalidele	8 %
Brutokasum	39,2 %
Tööjõukulud	10,5 %
Tegevuskulud	27,4 %
Muud kulud	0,2 %
Kulum	6,1 %
EBIT	16,6 %
Intressikulud	0,2 %
Käibekapitali muutus	5 %
Täiendavad investeeringud põhivarasse	9,6 %

Allikas: Autori koostatud

Võttes arvesse Saku Õlletehase müügitulude kasvu perioodil 2003-2007 ning Eesti Panga majanduskasvu prognoose on Saku Õlletehase müügitulude prognoosimiseks perioodil 2008-2012 võetud arvesse 8% kasv (vt tabel 16.).

Tabel 16. Vabade rahavoogude prognoos perioodil 2008-2012 (tuhandetes eurodes)

	2008	2009	2010	2011	2012
Müügitulu	63 507	68 588	74 075	80 001	86 401
- kulu kaupadele ja materjalidele	24 895	26 866	29 037	31 360	33 869
= brutokasum	38 104	41 153	44 445	48 000	51 841
- tööjõukulud	6 668	7 202	7 788	8400	9 072
- tegevuskulud	17 147	18 519	20 000	21 600	23 328
- muud kulud	127	137	148	160	173
- kulum	3 874	4 184	4 519	4 880	5 270
= EBIT	10 161	10 974	11 852	12 800	13 824
- intressikulud	127	137	148	160	173
- käibekapitali muutus	3 175	3 429	3 704	4 000	4 320
- täiendavad investeeringud põhivarasse	6 097	6 584	7 111	7 680	8 294
FCFF	4 890	5 281	5 704	6 160	6 653

Allikas: Autori koostatud

Tabelis väljatoodud andmete põhjal on kasutades valemit 3. leitud ka terminaalkväärtus. Terminaalkväärtuse leidmisel on jätkukasvumäärana kasutatud 3,3%, mis tugineb ettevõtte juhtkonna seisukohtadele ja Eesti Panga majanduskasvu prognoosile. Rahavoogude diskonteerimisel on kasutatud diskonteerimismäärana WACC-i, mis on leitud kasutats CAPM meetodil. WACC määrana on kasutusel 6,99% (vt. tabel 17).

Tabel 17. Rahavoogude prognoos

	2008	2009	2010	2011	2012	Terminaalkväärtus
Diskonteerimata rahavood	4 890	5 281	5 704	6 160	6 653	118 938
Diskonteeritud rahavood	4 571	4 614	4 657	4 701	4 746	80 947

Allikas: Autori arvutused

Kasutades valemit nr 3 ja nr.4 saame Saku Õlletehase AS väärtuseks 104,240 miljonit eurot. Aastal 2007 oli börsil emiteeritud aktsiate arv 8 000 000. Nende andmete põhjal arvutades on Saku Õlletehase AS õiglase aktsia hind 13,03 EUR, mis on 0,63 EUR kõrgem kui ülevõtmispakkumise hind. Tuginedes DCF meetodile saab väita, et ülevõtmispakkumine ei olnud õiglase ning

sundülevõetud aktsiate omanikel oleks olnud alust nõuda kohtu kaudu täiendavat hüvitist aktsiate loovutamise eest.

### **2.3. Järeldused**

AS Olympic Entertainment Group ülevõtmispakkumine tehti aktsionäridele 2018. aastal ning hinnaks pakuti 1,90 EUR/aktsia. Selline hind kujunes välja, kui OEG nõukogu esimees Armin Karu ja nõukogu liige Jaan Korpusov nõustusid neile kuuluvad aktsiad loovutama Odyssey Europe AS-le. Kuna Karu ja Korpusov on OEG asutajad, siis nende otsusest loobuda oma elutööst võib välja lugeda, et pakutud 1,90 EUR aktsia kohta oli õiglase hind. Seda väidet kinnitab ka DCF meetodil tehtud ettevõtte väärtuse analüüs, mille põhjal oli õiglase hind 1,88 EUR/aktsia. Lisaks kaubeldi börsil enne ülevõtmispakkumist OEG aktsiatega hinnavahepiirkonnas 1,70-1,80 EUR. Kuigi vähemusaktsionärid ei olnud nõus pakutud hinnaga ning peale sundloovutamist pöörduti ka kohtu poole, siis tuginedes nii turuhinna meetodile, ülevõtmispakkumise hinna õigluse meetodile kui ka DCF meetodile, oli ülevõtmispakkumise hind õiglase ning lisahüvitise nõudmiseks vähemusaktsionäridel alust ei ole.

