

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Maiken Johanna Missing

Börsivälise ettevõtte väärtuse hindamine AS Eesti Gaas näitel

Bakalaureusetöö

Õppekava TABB 02/09, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Kristjan Liivamägi, PhD

Tallinn 2020

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 7535 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Maiken Johanna Missing

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 164860TABB

Üliõpilase e-posti aadress:

Juhendaja: Kristjan Liivamägi, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. ETEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE	7
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja meetodid.....	7
1.1.1. Diskonteeritud rahavoogude meetod	10
1.1.2. Võrdlevate suhtarvude meetod	17
2. AS EESTI GAAS	22
2.1 Turu kirjeldus	23
2.1. Müügitegevus	24
2.2. Investeeringud ja finantseerimine.....	27
3. AS EESTI GAAS ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	28
3.1. AS Eesti Gaas õiglase väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	28
3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine.....	28
3.1.2. Kaalutud keskmise hinna ja terminaalväärtuse leidmine.....	30
3.1.3. AS Eesti Gaas väärtus ja sensitiivsusanalüüs	33
3.2. AS-i Eesti Gaas õiglase väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil.....	34
3.3. Hinnang saadud tulemustele.....	37
KOKKUVÕTE	39
KASUTATUD ALLIKAD	41
SUMMARY	43
LISAD	45
Lisa 1. AS Eesti Gaas kasumiaruanne perioodil 2014-2018	45
Lisa 2. Lihtlitsents	46

LÜHIKOKKUVÕTE

Bakalaureusetöö eesmärk on hinnata Eesti Gaasi õiglast väärtust ja võtta vastu otsus majandustehingu sooritamiseks või mitte sooritamiseks. Uuringu läbiviimiseks kasutati kvantitatiivseid analüüsimeetode. Ettevõtte finantsandmete ja vabade rahavoogude abil arvutati Eesti Gaasi õiglane väärtus ning leitud tulemusi analüüsiti. Tulemusteni jõudmiseks püstitati uurimisküsimused, mille abil hinnatakse ettevõtte õiglast väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodiga ja võrdlussuhtarvude meetodiga. Arvutatud näitajaid võrreldakse omavahel. Tulemustena selgus, et diskonteeritud rahavoogude meetodil on Eesti Gaasi ühe aktsia õiglane väärtus 2,24 eurot. Võrdlussuhtarvude meetodil selgus, et suhtarvude P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA keskmine õiglane aktsia hind on 1,49 eurot. Kahe analüüsimeetodi keskmiseks kujunes 1,92 eurot.

Võtmesõnad: Õiglase väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod, võrdlussuhtarvude meetod, , investeerimisotsused.

SISSEJUHATUS

Bakalaureusetöö teemavalik lähtus sellest, et investeerimine on muutunud tänapäeval üha populaarsemaks. Nii eraisikutel kui ka füüsilistel isikutel on palju võimalusi investeerimiseks. Näiteks paigutatakse raha ühisrahastustesse kui ka fondidesse, soetatakse väärtpabereid jne. Investeerimisel on oluline teha läbimõeldud otsused, et tehtav investeering oleks atraktiivse riski tulu suhtega. Väärtpaberite puhul on üheks võimaluseks hinnata ettevõtte õiglast väärtust. Ettevõtete aktsiate turuhinnad muutuvad pidevalt ja need ei anna adekvaatset pilti sellest, mis on ettevõtte tegelik väärtus. Väärtpaberi ostuotsuse langetamine turuhinna alusel ei ole ratsionaalne. Kalkuleeritud investeerimisotsuse tegemiseks tuleb tutvuda ettevõtte majandusnäitajatega ning nende järgi hinnata ettevõtte õiglast väärtust.

Käesoleva bakalaureusetöö teema on valitud isiklikust huvist saada vajalikud teadmised ettevõtte õiglase väärtuse hindamisest ning vastavalt omandada ka praktilised oskused. Lisaks on töö oluline kõikidele Eesti Gaasi olemasolevatele aktsionäridele, tulevastele aktsionäridele ning võib pakkuda huvi laenuandjatele. Bakalaureusetöö eesmärk on hinnata Eesti Gaasi õiglast väärtust diskonteeritud rahavoogude ja võrdlussuhtarvude meetodil. Tulemusena saab teada arvuliselt, kui palju on ettevõtte väärt ning on näha, kas on mõtet majandustehinguid teha.

AS-i Eesti Gaas õiglase väärtuse hindamiseks ja parema eesmärgini jõudmiseks on püstitatud uurimisküsimused:

- 1) Mis on AS Eesti Gaas õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 2) Mis on AS Eesti Gaas õiglase väärtus võrdlussuhtarvude meetodil?
- 3) Kui palju erinevad kahel erineval meetodil arvatud väärtused?

Uurimisküsimuste abil hinnatakse, milline on ettevõtte õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil ning milline on Eesti Gaasi õiglase väärtus võrdlussuhtarvude meetodil. Kahel meetodil leitud tulemusi võrreldakse omavahel ning vaadatakse, kui palju leitud väärtused teineteisest erinevad.

Bakalaureusetöö on jaotatud kolmeks peatükiks. Esimene peatükk on jaotatud 1 alapeatükiks, millel on omakorda veel kaks alapeatükki. Esimeses alapeatükis on ülevaade ettevõtte väärtuse hindamise olemusest üldiselt ning selle alapeatüki esimeses alajaotises on tutvustatud

diskonteeritud rahavoogude meetodit ja teises alajaotises võrdlevate suhtarvude meetodit. Teine peatükk on jaotatud kolmeks alapeatükiks ning teises peatükis antakse ülevaade analüüsivast ettevõttest. Kolmas peatükk on jaotatud kolmeks alapeatükiks. Esimeses alapeatükis hinnatakse Eesti Gaasi õiglast väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil ning selleks kasutatakse kolme etappi, mis on kõik esitatud eraldi jaotistena. Teises alapeatükis hinnatakse ettevõtte õiglast väärtust võrdlevate suhtarvude meetodil. Kolmandas alapeatükis esitatakse tulemused ning võrreldakse kahe õiglase väärtuse meetodiga leitud tulemusi omavahel.

1. ETEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ja meetodid

Teadmine, palju vara on väärt ja mis selle väärtuse määrab, on ettevõttes otsuste tegemise eelduseks. Turvalisema majanduse loomiseks ja tulevaste kriiside eest kaitsmiseks on oluline teada, kuidas luua ja hinnata väärtust, kasutades juba varasemalt tõestatud ehk enne 2007. aasta finantskriisi aegseid meetode Ettevõtte hindamise eesmärk on anda omanikele, potentsiaalsetele ostjatele ja teistele huvitatud sidusrühmadele ligikaudne väärtus selle kohta, kui palju ettevõtte väärt on (Koller 2010, lk 3).

Ettevõtte väärtus on laias pildis iga potentsiaalse ostja silmis erinev ning võib erineda ka ostja ja müüja perspektiivides. Ettevõtte tegelik väärtus ei ole tingimata võrdne hinnaga, mis on firma müügitehingus ostja ja müüja vahel kokkulepitud. Väärtuse hindamisel ostja vaatepunktist on põhieesmärgiks määrata kindlaks soovitud ettevõtte väärtus ehk kogusumma, mida ta on valmis selle eest maksma ning mis sobiks ka müüjale. Müüja vaatepunktist on hindamise põhieesmärgiks kindlaks teha, mis peaks olema minimaalne hind, millega ta on nõus ettevõtet müüma. Ettevõtte ja eri äriüksuste hindamine on oluline strateegilisel planeerimisel, et otsustada, millega jätkata ja mida hüljata ning annab võimaluse mõõta ettevõtte võimalike poliitikate ja strateegiate mõju väärtuse loomisele ja hävitamisele. Kui enamasti on ettevõttel omaniku jaoks emotsionaalne väärtus, siis õiglane analüüs nõuab erapooletust (Fernandez 2007, lk 2).

Väärtuse loomise juhtpõhimõte on see, et ettevõtted loovad väärtuse, investeerides investoritelt kogutud kapitali, et tekitada tulevasi rahavooge kasumimääradega, mis ületavad kapitalikulu (kulu, mis on seotud tegevuse arendamiseks vajaliku kapitali kasutamisega). Mida kiiremini ettevõtted suudavad oma tulusid suurendada ja rohkem kapitali atraktiivse tulumääraga kasutada, seda rohkem väärtust nad loovad. Väärtuse ajendiks on kombinatsioon kasvust ja investeeritud kapitali tootlikkusest (*return on invested capital* ehk *ROIC*). Tähtsad on ka „väärtuse tekitajad“ ehk entiteedid, mida saab lisada tootele või teenusele, mis suurendab viimaste väärtust olles tarbijatele atraktiivsemad ning andes teiste ettevõtete ees konkurentsieelise (Koller 2010, lk 4).

Väärtus on eriti kasulik tulemuslikkuse näitaja, sest selles võetakse arvesse mitte ainult aktsionäride huve, vaid kõigi ettevõtte sidusrühmade pikaajalisi huve. Järjest rohkem on tehtud

uuringuid, mille andmetel on selgunud, et väärtus on oluline ka kõikidele põhiomanikele, sest äriühingud, mis suurendavad pikemas perspektiivis oma aktsionäride väärtust, loovad ka rohkem töökohti, kohtlevad praegusi ja endisi töötajaid paremini, annavad oma klientidele rohkem rahulolu ja panevad suuremat rõhku ettevõtte vastutusele. (Ibid).

Ettevõtte väärtuse hindamisel erinevate finantsanalüüsi meetodite kasutamine aitab tulemusena leida ala- või ülehinnatud ettevõtteid. Finantsanalüüsi mõistetakse kui ettevõtte möödunud, käesoleva ja tulevikus oodatava rahandusliku olukorra hindamist (Teearu 2005, lk 15). Finantsanalüüs on ettevõtete, projektide, eelarvete ja muude finantsvaldkonna entiteetide hindamise protsess, et teha kindlaks nende tulemuslikkus ja sobivus investeerimiseks. Tüüpiliselt kasutatakse finantsanalüüsi, et analüüsida, kas investeerimisprojekt on stabiilne, maksejõuline, likviidne või piisavalt kasumlik rahalise investeeringu tagamiseks. Konkreetse ettevõtte analüüsil keskendutakse kasumiaruandele, bilansile ja rahavoogude aruandele. Üks kõige levinumaid viise finantsandmete analüüsimiseks on suhtarvude võrdlemine teiste firmade omadega või ettevõtte enda varasemate tulemustega tuleviku prognoosideks (Investopedia).

Finantsanalüüs jaguneb kaheks: tehniline ja fundamentaalne analüüs. Börsil kasutatavatest analüüsimeetodidest on tehnilise analüüsi kõrval fundamentaalne analüüs üks peamisi väärtuse analüüsimise meetodeid. Tehnilise analüüsi raames pööratakse eelkõige tähelepanu ettevõtte aktsiagraafikutele ning uurib aktsiahindade lühiajalist kõikumist, mis on selgitatav valdavalt investorite psühholoogiaga. Fundamentaalse analüüsi fookus on ettevõtte majandusaruannetel, turusituatsioonil, juhtkonna ja tulevase potentsiaali uurimisel ja prognoosimisel eesmärgiga leida turul ettevõtted, mis on alahinnatud või ootustest kiiremini kasvavad. Üheks eelduseks fundamentaalse analüüsi seisukohalt on see, et ettevõtte turuhind ei võrdu tema õiglase väärtusega ehk ettevõtte võib olla ala- või ülehinnatud. Samal ajal eeldatakse ka, et turg korrigeerib ajapikku ettevõtte turuhinna õiglase väärtuse tasemele. Antud eelduste tõttu kasutatakse fundamentaalset analüüsi eelkõige pikaajaliste investeerimisotsuste tegemiseks. Viimase põhieesmärgiks on erinevate meetodite abil õiglase väärtuse leidmine. Enim kasutatud meetodid on diskonteeritud rahavoogude meetod ja suhtarvude meetod, mis on omavahel tihedalt seotud. (Kert 2007, lk 159).

Ettevõtete väärtusi on võimalik hinnata mitmel erineval moel. Väärtuse hindamise analüüsis on esitatud konkreetsed väärtused ja hinnangud ning põhjalik seletus igale väärtust mõjutavale komponendile. Äriühingute hindamise meetodeid saame kategoriseerida viite erinevasse gruppi.

Tabel 1. Ettevõtte hindamismeetodid

Bilansil põhinevad meetodid	Võrreldavate tehingute meetodid	Segameetodid	Rahavoogude diskonteerimisel põhinevad meetodid	Reaaloptsioonide hindamise meetod
raamatupidamisväärtus	P/E	korrigeeritud kasumi diskonteerimise meetod	dividendide diskonteerimine	Black-Scholesi mudel
varade turuväärtus	hind/EBITDA		omanike vaba rahavoo diskonteerimine	binominaalne mudel
likvideerimisväärtus	hind/käive	ekstratulu meetod		Monte Carlo simulatsioon
asendusmaksumus	muud suhtarvud		ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine	
	P/B			

Allikas: (Zirnak 2008, lk 122)

Fernández on oma artiklis keskendunud neljale kõige enam kasutatavale ettevõtte hindamismeetodile: 1) bilansil põhinevad meetodid, 2) võrreldavate tehingute meetodid, 3) segameetodid ja 4) rahavoogude diskonteerimise meetodid. Meetodid, mis muutuvad üha populaarsemaks (ja on mõisteliselt "õiged"), põhinevad rahavoogude diskonteerimisel. Need meetodid käsitlevad äriühingut rahavoogude generaatorina ja seetõttu saab seda hinnata finantsvarana. Isegi kui muud meetodid on mõisteliselt „ebaõiged”, kasutatakse neid sellegipoolest. Tavaliselt kasutatakse erinevaid tehnikaid samal ajal ja seejärel võrreldakse tulemusi üksteisega, et suurendada kindlust, et tulemus on mõistlik (Fernandez 2007).

Bilansil põhinevate meetodite (aktsionäride omakapital) eesmärk on määrata kindlaks ettevõtte väärtus, hinnates selle varade väärtust. Väärtus määratakse seisukohast, kus ei võeta arvesse äriühingu võimalikku tulevast arengut ega raha ajutist väärtust. Samuti tegureid nagu tööstuse praegune olukord, inimressursid või organisatsioonilised probleemid, lepingud jne, mis raamatupidamis- aruannetes ei kajastu, kuid leitavat väärtust tegelikult mõjutavad. Nendest meetoditest lihtsaim on raamatupidamisväärtuse alusel tehtav ettevõtte väärtuse hindamine. Sellest hoolimata ei tasu seda täpsema tulemuse jaoks kasutada, sest raamatupidamislik väärtus ei vasta peaaegu kunagi turuväärtusele (Fernandez 2007, lk 4).

Segameetodil leitud väärtus on üldiselt äriühingu raamatupidamislikul või võrreldavate tehingute meetodil hinnatud väärtustest kõrgem. Segameetodi eesmärk on esindada ettevõtte immateriaalsete varade väärtust. Immateriaalsete varade väärtus sageli bilansis ei kajastu, kuid

siiski annab see eelise teiste samas valdkonnas tegutsevate ettevõtete suhtes (klientide portfelli kvaliteet, kaubamärgid, strateegilised liidud jne). Segameetodide puhul kasutatakse erinevaid lähenemisviise, nimelt elemente nii varade väärtuse kui ka rahavoogude diskonteerimise meetoditest. Nende kombineeritud meetoditega püütakse kindlaks määrata ettevõtte väärtus, hinnates viimase varade koguväärtust ja tulevase tulu väärtusest tulenevat kapitalikasumit (Ibid).

1.1.1. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutatakse investeringu väärtuse hindamiseks tema tulevaste rahavoogude põhjal. Selle meetodi kohaselt on ettevõtte väärtus võrdne tema tulevikus teenitavate rahavoogudega, mida on korrigeeritud nii riskitaseme, omanike nõutava tulunormi kui ka teiste teguritega. Diskonteeritud rahavoogude analüüsi eesmärk on hinnata investeringu pealt saadavat ajaväärtusega korrigeeritud raha. Raha ajaväärtuse eelduseks on, et täna on raha väärtus on suurem kui homme (Investopedia).

Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks klassikalisi ettevõtte hindamise meetodeid. Käsitlevat meetod on börsil mittenoteeritud ettevõtete väärtuse leidmiseks üks peamisi viise. Börsil kaubeldavate ettevõtete puhul on diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutegur väiksem ning töömahukuse tõttu ei pöörata sellele tihti suurt tähelepanu. (Kert 2007, lk 166)

Rahavoogude diskonteerimise meetodid põhinevad iga perioodi üksikasjalikul ja hoolikal prognoosil, mis põhinevad ettevõtte tegevusega seotud vastavate rahavoogude tekkega, näiteks käibe kogumine, personal, toorained, haldus, kulud ja laenu tagasimaksud. Diskontomäär kindlaksmääramine on seejuures üks tähtsamaid ülesandeid, kus arvestatakse riski ja varasemat volatiilsust (Zarnik 2008).

Diskonteeritud rahavoogude meetodiga ettevõtte hindamise protsess koosneb mitmest etapist. Esmalt mõeldakse välja stsenaariumid, mille kaudu ennustatakse tulevase vabasid rahavooge järgmiseks viieks kuni kümneks aastaks. Seejärel tuleb määrata diskontomäär - kaalutud keskmine kapitali hind (WACC), et diskonteerida kõik tulevased vabad rahavood, mille põhjal arvutatakse nüüdispuhasväärtus (NPV - net present value). Järgmises etapis tuleb kindlaks teha terminaalkväärtus (TV - terminal value). Terminaalkväärtus on kõikide stsenaariumi analüüsi rahavoogude netoväärtus ehk näitab ettevõtte väärtust sellel ajahetkel (Steiger 2008).

Diskonteeritud rahavoogude meetodis eristatakse kahte erinevat lähenemisviisi: firma tuleviku vaba rahavoogude diskonteerimine (FCFF), mis on kättesaadavad võla- ja kapitaliomanikele ning omanike vaba rahavoogude diskonteerimine (FCFE), mis on kättesaadavad ainult äriühingu aktsiate omanikele (Ibid). Käsitletavas töös kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamisel firma vabasid rahavoogusid, mistõttu uuritakse lähemalt ainult seda lähenemisviisi.

Firma vaba rahavoog (FCFF) kujutab endast investoritele kättesaadavat raha pärast kõikide ärikulude ära maksmist ning käibevarasse (nt varud) ja materiaalsesse põhivarasse (nt seadmed) investeerimist. Ettevõtte vaba rahavoo arvutus annab hea ülevaate äriühingu tegevusest ja tegevuse tulemuslikkusest. Firma vaba rahavoo arvutamisel lähtutakse sellest, et kõik raha sissevood on tulud, kõik raha väljavood on tavalised kulud ning kõik reinvesteeritud summad lähevad ettevõtte kasvamiseks. Peale nende tehingute teostamist järele jäänud raha kujutabki endast äriühingu vaba rahavoogu (FCFF) (Stowe 2010). Kõige levinum võrrand firma vabade rahavoogude arvutamiseks on järgmine (Zirnask 2008):

+ kasum enne intressi ja maksude maksmist \times (1-maksumäär)
+ kulum
- investeringud põhivarasse
- käibekapitali muutus
= firma vaba rahavoog

Positiivne FCFF väärtus näitab, et ettevõttel on veel raha ka pärast kulusid. Negatiivne väärtus viitab sellele, et ettevõtte ei ole oma kulude ja investeerimistegevuse katmiseks piisavalt tulu toonud. Sel juhul peaks investor leidma põhjalikumalt süvenema ja leidma tulemise põhjused. (Investopedia).

Diskontomäära kindlakstegemine nõuab ettevõtte rahastamisstruktuuri ja praeguste turutingimuste ulatuslikku analüüsi. Määra vabade rahavoogude diskonteerimiseks nimetatakse kaalutud keskmine kapitali hind WACC (*weighted average cost of capital*). WACC on üks olulisemaid sisendtegureid DFC mudelis. Väikesed muutused WACC arvutamisel põhjustavad suuri muutusi ettevõtte väärtuses. WACC arvutatakse võttes arvesse ettevõtte kapitalistruktuuri ning korrutades seda vastavalt omakapitali ja võõrkapitali keskmise hinnaga (Steiger 2008).

$$WACC = \frac{OK}{OK + VK} \times k_e + \frac{VK}{VK + OK} \times k_d \quad (1)$$

kus

WACC – keskmine kaalutud kapitali hind

k_e – omakapitali hind

k_d – võõrkapitali hind

$E/(E+D)$ – omakapitali osakaal firma kapitalis

$D/(E+D)$ – võõrkapitali osakaal firma kapitalis

Omakapitali hinna arvutamisel kasutatakse enamasti finantsvarade hindamise mudelit CAPM (*capital asset pricing model*), mille alusel, nagu nimigi ütleb, hinnatakse ettevõtte finantsvarasid. Antud mudel kirjeldab süsteemse riski ja finantsvara (eelkõige aktsia) tootluse ootuse vahelist suhet. Omakapitali hinda on võimalik CAPM mudelile toetudes leida järgmiselt (Stowe 2010, lk 57):

$$E(R_i) = R_f + \beta + [E(R_m)] \quad (2)$$

kus

$E(R_i)$ - oodatav omakapitali tulumäär ehk omakapitali hind

R_f - riskivaba tulumäär

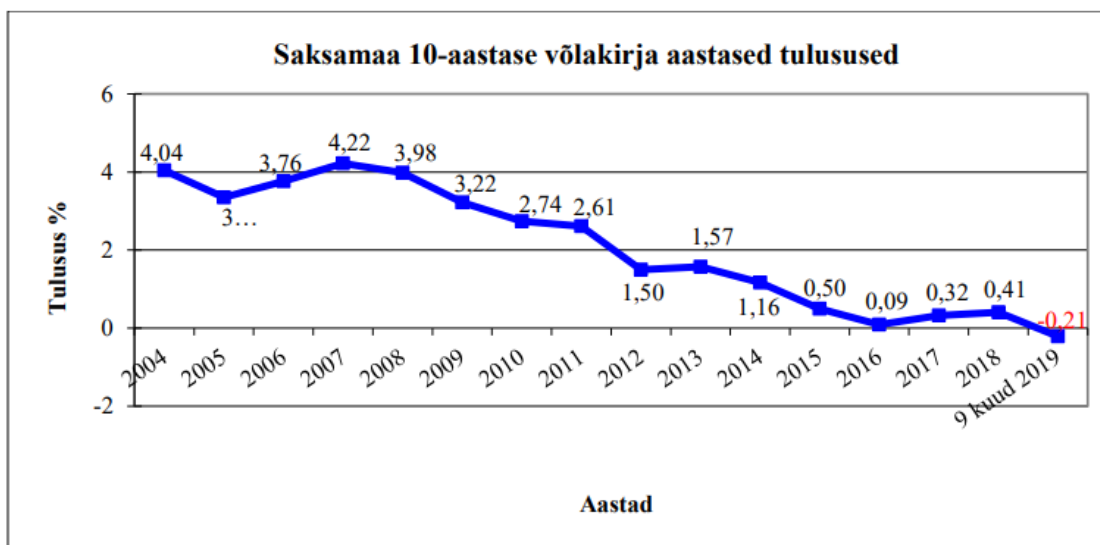
β - beetakordaja

R_m - tururiski preemia

Börsil noteerimata ettevõtte väärtuse hindamisel ja omakapitali hinna arvutamisel tuleb silmas pidada ka ettevõtte likviidsuspreemiat ehk ettevõtte allahindlust, mis tuleb omakapitali hinnale juurde lisada. Eurotsooni ettevõtete seas on Klein ja Scheibel uurinud, et börsil mittekaubeldava ettevõtte allahindlus on 5% (Klein 2012). Likviidsus ise antud kontekstis tähendab varade rahaks vahetamise kiirust ilma, et omanik tehingukulude või väärtuse languse pärast väärtust kaotaks (Bajaj 2001).