Eesti Telekom AS aktsionärid said ülevõtmispakkumise 2009. aastal ning ülevõtmispakkumise hind oli 5,94 EUR. See oli oluliselt kõrgem kui aktsia turuhind börsil pakkumise eelneval perioodil. Perioodil jaanuar-juuli kauples Eesti Telekom aktsia hinnavahepiirkonnas 4,05-5,33 EUR. Kuna 2009. aastal oli Eestit tabanud majanduslangus, siis turuhinnaga võrdlemine ei ole õigustatud. Näiteks kaubeldi Eesti Telekom AS aktsiatega börsil perioodil 2005-2008 hinnavahepiirkonnas 6,90-9,06 EUR. Kasutades DCF meetodit oli Eesti Telekom AS aktsia õiglase hind 2009. aastal 6,31 EUR/aktsia. Tuginedes DCF meetodile võib öelda, et ülevõtmispakkumise hind ei olnud õiglase. Seda väidet kinnitab ka fakt, et kohus määras peale pikki vaidlusi ülevõtja ja vähemusaktsionäride vahel lõpuks lisahüvitise sundülevõetud aktsiate eest. Lisahüvitise suuruseks oli 0,64 EUR ehk kohtu hinnangul oli õiglase hind 6,59 EUR.

Saku Õlletehase AS ülevõtmine Carlsberg Estonia Holding OÜ poolt toimus 2008. aastal, kui vähemusaktsionäridele pakuti aktsiate loovutamise eest 12,40 EUR. See hind oli kõrgem kui hetke turuhind, kuid just ülevõtmispakkumise perioodil oli turuhind saavutanud oma põhja 10,91 EUR juures. Eelneva aasta jooksul oli Saku aktsia kaubelnud börsil 15-17 EUR vahemikus. DCF meetodil saadud aktsia õiglase hind 2008. aastal on 13,03 EUR/aktsia.

Analüüsid kolme ettevõtet DCF meetodil ja võrreldes saadud väärtustel põhinevaid aktsia hindasid ülevõtmishindadega, on DCF meetodil põhinev hind keskmiselt 3% kõrgem (vt tabel 18).

Tabel 18. ÜVP HÕE võrdlus DCF meetodiga

Ettevõtte	ÜVP HÕE	DCF	Vahe	Vahe %
Olympic Entertainment Group AS	1,90	1,88	-0,02	-1%
Eesti Telekom AS	5,94	6,31	0,37	6%
Saku Õlletehase AS	12,40	13,03	0,63	5%

Allikas: Autori arvutused

Kuigi 3%-line erinevus ei ole väga suur, siis sõltuvalt investorile kuuluvast aktsiate arvust, võib rahaline vahe olla piisav, et nõuda lisahüvitist. Tehtud analüüsil põhjal saab öelda, et juhul kui sundülevõtmisel määratud õiglane hind on saadud ÜVP HÕE meetodil, on ülevõetavate aktsiate omanikel õigus nõuda kohtu kaudu lisahüvitist, tuginedes DCF meetodile.

## KOKKUVÕTE

Lõputöö eesmärk oli välja selgitada kui palju erineb Eestis enimlevinud meetoditel põhinev õiglane hind diskonteeritud rahavoogude meetodil põhinevast hinnast ning seeläbi anda soovitusi väikeaktsionäridele tulevikus asetleidvate ülevõtmispakkumiste korral. Eesmärkide saavutamiseks tehti teaduskirjanduse abil kvalitatiivne uurimus ülevõtmiseid reguleerivate õigusaktide kohta ning erinevate ettevõtte väärtuse hindamise meetodite kohta. Lisaks viidi läbi empiiriline uurimus kolme Eestis aset leidnud ülevõtmispakkumise põhjal. Empiiriline uurimus tugineb avalikult kättesaadavatel ettevõtete majandusaasta aruannetel ning nende põhjal tehtud autoripoolsetest arvutustest. Lisaks esitas töö autor järgmised uurimisküsimused:

1. Milliseid meetodeid kasutati uuritavate ettevõtete ülevõtmispakkumise hinna määramisel?
2. Milline on uuritavate ettevõtete hind diskonteeritud rahavoogude meetodil ülevõtmispakkumisele eelnenud majandusaasta aruandes esitatud finantsandmete põhjal?
3. Kui palju erineb diskonteeritud rahavoogude meetodil arvatud hind ülevõtmise käigus määratud õiglasest hinnast?