Riskivaba tulumäära (R_f) käsitletakse kui tulu, millel puudub risk ja mille puhul investor riskivaba tootlust ootab. Riskivaba tulumäära arvutamisel on Konkurentsiamet kasutanud Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta (2014-2018) keskmist tulusust, sest 10-aastane võlakiri on oma

olemuselt palju sarnasem aktsiale kui aastase tähtajaga võlakiri. Aluseks võeti Saksamaa võlakiri seepärast, et Eesti riik ei ole pikaajalise tähtajaga võlakirja emissioone korraldanud. Samuti on Saksamaa puhul tegemist eurotsooni ühe suurima riigiga. Konkurentsiamet arvutas Saksamaa 10-aastase võlakirja aastate 2014-2018 keskmiseks tulususeks 0,5%. (Konkurentsiamet 2019).



Joonis 1. Saksamaa 10.aastase võlakirja keskmised tulusused

Allikas: Konkurentsiamet, 2019

Riskivabale tulumäärale liidetakse juurde riigiriski preemia (R_c), mille määratleb (Eesti Panga hinnangul) see suhteline raha hulk, mida riik rahvusvahelisel turul raha laenates peab maksma rohkem riigist, kellel on Eestist parem maksevõime reiting. Kõige lihtsam oleks seda määrata valitsuse võlakirjaintresside määrade erinevuse põhjal, kuid 2019. aasta Rahandusministeeriumi andmetel puuduvad Eestil järelturul kaubeldavad võlakirjad, mistõttu ei ole võimalik otsest kvantitatiivset hinnangut Eesti riigiriskile anda. Hinnangu andmisel on varasematel aastatel lähtunud reitinguagentuuride (S&P/ Moody's) avaldatud riikide krediitireitingutest, eeldusega, et väljastatud riigireitingud erinevad Eesti riigireitingust maksimaalselt ühe astme võrra. Eesti krediitireiting oli 2018. seisuga AA-/A1. Alternatiivse variandina on kirjeldatud laiapõhjalisemat riigireitingutel põhinevat riskipremia hinnangut, mille põhjal Eesti riskireitingule AA-/A1 vastav riigiriski preemia suurus Damodarani kogutud Moody's andmebaasi andmetel oli 2019. aasta alguses 79 baaspunkti ehk 0,79%.

Tururiskipremia (R_m) on investoritele kompensatsiooniks süstemaatilise riski, mis näitab kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale. Tururiskipremiat on üsna

keeruline mõõta. Eksperdi andmetel on tururiskipreemiana soovitatud kasutada geomeetrilist keskmist tulusust üle pikaajaliste valitsuse võlakirjade tulususe. *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018* andmetel on Konkurentsiamet koostanud järgmise tabeli ajalooliste geomeetrilist keskmiste tururiskipreemiatega perioodil 1900-2018:

Tabel 2. Geomeetrilised keskmised tururiskid perioodil 1900-2018

Piirkond	Tururiskipreemia
Euroopa	3,00
Maailm	3,20

Allikas: Konkurentsiamet, 2019

Mitmete mudelite kohaselt võiks see jääda 4,5% ja 5,5% vahele (Koller). Erinevate Euroopa Liidu regulaatorite poole rakendavate tururiskipreemiade aritmeetiliseks keskmiseks on kujunenud 4,74%.

Beetakordaja (β ; edaspidi beeta) mõõdab suhteliselt aktsia süstemaatilist riski ehk seda väärtpaberitega seotud riskist, mida pole võimalik portfelli koostamisega hajutada. Beeta võrdleb ettevõtte riskantsust keskmise ettevõtte riskitasemega (Konkurentsiamet 2019). Tavaliselt varieerub beeta väärtus nulli ja kahe vahel, millest lähtuvalt võrdub turuindeksi beeta ühega (Koller, Goedhart, Wessels 2010). Aktsia risk on üle turu keskmise, kui selle beeta on üle ühe. Kui aktsia risk jääb alla ühe, siis on aktsia risk vastavalt alla turu keskmise. Milleri valemi järgi avaldub beeta järgmiselt:

$$\beta_e = \beta_a \times (1 + VK/OK) \quad (3)$$

kus

β_e – on ettevõtja finantsvõimendusega beeta

β_a – on majandusharu finantsvõimendusega beeta

VK/OK – on regulaatori poolt määratud võlakapitali osakaal jagatud omakapitali osakaaluga

Elektri- ja gaasivõrguettevõtjatele on CEERi riikide viimase kümne aasta (2010-2019) keskmiste beeta näitajate alusel arvatud keskmised aritmeetilised finantsvõimendusega beeta.

Tabel 3. CEERi riikide elektri- ja gaasivõrkude keskised finantsvõimendusega beeta

	Elektri põhivõrk	Elektri jaotusvõrk	Gaasi põhivõrk	Gaasi jaotusvõrk
10-aasta keskmine beeta	0,345	0,353	0,364	0,372
Elektri- ja gaasivõrguettevõtjate keskmine	0,359			

Allikas: Konkurentsiamet, 2019

Võlakapitali hind kujuneb summana riskivabast tulumäärast, Eesti riigi riskipreemiast ja ettevõtja võlakapitali riskipreemiast. Ettevõtja võlakapitali riskipreemia on riskivaba tulumäära ületav oodatav tulunorm. Elektri- ja gaasivõrkudele on ettevõtjate võrdse kohtlemise tagaiseks kasutatud CEERi (*Council of European Energy Regulators*) riikide andmebaasis toodud aritmeetilisi keskmiseid näitajaid. CEER peab antud näitajaid konfidentsiaalseteks, mistõttu on Konkurentsiametil palutud võlakapitali riskipreemia näitajaid riikide lõikes mitte avalikustada (Konkurentsiamet, 2019). Viimati esitatud andmete põhjal on võlakapitali riskipreemia aritmeetilised keskmised järgmised:

Tabel 4. CEER riikide võlakapitali keskmised riskipreemiad

	Võlakapitali riskipreemia			
	Elektri põhivõrgu ettevõtjad	Elektri jaotusvõrgu ettevõtjad	Gaasi põhivõrgu ettevõtjad	Gaasi jaotusvõrgu ettevõtjad
Aritmeetiline keskmine	1,18%	1,28%	1,11%	1,08%
Elektri- ja gaasivõrguettevõtjate keskmine	1,16%			

Allikas: Konkurentsiamet, 2019

Kuna tulumaksuga maksustatakse Eestis ainult ettevõttest välja viidud kapitali, siis antud töö raames tulumaksu mahaarvamist arvesse ei võeta. Vastasel juhul peaks võlakapitali hind sisaldama ka intressidelt mahaarvatud tulumaksu (Liivalaid 2017).

Terminaalväärtus peegeldab prognoosiperioodile järgnevaid ettevõtte rahavooge prognoosiperioodi lõpu ajalises väärtuses. Pärast terminaalväärtuse leidmist diskonteeritakse see nüüdisväärtusesse, kasutades diskontomäärana eelnevalt leitud kaalutud keskmist kapitali hinda (SEB). Terminaalväärtust saab leida kolmel erineval viisil. Üheks neist on eeldada ettevõtte varade likvideerimist prognoosi lõppaastal ja hinnates, mida teised ettevõtte poolt akumulieeritud varade eest maksaksid (turuväärtus). Teised kaks lähenemisviisi hindavad äriühingut kui tegevust jätkavana terminaalväärtuse hindamise hetkel. Esimene arvutatakse suhtarvude põhjal ettevõtte müügitulult, kasumilt või raamatupidamislikult väärtuselt prognoosi viimasel aastal. Teise meetodi

kohaselt eeldatakse, et ettevõtte rahavood jäävad lõpmatuseni konstantse (stabiilse) kasvumääraga kasvama (Damadoran 2006).

Käsitletavas töös kasutatakse terminaalkäätuse arvutamisel viimast ehk stabiilse kasvu mudelit, mis eeldab teatud punktist rahavoogude igavest kasvu konstantse kasvumääraga. Seda kahel lihtsal põhjusel: likvideerimisväärtus eeldab ettevõtte tegevuse lõpetamist kuigi ettevõtte põhiidee peaks olema järjepideva kasumi saamine ning suhtarvude kasutamisel on suur mõju hindamise lõpptulemusele ja see ei põhine ettevõtte enda sisemisel väärtusel (Liivalaid 2017).

Terminaalkäätuse leiame järgmise valemiga (Damadoran 2006):

$$\text{Terminaalkäätus} = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)} \quad (4)$$

kus

TV – terminaalkäätus

FCFF – firma vaba rahavoog

WACC – kaalutud keskmine kapitali hind

g – konstantne ettevõtte kasvumäär

Terminaalkäätus on väga tundlik väikestele muuutustele, mistõttu peab selle arvutamisel olema võimalikult täpne. Kuna ettevõtte õiglast väärtust arvutatakse tuginedes tuleviku rahavoogudele, on üks olulisemaid tegureid selles hindamisprotsessis oodatav kasvumäär (Damodaran 2001, lk 757). Terminalkäätuse arvutamisel peab jälgima kolme sammu, nimelt: 1) ükski ettevõtte ei kasva kõrgema määraga kui riigi majanduskasvu määr, 2) ettevõtte stabiilse kasvumäära korral peaksid riskimäär ja võla suhe samuti vastava keskmise suunas liikuma, 3) stabiilne kasvufirma peaks reinvesteerima täpselt nii palju, et säilitada sarnane kasvumäär. Oodatav kasvumäär koosneb reinvesteeringimismäär ja omakapitali tootluse omavahelisest suhtest ning ilmneb valemina (Damodaran 2011, lk 52):

$$\text{Oodatav kasvumäär} = RR \times ROE \quad (5)$$

Ettevõtte koguväärtuse hindamiseks peab saadud diskonteeritud rahavoogude summa liitma diskonteeritud terminaalväärtusele (Damodaran 2012, lk 362). Et leida ettevõtte aktsia õiglane hind tuleb saadud ettevõtte väärtus jagada omakorda aktsiate arvuga (Stowe 2010).

Diskonteritud rahavoogude meetodi puhul peab siiski tõdema, et ka väga kvaliteetse prognoosi puhul ei lähe vastavad tulemused kokku tegelikkusega, mis võivad saadud tulemuse kahtluse alla seada. Seda seetõttu, et juba andmete sisestamisel või nende konverteerimisel võib prognoosiks vigu tekkida. Tõenäoliselt erineb tegelikkusest ka hindamiseks tehtud prognoos, sest aja jooksul võib palju muutuda. Viimaseks ja kõige võimsamaks mõjuriks on makromajanduslikud tegurid, sest isegi, kui prognoos on koos sisse arvestatud riskidega olnud üsna täpne, võib makrokeskond saadud tulemusi mõjutada vastupidises suunas (Damodaran 2011, lk 10).