Ülevõtmispakkumiste puhul tuleb eristada vabatahtlikku ülevõtmispakkumist ja sundülevõtmist ehk aktsiate ülevõtmist õiglase rahalise hüvitise eest. Börsiettevõtte ülevõtmispakkumise käigus on ülevõtjal, juhul kui ta omandab ülevõtmispakkumise tulemusel vähemalt 90% hääleõigust esindavast aktsiakapitalist, õigus tema taotlusel üldkoosolekul teha ülevõtmise otsus. Otsus ülejäänud aktsiate ülevõtmise kohta on vastu võetud, kui selle poolt on antud vähemalt 90% koguhäältest. Sellisel juhul võib õiglast hüvitist maksta rahas ning sellisel juhul ei või hüvitis olla väiksem ülevõtmisele eelnenud ülevõtmispakkumise ostuhinnast.

Sundülevõtmiste puhul on Eestis õiglase hinna määramisel kasutatud kõige enam ÜVP HÕE ja TH meetodeid. Analüütikute ning investorite seas on ettevõtte väärtusel enim kasutatav meetod DCF. Selles lõputöös olid analüüsitavateks ettevõteteks Olympic Entertainment Group AS, Eesti Telekom AS ja Saku Õlletehase AS. Nende ettevõtete aktsiate sundülevõtmisel oli õiglane hind määratud ÜVP HÕE meetodil. Arvutades ettevõtete väärtust DCF meetodil selgus, et keskmiselt on ÜVP HÕE määratud õiglane hüvitis 3% väiksem, kui DCF meetodil arvatud aktsia hind.

Kui börsiettevõttes saavutab keegi valitseva mõju, on tal kohustus teha vabatahtlik ülevõtmispakkumine ülejäänud aktsiate omandamiseks. Kuna ülevõtja määrab ise hinna, siis enamasti on vabatahtliku ülevõtmispakkumise puhul pakutav hind lähedal turuhinnale. Seda lihtsal põhjusel, et ülevõtja tahab oma investeeeringule saada parimat tootlust, ega paku seetõttu olulist preemiat ülejäänud investoritele. Kuna turuhind sõltub paljudest asjaoludest, muuhulgas üldisest turu majandusseisust, siis ei pruugi see peegeldada ettevõtte tegelikku väärtust. Seega peaksid ülevõtmispakkumise saanud vähemusaktsionärid hindama turuolukorda ning seejärel tegema ettevõtte väärtuse hinnangu DCF meetodil. Kui DCF meetodil saadud väärtusele tuginedes on aktsia hind kõrgem kui turuhind, ei peaks nad pakkumist vastu võtma, sest on tõenäoline, et aktsia hind tõuseb. Kui ülevõtja omandab üle 90% aktsiatest eelnevalt tehtud ülevõtmispakkumise tulemusel ning alustab sundülevõtmise õiglase hüvitise eest, mis on määratud ÜVP HÕE meetodil, on ülevõetavate aktsiate omanikel õigus pöörduda kohtusse täiendava hüvitise saamiseks, tuginedes DCF meetodile.

Autori hinnangul sai lõputöö eesmärk täidetud, ning sellele tuginedes saab anda börsil kauplevatele investoritele soovitusi, kuidas käituda tulevikus aset leidvate ülevõtmispakkumiste korral. Autor leiab, et valitseva mõju omandanud ülevõtja teeb vabatahtliku ülevõtmispakkumise lähtudes turuhinnast ning üle 90%-lise osaluse saavutamisel tugineb sundülevõtmisel õiglase hinna määramisel ÜVP HÕE meetodile. Autor soovib vähemusaktsionäridel võrrelda ülevõtmispakkumise hinda või õiglast hüvitist DCF meetodil. Kui DCF meetodil arvatud hind on kõrgem, tuleks pakkumisest keelduda ja sundülevõtmise korral nõuda kohtu kaudu täiendavat hüvitist.



# **SUMMARY**

## **AN ANALYSIS OF LISTED COMPANIES FAIR PRICE**

Kristen Kuusik

The aim of the thesis was to find out how much the fair price based on the most common methods in Estonia differs from the discounted cash flow method and thus to make recommendations to small shareholders in future takeover bids. To achieve these objectives, a qualitative study of the acquisitions legislation and the various methods of valuing a company was carried out with the help of scientific literature. In addition, an empirical study was conducted on the basis of three takeover bids in Estonia. The empirical study is based on publicly available annual reports of companies and on the author's calculations based on them. In addition, the author asked the following research questions:

1. What methods were used to determine the takeover bid price of the companies under investigation?
2. What is the discounted cash flow method used by the investigated companies in the financial statements for the financial year preceding the takeover bid?
3. How much does the discounted cash flow price differ from the fair value determined at the time of the takeover?

In the case of takeover bids, a distinction must be made between voluntary takeover bids and forced takeovers, ie the takeover of shares for a fair financial consideration. In the case of a takeover bid by a listed company, the transferee, if it acquires at least 90% of the voting share capital as a result of the takeover bid, shall, at its request, have the right to make a takeover decision at the general meeting. The decision to take over the remaining shares shall be taken if at least 90% of the total votes are in favor. In this case, the fair compensation may be paid in cash and in that case shall not be less than the purchase price of the takeover bid preceding the takeover.

In the case of forced takeovers, the most common methods used to determine the fair price in Estonia are the ÜVP HÕE and the TH methods. For analysts and investors, DCF is the most widely used method for company value. The companies analyzed in this thesis were Olympic Entertainment Group AS, Eesti Telekom AS and Saku Õlletehase AS. For the forced takeover of the shares of these companies, the fair price was determined by the ÜVP HÕE method. When calculating the value of companies using the DCF method, it was found that, on average, the fair compensation determined by the ÜVP HÕE is 3% lower than the share price calculated by the DCF method.

When a listed company obtains a dominant influence, it is obliged to make a voluntary takeover bid to acquire the remaining shares. As the acquirer sets its own price, in most cases the price of a voluntary takeover bid is close to the market price. This is for the simple reason that the transferee wants the best return on its investment and therefore does not offer a significant bonus to the rest of the investors. As the market price depends on many factors, including the overall market economy, it may not reflect the true value of the company. Thus, the minority shareholders who received the takeover bid should assess the market situation and then assess the value of the company using the DCF method. If, based on the value obtained by the DCF method, the stock price is higher than the market price, they should not accept the offer because the stock price is likely to rise. If the transferee acquires more than 90% of the shares as a result of a pre-existing takeover bid and commences a forced takeover for a fair compensation determined under the ÜVP HÕE, the owners of the shares to be taken over shall be entitled to legal redress based on the DCF method.

According to the author, the objective of the thesis has been fulfilled and on this basis can be used to give recommendations to trading investors on how to deal with future takeover bids. The author considers that the acquirer, which has acquired a dominant influence, makes a voluntary takeover bid at the market price and, in the event of an expropriation of more than 90%, relies on the ÜVP HÕE method for determining the fair price. The author recommends that minority shareholders compare the price of the takeover bid or fair compensation by the DCF method. If the price calculated by the DCF method is higher, the offer should be refused and additional compensation should be sought through the courts in the event of a forced takeover.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Annus, T. (2018) *Õiglane hüvitis Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsia eest sundülevõtmise korral*. (Magistritöö) Tallinna Tehnikaülikool, Tallinn
- Armitage, S. (2005) *The Cost OF Capital: Intermediate Theory*, Cambridge University Press
- Benninga, S (1997) *Financial Modeling*, MIT Press
- Bloomberg, (2018) Government bonds. Kättesaadav: <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany>
- Brooks, R (1999) *London Inter-Bank Offer Rate (Libor) Versus Treasury Rate: Evidence From The Parsimonious Term Structure Model*. Journal of Fixed Income
- Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Tehniques for Determing the Value of Any Asset*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran A. (2011) *The Little Book Of Valuation: How To Value a Company, Pick a Stock and Profit*. Wiley
- Damadoran. A (2018) *Betas by Sectors*. Kättesaadav: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Damadoran, A. (2019) *Country Default Spreads and Risk Premiums*, Kättesaadav: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- De Mey, J. (2000) *Comments on the Cost Of Capital*. Geneva Papers on Risk and Insurance
- Eesti Pank, (2018) *Eesti majandus liigub väga headest aegadest headesse aegadesse*. Kättesaadav: <https://www.eestipank.ee/press/eesti-majandus-liigub-vaga-headest-aegadest-headesse-aegadesse-26062018>
- Euroopa Komisjon (2018) *Economic forecast for Latvia, Lithuania, Italy, Slovakia, Malta* Kättesaadav: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/winter-2018-economic-forecast\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/winter-2018-economic-forecast_en)
- Euroopa Parlamendi ja Euroopa Liidu Nõukogu 21. aprilli 2014. aasta direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta, ELT L 142/12, 30.04.2004.
- Jegorov, D (2010). *Börsil noteerimata ettevõtete omakapitali hinna leidmise meetodilised alused ja nende rakendamine valitud Eesti majandusharudes*, (Magistritöö) Tartu Ülikool