1.1.2. Võrdlevate suhtarvude meetod

Erinevalt bilansil põhinevatest meetoditest tuginevad need meetodid ettevõtte finantsaruandele. Finantsaruandel põhinevad meetodid püüavad määrata ettevõtte väärtust kasumi, müügi või muude näitajate suuruse alusel. Suhtarvude meetodi puhul hinnatakse vara selle alusel, kuidas sarnaseid varasid turul varem hinnatud on.

Aktsiate väärtuse määramisel on väärtusinvestori jaoks kõige tähtsam hinnata kõigepealt ettevõtte õiglast väärtust. Aktsia turuhinna teadmine ei anna investorile piisavalt infot ning seetõttu on raske välja lugeda, kas aktsiasse tasub investeerida või mitte. Väärtusinvesteerimise olemus seisneb selles, et varade hinda iseloomustavad parameetrid liiguvad aja vältel kõrg- või madalseisustmkeskmiste väärtuste juurde tagasi. Aktsia hinnale hinnangu andmiseks kasutavad väärtusinvestorid mitmesuguseid suhtarve (Hänni 2008, lk 26).

Suhtarve saab enamasti arvutada nii mineviku finantsandmete kui ka tulevaste prognooside põhjal. Märgatavalt lihtsam on seda teha juba olemasolevate andmete põhjal, kuid sellisel juhul sisaldavad leitud suhtarvud märgatavalt vähem informatsiooni. Prognoositavad finantsnäitajad on informatsioonirikkamad, kuid nende kvaliteet on otseses sõltuvuses tehtud prognoosi kvaliteediga. (Kert 2007, lk 166).

Diskonteeritud rahavoo meetodi põhisel hindamisel on eesmärk leida vara väärtus, võttes arvesse viimase rahavoogu, kasvu ja riskiomadusi. Võrdlussuhtarvude meetodi eesmärk on hinnata vara võrreldes seda teiste sarnaste turu poolt hinnatud varadega. Sellest lähtudes tuleb suhtelise väärtuse leidmiseks hinnad standardiseerida, konverteerides need mingi ühise muutujaga suhtarvudeks (Damodaran (2006)). Leitud sobivad suhtarvud varieeruvad varade lõikes, kuid aktsia hinna analüüsimiseks ja võrdlemiseks kasutavad väärtusinvestorid peamiselt P/E, P/S, PEG, P/B ja EV/EBITDA suhtarve (Hänni 2008).

Aktsiaturul on aktsiate hinna hindamise mõõdupuuna kõige enam kasutatud P/E (*price/earnings ratio*) ehk hinna/tulu suhet. P/E suhtarv on kujunenud niivõrd populaarseks, sest see võimaldab omavahel võrrelda erinevate riikide ja majandusharude aktsiate hinnataset. Teisisõnu nimetatakse seda ka kasumikordajaks (Saario 2016), millest tavainvestorid esmahinnangus lähtuvad (Hänni 2008, lk 27). P/E suhtarv näitab, mitme aasta pärast teenib ettevõtte kasumit, mis võrdub tema väärtusega tingimusel, et aastakasum ei muutu (Saario 2016). Seega näitab P/E tase, kuidas turg aktsiat ettevõtte kasumi suhtes hindab - kõrgelt või madalalt.

P/E sisaldab endas palju väärtuslikku informatsiooni, samuti on seda on võrdlemisi lihtne arvutada. Ent P/E arvutamisel on äärmiselt oluline selgeks teha, kas aluseks on võetud viimase majandusaasta kasum, viimase 12 kuu kasum või järgmise aasta kasumiprognooosi põhjal leitud suhtarv. See arvutatakse, jagades omavahel ettevõtte turuväärtus (aktsiate arv * hind) ja maksujärgne kasum. Sama tulemuse annab aktsia hinna jagamine ettevõtte kasumiga aktsia kohta (Saario 2016). Seega seob P/E suhtarv omavahel aktsiahinna ja ettevõtte hinna ning avaldub valemina järgnevalt esitatud kujul: (Kert 2007, lk 167)

$$P/E = \text{aktsia turuhind} / \text{kasum aktsia kohta (EPS)} \quad (7)$$

millest

$$EPS = \text{ettevõtte puhaskasum (aastane)} / \text{aktsiate arv} \quad (8)$$

Madala P/E suhte korral võib tegemist olla alahinnatud ettevõttega, kuid samal ajal võib see viidata ka sellele, et turg pole kindel ettevõtte tulude püsimises praegusel tasemel. Madala P/E suhtarvuga ehk “odav” aktsia ei pruugi alati selliseks jääda. Nimelt võib tekkida väärtuslõksu (*value trap*) olukord, kus tulevase tulu langus aktsia kohta võib muuta aktsia hoopis kalliks. Sellest hoolimata

ei saa automaatselt aktsiahinna tõusu eeldada, sest aktsia võib aastaid odavana püsida (Hänni 2008).

Kuna P/E suhte suurus sõltub suuresti kasumi kasvu kiirusest on ettevõtte hinnatasemele ainult P/E järgi raske ühest vastust anda. Seetõttu saab abiks võtta PEG (*price/earnings-to-growth ratio*) suhtarvu, mis kaasab endas lisaks P/E suhtarvule ka kasumi kasvukiiruse elemendid (Invest teejuht). PEG suhtarvu peetakse aktsia tegeliku väärtuse näitajaks ning sarnaselt P/E suhtarvule võib madal PEG väärtus viidata sellele, et aktsia on alahinnatud (Investopedia). Antud suhtarv leitakse järgmise valemi abil (Ibid):

$$PEG = P/E / \text{kasumi kasvu kiirus (\%)} \quad (9)$$

Vastavalt PEG rusikareeglile on ettevõtte väärtus alahinnatud, kui selle PEG on madalam kui 1. Seega, kui ettevõtte PEG on suurem kui 1, siis on see tõenäoliselt ülehinnatud. PEG suhtarvu kasutamine tuleb kõige enam kasuks hinnates väikese ja keskmise suurusega ettevõtteid, mis ei maksa dividende. Ettevõtete puhul, mis pidevalt dividende maksavad tuleks õigemate tulemuste saamiseks lisada kasumimäärale ka dividenditulu (LHV investeerimisõpik).

Ettevõtte ala- või ülhinnatusele esmase hinnangu andmiseks kasutavad väärtusinvestorid P/B (*price-to-book ratio*) suhtarvu ehk aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhet. P/B suhe näitab, kui mitu korda on ettevõtte aktsia turuhind suurem selle raamatupidamisväärtusest. See on vanim näitaja börsiettevõtte aktsia hinnataseme määramisel ning seda esitatakse börsiette aastaaruandes koos teiste näitajatega viimase viie aasta kohta. Võrreldavuse huvides on eri aastate näitajaid korrigeeritud võimaliku aktsiate emiteerimise või tükeldamise järgi (Hänni 2008).

P/B suhe ehk aktsia matemaatiline väärtus leitakse jagades omavahel omakapital ja aktsiate arv aruandeperioodi lõpus. Aktsiahinna ja bilansilise väärtuse võrdlemine võimaldab saada adekvaatne ülevaade hinnatasemest eri aegadel ja eri turgudel. (Saario 2016). Kaubeldes ettevõtte aktsiaga allpool raamatupidamisväärtust, viitab see kahele võimalikule olukorrale: kas on varade tootlus väga madal või hindavad investorid ettevõtte varade väärtust väga pessimistlikult (Hänni 2008). Mida kõrgem aktsiate hind P/B suhtest, seda kallimaks võib hinda pidada (Saario 2016).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{omakapital aktsia kohta}} \quad (10)$$

Kui P/E, PEG ja P/B ehk kasumi ja ettevõtte bilansilise väärtuse suhtarvud on pikalt olnud ühed populaarsemaid, on viimasel ajal hakatud kasutama ka teisi alternatiive. Üheks nendest on käibe suhtarv ehk P/S (*price/sales*). Käibe suhtarv näitab hinna suhet ettevõtte käibesse aktsia kohta ja seda kasutatakse eriti uute ettevõtete puhul, kes kahjumit teenivad (Damodaran 2012, lk 542). Täpsemalt näitab P/S suhtarv, mitu ühikut on investorid nõus maksma ühe ühiku käibe eest, mida ettevõtte on suuteline realiseerima (Kert 2007, lk 131).

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{käive aktsia kohta}} \quad (11)$$

Ettevõtted tavapäraselt teenivad tulu, kuid see ei tähenda tingimata, et nad kasumit teenivad. Üheks eeliseks P/S suhtarvu puhul on just sellised ettevõtted, sest seda saab kasutada ka negatiivse kasumiga ettevõtete puhul. Samuti ei mõjuta P/S suhtarvu iga-aastased muutused, sest käibe suhtarv ei ole niivõrd volatiilne, kui seda on kasumi suhtarv. Segasel majandusperioodil mõjutavad muutused kasumit rohkem kui käivet (Ibid). Kolmandaks eeliseks on see, et käivet on raskem manipuleerida kui kasumit, mistõttu on käive palju usaldusväärsem allikas ettevõtte finantside hindamiseks. (Stowe 2010, lk 306). Üldjuhul, kui P/S suhe on võrreldes konkurentidega madalam peetakse seda ettevõtet alahinnatuks (Damodaran 2012, lk 524).

Tavainvestorile vähem tuntud, kuid siiski üks analüütikute poolt laialdaselt kasutatavaid suhtarve on EV/EBITDA ehk ettevõtte väärtuse ja kulumieelse ärikasumi suhe. Antud suhtarv võimaldab ettevõtet hinnata ülvõtmise seisukohalt, sest võtab arvesse ka ettevõtte laenu ja kasutab ka kasumitaset, mis on vähem manipuleeritav kui puhaskasum (Kert 2007, lk 132). EBITDA on oluline näitaja, mida kasutatakse tihti ettevõtte ärilise rahavoo hindamiseks. Maksude arvestamine ja amortisatsiooni poliitika võivad siiski ettevõtetel erineda, mistõttu ei pruugi ettevõtete puhaskasumi võrdlemine subjektiivset hinnangut anda. Samas kulud enne EBITDA-t on raskesti mõjutatavad ning kajastatakse ettevõtetel ühtemoodi (Schreiner 2007, lk 43). Ettevõtte väärtuse leidmiseks on vaja ettevõtte turukapitalisatsioonile liita puhasvõlg. EV/EBITDA valem on järgmine (Kert 2007, lk 132):

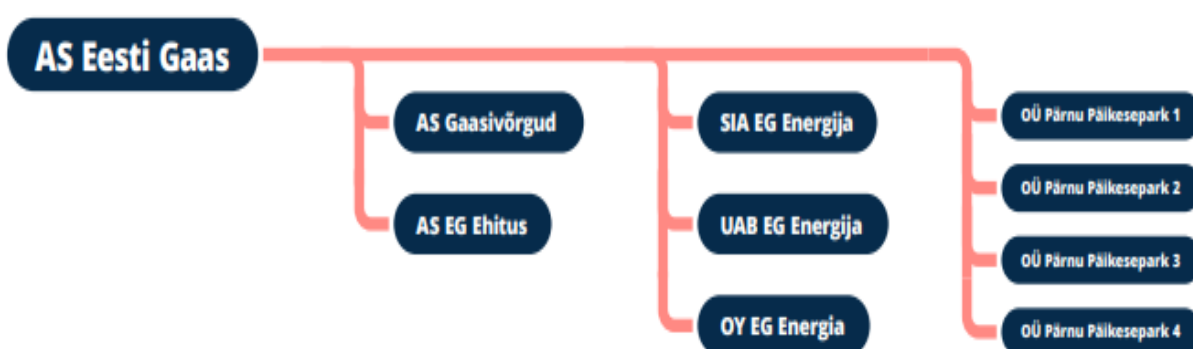
$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{turukapitalisatsioon+puhasvõlg}}{\text{kasum enne,intresse,makse,amortisatsiooni}} \quad (12)$$

Kurjuures turukapitalisatsioon on leitav korrutades omavahel aktsiate arv ja aktsia hind ning puhasvõlg on intressikandvate kohustuste ja sularaha ja selle ekvivalentide vahe (Ibid).

2. AS EESTI GAAS

AS Eesti Gaas on Eesti üks suurimatest pikaajalise kogemusega energiafirmadest Eestis, juurtega aastast 1865. Põhiliseks kompetentsivaldkonnaks, nagu nimigi viitab on maagaas. Tuumtoodet müüb ettevõtte erinevateks toodeteks – läbi gaasivõrgu kliendini tarnitud torugaasiks, autotanklates kokkusurutud surumaagaasiks (CNG) ja Eestis toodetud rohegaasiks (ehk biometaaniks) ning poolhaagistega kohale toodult või kliendile otse terminalidest üle antud vedeltatud maagaasiks (LNG). Ettevõttel on turu suurim surugaasitanklate võrk, mis järjepidevalt kasvab. Üha kasvavaks ärivaldkonnaks on elektrienergia müük nii kodu- kui äriklieendile ning uue ärisuunana arendavad nad lahendusi ka energiatootmiseks. Täna on AS Eesti Gaas esimene ja ainus ettevõtte Baltimaades, kes on välja arendanud stabiilse LNG punkerdamise võimekuse ja teenust sadamatele ja ettevõtetele pakkuda suudavad (Eesti Gaas, 2018).

ASi Eesti Gaas kontserni kuuluvad Eestis tegutsevad tütarettevõtted AS Gaasivõrgud ja AS EG Ehitus. Eesti Gaas on suuteline tootma ka taastuvenergiat omades 80%-list osalust neljas päikseenergia tootmisega tegelevas ettevõttes. Lisaks Eesti turule tegutseb Eesti Gaas Lätis SIA Energija, Leedus UAB Energija ja Soomes OY EG Energia nime all, pakkudes äriklieendile erinevaid energialahendusi. AS Eesti Gaas ainuomanikuks on AS Infortar ning kuulub 100%-liselt Eesti erakapitalile. AS Infortar ostis varem väikeaktsionäridele kuulunud osaluse Asis Eesti Gaas välja 2018. aasta lõpus (Ibid).

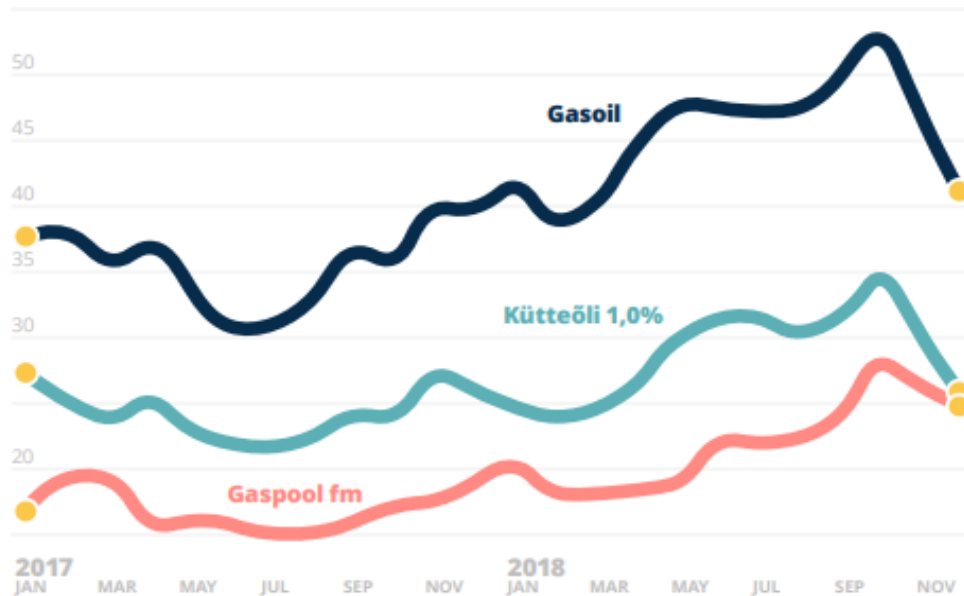


Joonis 2. AS Eesti Gaas struktuur

Allikas: AS-i Eesti Gaas 2018. aastaaruanne

2.1. Turu kirjeldus

AS Eesti Gaas tegutseb maagaasi ja elektrienergia turul. Seoses nafta turuhinna tõusuga liikusid 2018. aastal Euroopa maagaasihinnad valdavalt tõusutrendis. Eriti volatiilne oli maagaasi hind aasta teisel poolel ning viimase viie aasta kõrgeima taseme saavutas 2018. aasta oktoobrikuus. Maagaasi hinnatõusu toetas lisaks nafta hinna tõusule ka LNG nõudlus Aasias, mis viis LNG hinna tõusule nii Aasias kui Euroopas (Ibid).



Joonis 3. Kütuste hind (EUR/MWh)

Allikas: AS-i Eesti Gaas 2018. aastaaruanne

Elektrienergia turul viisid tõusvad energia- ja CO2 kvootide hinnad kiirele kasvule ka elektrienergia hinnad. NordPool Spot Eesti piirkonna päev-ette elektri hind tõusis 2018. aastal 40% võrreldes eelmise aastaga. Sarnase trendi valdas ka teistes Balti riikides. 2018. aasta neljandas kvartalis hakkas elektri hind langema, jälgides sellega arengut nafta- ja gaasiturul (Ibid).



Joonis 4. Nord Pool Spoti päev-ette elektri hind (EUR/MWh)

Allikas: AS-i Eesti Gaas 2018. aastaaruanne

2.1. Müügitgevus

AS Eesti Gaas müüs 2018. aastal kokku 4,9 TWh maagaasi, millest Lätis 0,5 TWh ja Eestis 4,4 TWh. Konsolideeritud tulu maagaasi müügist kasvas 22% ehk tasemeni 107,9 miljonit eurot. Müügitulu kasv tulenes peamiselt uuele turule sisenemise ja maagaasi turuhinna märgatava tõusu tõttu. Eestis kasvas maagaasi müügitulu eelmise aastaga võrreldes 9,1%, mis kokku moodustas 96,4 miljonit eurot. Aruandeaastal jaeturul müüdüd gaasimaht tõusis ja moodustas Eesti turul 89,4%. Jaeturu müügitulu kasv tulenes tõhusast müügitööst ärikliendi segmendis, kus Eesti Gaasil õnnestus portfelli saada mitme ärikliendi lepingud. Gaasi hulgemüük on seevastu vähenenud, mis on tingitud gaasiturule arengutest, mistõttu gaasi hankimisvõimalused on Balti riikides laienenud ning turule on sisenenud uusi gaasi importijaid (Ibid).

AS Eesti Gaas maagaasi jaotusteenuse maht oli 2018. aastal 4,6 TWh, millest ettevõtte jaotas koduklientidele 0,6 TWh ning äriklientidele ja teistele võrgutevõtetele 4,0 TWh. Võrguteenuse tulu aruandeaastal oli kokku 19,6 miljonit eurot. Jaotusteenuse kulud moodustavad sama palju kui 2017. aastal ning võrguteenuse hinnatõus tulenes puhtalt Eleringi ülekandeteenuse hinna tõusust. Uute liituvate või tarbimisrežiimi muutvate objektide prognoositavat tarbimismahtu lisandub

kokku 16,9 miljonit m³. 2018. aastal avati gaas 352 uuel objektil ja lisandunud tarbimismaht oli 5,6 miljonit m³ aastas (Ibid).

2018. aastal müüs Eesti Gaas 85,7 GWh surugaasi, mis on 23% suurem kogus kui eelneval aastal. Surugaasi müügitulu ulatus 3,7 miljoni euroni, mis ületas 2017. aasta tulemust 32% võrra. Aruandeaastal lisandus kolm uut surugaasi tanklat Rakveres, Viljandis ja Jõhvis. 2018. aasta seisuga on Eestis kokku 11 ASi Eesti Gaas surugaasi tanklat, millest neli asuvad Tallinnas, kaks Pärnus, üks Tartus, Narvas ning nüüd ka Rakveres, Viljandis ja Jõhvis. Ettecõtte tanklate vahendusel jõudis esmakordselt müügile kodumaine rohegaas, mida müüdi aasta jooksul 37,8 GWh. Biometaani müüakse kütusena tanklates nii maagaasiga segatult kui ka puhtal kujul. Nii moodustas keskkonda säästev rohegaas 2018. aastal kogu sõidukitele müüdüd surugaasist 43% (Ibid).

Elektrienergiat müüdi Eesti Gaas 2018. aastal kokku 90,1 GWh, kasvatades aastaga müügikogust 1,8 korda. Elektrienergia müügitulu ületas 4,1 miljoni euroga 2017. aasta näitajat 2,3 korda. Kogu Eesti Gaasi müüdüd elektrienergiast müüdi Eestis kokku 81 GWh, mis on 1,6 korda rohkem kui eelneval aastal. Eestis müüdüd elektrienergia müügitulu ületas 3,7 miljoni euroga 2017. aasta müügitulu üle kahe korra. 2018. aastal algas elektrienergia müügitgevus ka Läti turul 9,1 GWh elektrienergiaga, mille müügitulu oli 0,4 miljonit eurot. Edu elektrienergia turul tõi hinnastamise skeemi pайдlikkumaks muutmine ja suurema valiku elektripakettide loomine. Kliendikogemust parandas aruandeaasta lõpus loodud iseteeninduskeskkond, mille kaudu saab kiirelt letrilepinguid sõlmida. Klientide kasvule aitasid kaasa ka ettevõttes tehtud struktuurimuudatused ning aasta lõpu seisuga kasvas kodu- ja äriklientide arv ligi kahekordselt. Elektriga varustatakse vastavalt ligi 9000 ja üle 1000 tarbimiskoha (Ibid).

AS Eesti Gaas alustas 2017. aasta jaanuaris vedeltatud maagaasi müügiga. LNG tarnitud müügimaht Venemaalt, Soomest ja Leedust oli tol aastal 170 GWh, mis 2018. aastaks kasvas 196 GWh-ni. LNG müügitulu oli aruandeaastal 8,1 miljonit eurot, mis on 3,1 miljonit rohkem kui eelneval aastal (Ibid).

Samuti alustas Eesti Gaas klientidele energialahenduse pakkumisega ning 2018. aastal tootis elektrienergiat kokku 1,9 GWh ja soojusenergiat 10,3 GWh. Müügitulu energiatootmisest oli 0,5 miljonit eurot. 2018. aastal ehitatud päikeseenergiajaama energia tootmisega oli plaan alustada 2019. aastal (Ibid).

AS Eesti Gaas tütarettevõtte AS EG Ehitus müügitulu oli 2018. aastal 19,7 miljonit eurot, mis ületab eelneva aasta tulemust 2,3 korda. Aruandeaasta kõige olulisemaks projektiks on Eesti-Soome gaasiühenduse Balticconnector maismaa osa Kiilist Paldiskini, pikkusega 54 km. Märkimisväärseteks projektideks olid veel surumaagaasi tanklate ehitus Rakveres, Viljandis ja Jõhvis ning kaugküttetorustike ehitus Rakveres, Võrus ja Loksal (Ibid).