- KPMG (2017) *Equity market risk Premium research summary*  
Kättesaadav: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2018/advisory/equity-market-risk-premium-research-summary.pdf>
- Kantšukov, M. (2010) *Väärtuskordajatel põhineva meetodi kasutamine ettevõtte väärtuse hindamisel*. (Bakalaureusetöö) Tartu Ülikool, Tartu
- Kenton, W. (2019). *Intrinsic value*. Allikas: Investopedia: Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/i/intrinsicvalue.asp>, 23. jaanuar 201
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc
- Kärt, M. (2017) *Olympic Entertainment Group AS õiglase väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil*, (Bakalaureusetöö) Tallinna Tehnikaülikool, Tallinn
- Ots, K. (2019) *Ülevõtmispakkumine või aktsiate ülevõtmine?* Nasdaq OMX Baltic, 2019.  
Kättesaadav: <https://nasdaqbaltic.com/et/news/ulevotmispakkumine-voi-aktsiate-ulevotmine/>
- Pedell, B. (2006) *Regulatory Risk and the Cost of Capital*. Springer.
- Vomm, M. (2017) *Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine AS Tallinna Kaubamaja näitel*, (Bakalureusetöö) Tallinna Tehnikaülikool, Tallinn
- Zirnask, V. (2008). *Strateegiline Finantsjuhtimine – Idee kohtub rahakotiga*. Tallinn: AS Äripäeva kirjastus

Äriseadustik. RT I, 17.11.2017

Majandusaasta aruanded:

AS Eesti Telekom konsolideeritud majandusaasta aruanne 2004

AS Eesti Telekom konsolideeritud majandusaasta aruanne 2005

AS Eesti Telekom konsolideeritud majandusaasta aruanne 2006

AS Eesti Telekom konsolideeritud majandusaasta aruanne 2007

AS Eesti Telekom konsolideeritud majandusaasta aruanne 2008

AS Olympic Entertainment Group konsolideeritud aastaaruanne 2013

AS Olympic Entertainment Group konsolideeritud aastaaruanne 2014

AS Olympic Entertainment Group konsolideeritud aastaaruanne 2015

AS Olympic Entertainment Group konsolideeritud aastaaruanne 2016

AS Olympic Entertainment Group konsolideeritud aastaaruanne 2017

AS Saku Õlletehase AS majandusaasta aruanne 2003

AS Saku Õlletehase AS majandusaasta aruanne 2004

AS Saku Õlletehase AS majandusaasta aruanne 2005

AS Saku Õlletehase AS majandusaasta aruanne 2006

AS Saku Õlletehase AS majandusaasta aruanne 2007

# LISAD

## Lisa 1. Lihtlitsents

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

Mina Kristen Kuusik (*autori nimi*) (sünnikuupäev:30.03.1991 )

1. annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose  
Börsiettevõtete õiglase hinna analüüs  
(*lõputöö pealkiri*)

mille juhendaja on Ester Vahre  
(*juhendaja nimi*)

1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh TalTechi raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks TalTechi veebikeskkonna kaudu, sealhulgas TalTechi raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. Olen teadlik, et käesoleva lihtlitsentsi punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

---

<sup>1</sup>*Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil.*