Tabel 5. AS Eesti Gaas peamised finantsnäitajad aastatel 2014-2018

miljonites, EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Käive	197,4	126,4	115,7	123,0	161,4
Käibe kasv	-10,6%	-36,0%	-8,4%	6,3%	31,3%
Ärikasum	8,2	1,8	7,5	6,1	4,6
Puhaskasum	5,5	0,5	7,4	4,0	2,2
Omakapitali tootlus (ROE)	8,5%	0,8%	11,0%	32,1%	15,8%
Varade tootlus (ROA)	5,4%	0,4%	7,3%	3,0%	1,4%

Allikas: Autori koostatud tuginedes AS Eesti Gaas 2014-2018 majandusaasta aruannetele

Tabeli 5 andmetel on võrreldes teiste ettevõtte finantsnäitajatega näha drastilist tõusu müügitulus. Nagu eelpool mainitud, saavutati viimasel aruandeaastal eelnevate aastatega võrreldes ja ettevõtte ajaloo suurim müügitulu, kasvades 31,3%.

AS Eesti Gaas kuulub 100% Eesti erakapitalile ja ettevõtte omanik on investeerimisfirma Infotar, kes on samuti Tallinki suuraktsionär.

Tabel 6. AS Eesti Gaas väärtpaberite informatsioon

Väärtpaberi nimi	Eesti Gaas aktsia
Emitent	AS Eesti Gaas

Nimiväärtus	nimiväärtuseta
Väärtpaberite arv	27 728 408
Suurim aktsionär: AS Infortar	100%

Allikas: Nasdaq

2.2. Investeeringud ja finantseerimine

2018. aastal investeeris Eesti Gaas põhivarasse 10,7 miljonit eurot, mis on 39% rohkem kui eelneval aastal. Surugaasitanklate ehitusse investeeriti 1,9 miljonit eurot ja gaasi jaotusvõrku 5 miljonit eurot. LNG seadmete soetamiseks investeeriti 0,1 miljonit ja päikeseenergia tootmisesse 3,1 miljonit eurot. IT-arendusse ehk peamuselt energia jaemüügisüsteemidesse investeeriti 0,9 miljonit eurot (Eesti Gaas, 2018)

2018. aasta novembris refinantseeriti sündikaatlaenu, mille tulemusl vähenevad laenu teenindamise kulud. Sündikaatlaenu makseid tasuti 1,5 miljonit eurot. 20 miljoni euro väärtuses sõlmiti käibevahendite finantseerimiseks lühiajalisi laenulepinguid ning 7 miljoni euro väärtuses maksti tagasi käibevahendite laene ja arvelduskrediite. Omanikulaenu refinantseerimiseks võeti pikaajaline laen 8 miljoni euro ulatuses. Päikesepeakidesse investeerimiseks võeti 4 aastase tähtajaga laen väärtuses 2,4 miljonit eurot (Ibid).

3. AS EESTI GAAS ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. AS Eesti Gaas õiglase väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

3.1.1. Vabade rahavoogude prognoosimine

Antud töös keskendutakse terve konsolideeritud ärigrupi väärtusele. Eesti Gaasi kontserni vabade rahavoogude prognoosimiseks võtab töö autor aluseks ettevõtte 2014 kuni 2018 aastate majandusaasta aruannete finantstulemused. Tulevased rahavood prognoositakse tuginedes senisele müügitulu kasvule. Müügitulu prognoosimisel arvestab töö autor rahandusministeeriumi sisemajanduse koguprodukti (SKP) 2019. aasta suve prognoosi, millele tuginedes jääb Eesti SKP aastatel 2019-2023 vastavalt vahemikku 3,2%-2,3%. Rahandusministeeriumi 2019. aasta suvise majandusprognoosi järgi on Eesti ettevõtted jätkuvalt konkurentsivõimelised ja ekspordi kasv jätkub. Samuti jätkub investeeringute kasv, mis Eesti ettevõtete kasvuvõimet tulevikus suurendab. Sellegi poolest on maailma majanduses palju ebakindlust, mistõttu Eesti ekspordi kasv ei ole enam nii kiire kui varem.

Seni on vaadeldava perioodi jooksul Eesti Gaasi efektiivseim müügitulu kasvu aasta olnud viimane aruande aasta (2018) 31,3%-ga. Eelnevatel aastatel on müügitulu kahanenud, välja arvatud 2017. aastal, kui müügitulu kasv oli 6,3% võrreldes eelneva aastaga. Müügitulu negatiivne kasv mõjutab oluliselt viimase viie aasta keskmist müügitulu juurdekasvu taset, mis on -3,5%. Vaadates kahe viimase aasta positiivset müügitulu juurdekasvu, on nende keskmine tase 18,8%. Eleringi 2015. aasta gaasiturude arendamise tegevuskava kohaselt oli maagaas juba sel ajal Euroopa Liidu tasandil populaarsust koguv alternatiivne transpordikütus. Maagaasi peamiseks eelisteks vedelikute ees on konkurentsivõimeline hind ja madalamad keskkonna emissioonid. Ehkki töö autor prognoosib, et tänu keskkonnasõbralike alternatiivide kasutamisele suureneb läbi aja ettevõtte käive, peab tõdema, et gaasitarbimise statistika ja prognoos aastani 2028 näitab, et gaasitarbimine on Eestis langustrendis (Elering 2019). Arvestades ka ettevõtte tulevikueesmärgi efektiivsuse suurendamise ja tegevuse laiendamise näol võtab autor müügitulude prognoosimise aluseks stabiilse 18%-lise kasvu. Samal printsiibil on lähtutud ka töajookulude prognoosimisel, sest ettevõttel on läbi aastate

suurenenud tööjõukulud ning vaadeldava perioodi tulemuste keskmise 4,0% asemel on kasutatud stabiilset 5% müügitulust.

Kontserni kasumiaruande prognoosimisel on autor aluseks võtnud aastate 2014 kuni 2018 brutomarginaalid, mis on pea kõikidel aastatel olnud 10% v.a aastatel 2016-2017, mil brutomarginaalid olid vastavalt 16,1% ja 14,0%. Seega eeldab antud töö autor, et sarnane trend jätkub ning võtab vabade rahavoogude prognoosimisel aluseks aastate 2014 kuni 2018 brutomarginaali keskmise ehk 12,5%. Rahavoogude prognoosimisel ettevõttesse on arvesse võetud, et eelnevate aastate muude äritulude ja peamiste kulude juurdekasvu eelmiste aastate keskmine jääb samaks.

Tabel 7. Vabade rahavoogude sisendid prognoosiks ning nende osakaal

Näitaja	Osakaal
Müügitulu kasv	18,0%
Brutomarginaal	12,5%
Tööjõukulud	5,0%
Tegevuskulud	11,7%
Kulum	6,9%
Maksumäär	20,0%
Investeering põhivarasse	5,3%
<u>Käibekapitali osakaal müügitulust</u>	<u>4,2%</u>

Allikas: Autori koostatud

Tabelis 7 on väljatoodud sisendite osakaalud, mille põhjal arvutati ettevõtte vabad rahavood aastateks 2019-2023. Vabade rahavoogude prognoosimisel lähtus töö autor ettevõtte tuleviku plaanidest ning Rahandusministriumi majandusprognoosist. Kuna Eesti Gaas on oma 2018. aasta majandusaruandes väitnud, et alates 2019. aastast nnad dividende välja ei maksa, on töö autor võtnud selle tulevikku prognoosides aluseks ning makse ei arvesta.

Tabel 8. AS Eesti Gaas vabad rahavood 2019-2023

<i>miljonites, eur</i>	2019	2020	2021	2022	2023
Käive	190,48	224,76	265,22	312,96	369,29
Brutokasum	23,88	28,18	33,25	39,24	46,30

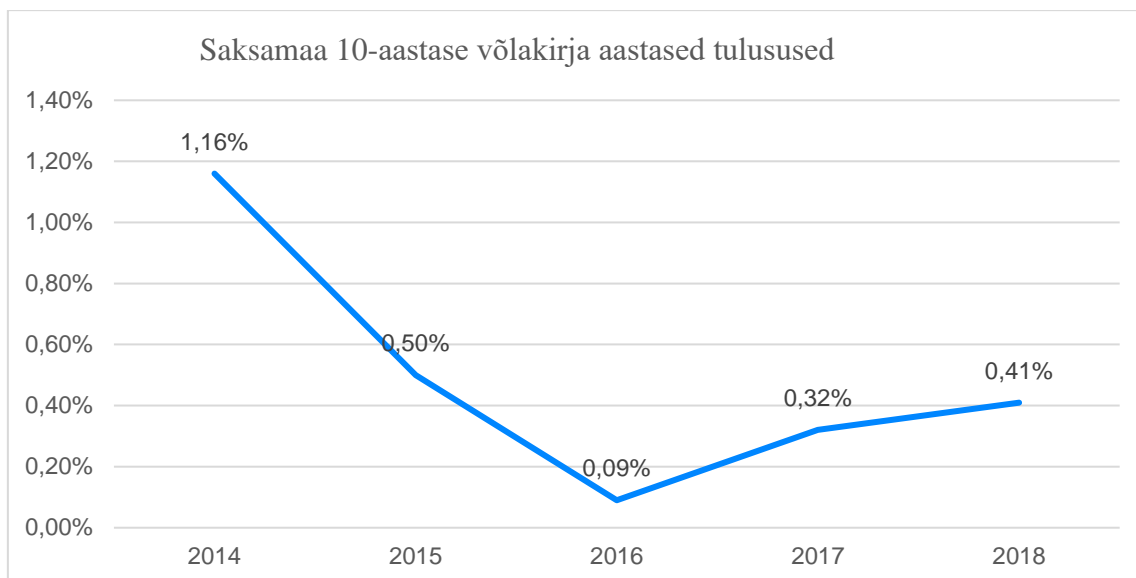
Tööjõukulud	8,82	9,26	9,72	10,21	10,72
Tegevuskulud	3,82	4,27	4,77	5,33	5,95
Kulum	5,74	6,13	6,56	7,01	7,50
Ärikasum	11,25	14,66	18,76	23,70	29,63
EBITDA	16,98	20,79	25,32	30,72	37,13
Investeering põhivarasse	9,1	10,7	12,6	14,9	17,6
Käibekapital	5,7	6,1	6,6	7,0	7,5
Vaba rahavoog (FCFF)	2,17	3,95	6,13	8,79	12,04

Allikas: Autori koostatud

3.1.2. Kaalutud keskmise hinna ja terminaalkväärtuse leidmine

Kaalutud keskmise kapitali hinna ehk WACC arutamiseks on vajalik leida ettevõtte kapitalistruktuur (omakapitali ja võõrkapitali suhe) ning välja arvutada vastavalt omakapitali ja võõrkapitali hinnad. Omakapitali hinna arutamisel on töö kirjutaja toetunud CAPM mudelile ning võõrkapitali hinna arutamisel tugines autor Eesti Gaas AS konsolideeritud majandusaastaruandele.

CAPM mudeli põhjal leiab omakapitali hinna liites omavahel kokku riskivaba tulumäära, beetakordaja ning tururiski preemia. Riskivaba tulumäära arutamisel on töö autor Konkurentsi ameti näitel kasutanud Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta (2014-2018) keskmist tulusust, milleks kujunes 0,5%.



Joonis 5. Saksamaa 10-aastase võlakirja aastased tulusused

Allikas: (OECD, 2019)

Riskivaba tulumäära leidmiseks tuleb sellele juurde liita ka riigi riskipremia. A. Damodarani kodulehel on välja toodud riikide riskipremiad Eesti riigi riskipremia 2019. aasta jaanuari seisuga on 0,98%. Tuginedes eelnevatele andmetele on ettevõtte riskivaba tulumäär 1,48%.

Turu riskipremia on leitud Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019. aasta väljaande põhjal, kus turu riskipremia aritmeetiline keskmine 119 aasta perioodil on 5,03%. Tuginedes teorias väljatoodud andmetele, mis viitasid, et turu riskipremia peaks jääma vahemikku 4,5%-5,5% on autor võtnud turu riskipremiaks vahemiku keskmise 5,0%.

Teooria osas eespool väljatoodud CEERi riikide näitajate alusel on gaasi jaotusvõrkude ettevõtjate beetakordaja 0,372 (Damodaran 2019).

Võõrkapitali hinna leidmiseks on tarvis süveneda finantsaruandesse ning leida ettevõtte kaalutud keskmine intressimäär. Tuginedes AS Eesti Gaas 2018. aasta konsolideeritud majandusaasta aruandele on kaalutud keskmine intressimääraks ehk võõrkapitali hinnaks 1,58%. Võõr- ja omakapitali osakaalu leidmisel lähtus töö autor aastate 2014-2018 keskmistest. Tuginedes eelnevatele kogutud andmetele on töö autor saanud ettevõtte kaalutud keskmise kapitali hinnaks 1,80%.

Tabel 9. Kaalutud keskmine kapitali hind ning selle jaoks vajalikud sisendid

Sisend	Väärtus
Riskivaba tulumäär ja eesti riigi riskipreemia	1,48%
Beeta	0,38
Turu riskipreemia	5,00%
Omakapitali hind (sh börsivälise ettevõtte preemia)	8,36%
Võõrkapitali hind	1,58%
Omakapitali osakaal	34,41%
Võõrkapitali osakaal	65,59%
Kaalutud keskmine kapitali hind (WACC)	3,91%

Allikas: Autori koostatud

Ettevõtte väärtuse leidmisel on viimaseks sammuks terminaalkäätuse arvutamine, mis põhineb prognoositud vaba rahavoo viimase aasta väärtusest. 2023. aasta prognoositud vaba rahavoo väärtuseks on 6,11 miljonit. Pikaajalise potentsiaalse kasvumäära arvutamiseks on arvestatud, et Eesti Gaasi Rahandusministeeriumi pikaajalise majanduskasvu prognoosi keskmine on 2,0%. Vastavalt eeltoodud asjaoludele on ettevõtte terminaalkäätuseks 785,15 miljonit eurot.

Tabel 10. Eesti Gaasi terminaalkäätus ja selle leidmiseks vajalikud sisendid

Sisend	Väärtus
Viimasele perioodile järgnenud rahavoog	12,04
WACC	3,91%
Kasvumäär	2,0%
Terminaalkäätus	642,89

Allikas: Autori koostatud

Ettevõtte väärtuse leidmiseks tuleb leitud rahavood diskonteerida. Tabelis 8 on välja toodud ettevõtte prognoositud rahavood aastatel 2019-2023 nii diskonteerimata kui ka diskonreeritud kujul koos terminaalkäätusega.

Tabel 11. Eesti Gaasi diskonteeritud rahavood 2019-2023 (miljonites eurodes)

	2019	2020	2021	2022	2023	Terminaalväärtus
Diskonteerimata rahavood	2,17	3,95	6,13	8,79	12,04	642,89
Diskonteeritud rahavood	2,09	3,79	5,89	8,45	11,57	617,77

Allikas: Autori koostatud

Ettevõtte väärtuse arvutamiseks on töö autor kasutanud ettevõtte diskonteeritud terminaalväärtust, milleks on 617,77 miljonit eurot. Liites sellele diskonteeritud rahavood, leiab töö autor Eesti Gaasi õiglase väärtuse diskonteeritud rahavoogude meetodil. Ettevõtte õiglaseks väärtuseks 649,55 miljonit eurot. AS-il Eesti Gaas on kokku 27 728 408 aktsiat, millest tulenevalt kujuneb aktsia hinnaks 2,34 eurot.

3.1.3. AS Eesti Gaas väärtus ja sensitiivsusanalüüs

Tabelist 12. on näha, et erinevast kaalutud keskmise kapitali hinnast ja kasvumäärast on aktsiahinnad suurel määral varieeruvad. Aktsia hind on kõige madalam ehk 1,07 juhul, kui WACC on 5% ning aktsia kasvumäär on 0,5%. Kõige kõrgem on aktsia hind olukorras, kus WACC on 3,0% ning aktsia kasvumäär on 2,5%. Kõige madalama ja kõrgema hinna vahe on 7-kordne. Põhistsenaariumi ehk WACC-i 3,91% ja kasvumäära 2,0% puhul on ettevõtte aktsia hind 2,34. Kui WACC jääks samaks ning kasvumäär kasvaks 2,0% protsendilt 2,5% protsendile, siis tõuseks aktsia hind 33,1%. Olukorras, kus kasvumäär jääb samaks ehk 2,0% juurde ning WACC tõuseb 0,59% võrra, langeb aktsia hind 22,6%.

Tabel 12. Eesti Gaasi aktsia hinna (eurodes) sõltuvus kapitali kaalutud keskmisest hinnast ja stabiilsest kasvumäärast

WACC	Kasvumäär					
	2,34	0,5%	1,0%	1,50%	2,0%	2,5%
3,00%	1,84	2,26	2,96	4,37	8,58	

3,50%	1,55	1,83	2,25	2,95	4,35
3,91%	1,38	1,59	1,89	2,34	3,12
4,50%	1,19	1,34	1,54	1,81	2,23
5,00%	1,07	1,19	1,33	1,53	1,80

Allikas: Autori koostatud

Tabel 13. näitab brutomarginaali ning WACC-i seost aktsiahinna kujunemisel. Võrreldes mõlemat tabelit on selgelt näha, et brutomarginaalil on suurem mõju aktsiahinna kujunemisele kui seda on aktsia kasvumääral.

Tabel 13. Eesti Gaas aktsia hinna sõltuvus kaalutud keskmisest hinnast ja brutomarginaalist (eurodes)

		Brutomarginaal				
		10,0%	12,5%	14,0%	16,0%	18,0%
WACC	2,34	0,94	4,37	6,35	9,05	11,76
	3,00%	0,62	2,95	4,29	6,12	7,96
	3,50%	0,49	2,34	3,41	4,87	6,33
	3,91%	0,37	1,81	2,64	3,78	4,92
	4,50%	0,31	1,53	2,23	3,19	4,16
	5,00%					

Allikas: Autori koostatud

Mõlema sensitiivsusanalüüsi puhul on selgelt näha, kui kergesti mõjutatav aktsia hind sisendite muutustele tegelikult on. See väljendab tulemuste subjektiivsust ning rõhub võimalikule maksimaalsele täpsusele sisendite valimisel.

3.2. AS-i Eesti Gaas õiglase väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil

Kuna aktsia hind ei ole piisavalt informatiivne, on väärtusinvestorite jaoks äärmiselt oluline enne investeerimisotsuse langetamist leida ja analüüsida ettevõtte õiglast väärtust. Ettevõtte õiglase väärtuse arvutamiseks võrreldavate suhtarvude meetodil on käesoleva töö autor valinud välja neli kindlat ja enim kasutatavat suhtarvu, mille alusel saadud aktsia hinna tulemusi võrrelda ja ettevõtte väärtust analüüsida. Antud meetodi puhul on analüüsi kaasatud järgnevad suhtarvud: P/E ehk aktsia turuhinna ja kasum aktsia kohta suhe, P/S ehk aktsia hinna ja käive aktsia kohta suhe, EV/EBITDA ehk ettevõtte väärtuse ja kasumi enne intresse, makse ja kulumit suhe ja P/B ehk aktsia turuhinna ja raamatupidamiisväärtuse suhe. Eelnimetatud suhtarv on ühtlasi üks peamisi, mida väärtusinvestorid aktsia hinna analüüsimiseks ja võrdlemiseks kasutavad (Väärtpaberite teejuht).

Antud suhtarvude väljaarvutamiseks on vaja teada ettevõtete käivet, EBITDA-d, omakapitali, netovõlga, puhaskasumit, aktsiate arvu ja aktsia hinda. Nende sisendite põhjal arvutati valitud Eesti Gaasi konkurentide suhtarvud. Leitud suhtarvude põhjal arvutas töö autor ka ettevõtete keskmised, mis said aluseks Eesti Gaasi aktsia hinna tuletamisel.

Tabel 14. Eesti Gaasi konkurentide suhtarvud

Ettevõtte	Suhtarv			
	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Ignitis gamyba	13,33	1,02	3,14	12,34
Energijos Skirstymo Operatorius	45,79	1,12	1,19	16,33
Kauno energija	4,91	0,22	0,32	6,31
Latvijas Gāze	15,68	1,27	1,15	13,95
Amber Grid	-8,10	1,33	3,24	19,51
Ettevõtete keskmine	14,32	0,99	1,81	13,69

Allikas: Autori arvutused ettevõtete 2018. aasta aruannete põhjal

P/E on aktsiate hinna mõõtmiseks kõige laialdasemalt kasutatav suhtarv. Hinna/tulu suhtarvu leidmiseks on ettevõtete aktsia turuhind jagatud ettevõtte kasumiga aktsia kohta. Arvutades kasumit aktsia kohta, on aluseks võetud viimase (2018) majandusaasta puhaskasum. Saadud tulemusena on ettevõtete keskmine P/E 14,32 eurot.

Üle- või alahinnatusele esmase hinnangu andmiseks on hea kasutada P/B suhtarvu. Aktsia raamatupidamisväärtuse leidmiseks on ettevõtete aruandeperioodi lõpu seisuga omakapitali väärtus jagatud ettevõtte aktsiate arvuga. Ettevõtete keskmiseks P/B väärtuseks kujunes 0,99 eurot.

Hinna ja käibe suhte väljaarvutamiseks on ettevõtete aktsia hind jagatud omakorda 2018. aasta aruandeperioodi käive ja aktsiate arvu jagatisega. Tulemusena on ettevõtete keskmine P/S suhte väärtus 1,81 eurot.

Ettevõtte turuväärtuse ja EBITDA suhte leidmiseks korrutati kõigepealt omavahel aktsiate arv ja aktsiate hinnad ehk leiti turukapitalisatsioon. Sellele liideti puhasvõlg ehk kohustused, millest arvestati maha raha ja selle ekvivalendid. Saadud tulemus jagati EBITDA-ga ehk kasumiga enne makse, intressi ja amortisatsiooni. Ettevõtete EV/EBITDA suhte keskmine väärtus on nende majandusaasta aruannete põhjal arvutades 13,69 eurot.

Kuna Eesti Gaas ei osale turul nagu töös vaatluse alla võetud konkurendid, puudub sellel aktsia turuhind. Läbi konkurentide arvutatud keskmiste suhtarvude on tuletatud Eesti Gaasi aktsia hind iga suhtarvu kohta.

Kuna töö autor ei leidnud võimalikult palju sarnaste tulemustega ettevõtteid, siis tulemused seda ka selgelt kajastavad hindade suure varieeruvuse näol. Kui arvutatakse valitud ettevõtete puhul välja Eesti Gaasi aktsia hind, oleksid tulemused liiga ekstreemse variatsiooniga, mis muudaks edaspidised andmed vähem usaldusväärsemaks. Seetõttu otsustas töö autor võtta Eesti Gaasi aktsia hinna leidmisel aluseks vaid kahe ettevõtte ehk Kauno energija ja Energijos Skirstymo Operatius suhtarvude tulemused. Antud ettevõtte alusel leitud väärtuste põhjal jääb Eesti Gaasi aktsia hind vahemikku 0,4-4,26.

Tabel 16. Suhtarvude alusel tuletatud Eesti Gaasi aktsia hind suhtarvu kohta (2)

Suhtarv	Aktsia hind
P/E	0,87
P/B	0,40
P/S	4,27
EV/EBITDA	0,44
Keskmine	1,49

Allikas: Autori arvutused

Võttes arvesse kõik neli näitajat, võib järeldada, et töö autori arvutuste kohaselt on Eesti Gaasi aktsia õiglaseks väärtuseks võrdlussuhtarvude meetodil 1,49 eurot.

3.3. Hinnang saadud tulemustele

AS-i Eesti Gaas õiglast väärtust hinnati nii diskonteeritud rahavoogude meetodil kui ka võrreldavate suhtarvude meetodil. Diskonteeritud rahavoogude meetodil prognoositi potentsiaalsed vabad rahavood järgmiseks viieks aastaks ning selle põhjal arvutati ettevõtte õiglase väärtus. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul valiti välja neli kõige enam väärtusinvestorite poolt kasutatavat suhtarvu, mille samuti igale suhtarvule vastav õiglase väärtus välja arvutati.

Diskonteeritud rahavoogude meetod nõudis ennekõige ettevõtte finantsandmete ja aktsiatega tutvumist. Vabade rahavoogude prognoosimisel tugines autor Eesti Gaasi tulevikusuunadele, plaanidega oma tegevust arendada ja laiendada ning Eesti Panga prognoositud SKP muutustele. Sellest lähtuvalt eeldas autor, et käive kasvab, kuid mitte nii olulisel määral, kui eelneval aastal. Arendus- (parendus-) tegevused võivad nõuda samal ajal ka teatud kulude kasvu. Töö autori prognoositud rahavood olid esimesel prognoositaval ehk 2019. aastal 2,17 miljonit eurot ning prognoosi viimasel ehk 2023. aastal 12,04 miljonit eurot. Seejärel arvutati ettevõtte kaalutud keskmise kapitali hind ehk WACC, milleks kujunes 3,91%. WACC-i ja 2,0%-lise kasvumääraga arvutati diskonteerimata rahavoogude terminaalkväärtus. Prognoositud vabad rahavood seejärel diskonteeriti ning diskonteeritud terminaalkväärtuseks tuli 617,77 miljonit eurot. Liites sellele diskonteeritud rahavood, kujunes Eesti Gaasi õiglaseks väärtuseks 649,55 miljonit eurot. Ettevõtte aktsia õiglase hind on seega diskonteeritud rahavoogude meetodil 2,24 eurot. Leitud õiglasele aktsia hinnale tehti sensitiivsusanalüüs, mis näitas väga selgelt tundlikkust nii kasvumäära kui brutomarginaali suhtes. Mõlema stsenaariumi puhul oli kõige madalama ja kõige kõrgema aktsia hinna vahe mitmekordne.

Tehes analüüsi suhtarvude meetodil leiti sama majandusharu konkurentide tulemused ning selle põhjal arvutati Eesti Gaasi väärtus. Töö autor kasutas nelja peamist suhtarvu: P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA. Peale konkurentide suhtarvude väärtuste arvutamist tuletati läbi näitajate valemite

Eesti Gaasi aktsia hind iga suhtarvu suhtes. Kõigi nelja aktsia hinna keskmiseks kujunes 1,49 eurot, mis on 36,3% väiksem kui diskonteeritud rahavoogude meetodil. Seega, Eesti Gaasi aktsia õiglane väärtus võrdlussuhtarvude meetodil on 1,49 eurot.

KOKKUVÕTE

Bakalaureusetöö eesmärgiks oli hinnata AS-i Eesti Gaas õiglast väärtust majandus-näitajate alusel. Ettevõtte õiglase väärtuse abil on näha, kui palju on ettevõtte tegelikult väärt ning kas on otstarbekas sooritada majandustehinguid. Turuhind ei näita, mis on ettevõtte väärtus ning õiglase väärtuse järgi saab teha kokkuvõtte, kas ettevõtte on ala- või ülehinnatud ja langetada ratsionaalne investeerimisotsus.

Õiglase väärtuse leidmiseks kasutati kvantitatiivseid analüüsimeetode. Leiti Eesti Gaasi finantsnäitajad ning neid kasutati nii diskonteeritud rahavoogude meetodil kui ka võrdlussuhtarvude meetodil õiglase väärtuse leidmiseks. Mõlemal meetodil leitud ettevõtte õiglaseid väärtusi võrreldi omavahel.

AS-i Eesti Gaas õiglase väärtuse hindamiseks ja parema eesmärgini jõudmiseks on püstitatud uurimisküsimused:

- 1) Mis on AS Eesti Gaas õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 2) Mis on AS-i Eesti Gaas õiglase väärtus võrdlussuhtarvude meetodil?
- 3) Kui palju erinevad kahel erineval meetodil arvatud väärtused?

Tulemustena selgus, et diskonteeritud rahavoogude meetodil on Eesti Gaasi õiglase väärtus 649,55 miljonit eurot. See teeb ühe aktsia hinnaks 2,34 eurot. Tundlikkusanalüüs näitas, et aktsia hind on kõige madalam ehk 1,07 juhul, kui WACC on 5,0% ning aktsia kasvumäär on 0,5%. Kõige kõrgem on aktsia hind olukorras, kus WACC on 3,0% ning aktsia kasvumäär on 2,5%. Põhistsenaariumi ehk WACC-i 3,91% ja kasvumäära 2,0% puhul on ettevõtte aktsia hind 2,34. Brutomarginaali puhul on näha, et sellel on oluliselt suurem mõju aktsiahinna kujunemisele, kui seda on aktsia kasvumääral. Võrdlussuhtarvude meetodil on Eesti Gaasi aktsia õiglase hind töö autori arvutuste kohaselt 1,49 eurot.

Kokkuvõtteks võib välja tuua, et diskonteeritud rahavoogude meetodil on Eesti Gaasi aktsia õiglase väärtus 2,34 eurot, kuid töö autor tõestas sensitiivsusanalüüsiga meetodi subjektiivsust ja prognoosi kvaliteedi tähtsust tulemi saamisel. Võrdlussuhtarvude meetodil on Eesti Gaasi õiglase

väärtus töö arvutuste põhjal 1,49 eurot, mis vastavalt rahavoogude meetodile on madalam. Arvestades mõlemat meetodi on keskmiseks ettevõtte õiglaseks väärtuseks 1,92 eurot.

Kuna antud uuring keskendub Eesti Gaasi 2018. aasta finantsnäitajatele, siis annab see ülevaate hetkeolukorra kohta. Kui on soov ka hiljem teada ettevõtte tulemuste väljundeid, siis tuleks teha uus ettevõtte õiglase väärtuse analüüs ja vastavalt sellele langetada otsus. Seis turul muutub pidevalt ja samuti ka ettevõtte majandusnäitajad ja seetõttu tuleb investeerides pidevalt muutuvaid olukordi arvesse võtta ning analüüsid uuesti sooritada.

KASUTATUD ALLIKAD

- Credit Suisse. (2019). Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019. Credit Suisse.
- Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: *A Survey of the Theory and Evidence*. Foundations and Trends® in Finance: Vol. 1: No. 8, 693-784.
- Damodaran, A. (2006). Damodaran on Valuation: *Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation : How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assset*. John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2019). Country Default Spreads and Risk Premiums. Allikas : http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Eesti Gaas. (2019). Eesti Gaasist. Aastaruanded. Allikas: <https://www.gaas.ee/ettevottest/aastaruanded/>
- Elering. (2015). Eleringi gaasituru arendamise tegevuskava 2020. Allikas: https://elering.ee/sites/default/files/public/uudised/Gaasituru_arendamise_tegevuskava_2015.05.26.pdf
- Elering. (2019). Eesti gaasiülekandevõrgu arengukava 2019-2028. Allikas: <https://elering.ee/sites/default/files/attachments/Eesti%20gaasi%C3%BClekandev%C3%B5rgu%20arendukava%202019-2028.pdf>
- Fernandez, P. (2007). Company valuation methods. The Most Common Errors in Valuations. IESE Business School, University of Navarra.
- Hänni, K. (2008). *Väärtpaberite teejuht. Aktsia*. Eesti Päevaleht kirjastus
- Investopedia. (2019). Allikas: <https://www.investopedia.com/>
- Kert, E. (2007). *Investeerimise teejuht. Väärtpaberite fundamentaalne analüüs*. Äripäeva kirjastus.
- Klein, C., Scheibel, M. (2012). The Private Company Discount from a European Perspective: *An Analysis Based on the Acquisition Approach for Comparable Transactions of European Target Companies*. Euromoney Institutional Investor PLC.
- Koller, T. Goedhart, M. Wessels, D. (2010). Valuation: *Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Konkurentsiamet. (2019). Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Tallinn: Konkurentsiamet.

- LHV. (2019). Finantsportaal: Investeerimisõpik. Allikas:
<https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/terms?locale=et&firstLetter=true&key=D>
- Nasdaq Baltic - Ignitis gamyba. (2019). Allikas:
<https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/instrument/LT0000128571/trading?date=2019-12-30>
- Nasdaq Baltic - Energijos Skirstymo Operatorius. (2019). Allikas:
<https://www.nasdaqbaltic.com/statistics/et/instrument/LT0000130023/trading?date=2019-12-30>
- Nasdaq Baltic - Kauno energija. (2019). Allikas:
https://www.nasdaqbaltic.com/statistics/et/instrument/LT0000123010/fact_sheet?date=2019-12-30
- Nasdaq Baltic - Latvijas Gāze. (2019). Allikas:
https://www.nasdaqbaltic.com/statistics/et/instrument/LV0000100899/fact_sheet?date=2019-12-30
- Nasdaq Baltic - Amber Grid. (2019). Allikas:
https://www.nasdaqbaltic.com/statistics/et/instrument/LT0000128696/fact_sheet?date=2019-12-30
- Rahandus. (2018). Rahandus. Allikas: <https://www.rahandus.ee/>.
- Rahandusministeerium. (2019). Majandusprognoosid. Allikas:
<https://www.rahandusministeerium.ee/et/riigieelarve-ja-majandus/majandusprognoosid>
- Schreiner, A. (2007). Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation. University of St.Gallen, Graduate School of Business Administration.
- SEB. (2018). Kui palju on teie firma väärt - kuidas käib ettevõtte väärtuse hindamine. Allikas:
<https://www.seb.ee/foorum/ettevotlus/kui-palju-teie-firma-vaart-kuidas-kaib-ettevotte-vaartuse-hindamine>
- Stowe, J. D. (2010). Equity Asset Valuation 2nd Edition. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Tearu, A., & Krumm, E. (2005). *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Tallinn: Kirjastus Pegasus.
- Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine*. Äripäev.

SUMMARY

PRIVATE COMPANY VALUATION OF AS EESTI GAAS

Maiken Johanna Missing

Nowadays investing is becoming more and more popular among people. Today there are different ways to invest money, e.g crowdfunding, investment funds, buying shares of different companies etc. The most important aspect regarding investments is to make calculated and rational decisions. Concerning investments in different shares one possibility to decide whether to buy or not to buy a particular share is to execute a fair value assessment. The market prices of companies' shares are constantly varying thus not demonstrating the real value of a company and therefore not providing a valuable information. There have been conducted various studies concerning the fair value of Eesti Gaas however this paper is doing the analyse for the year of 2018.

The aim of this thesis has been chosen from personal interest to gain the necessary knowledge of the valuation process of company's fair value and, accordingly, to acquire practical skills. In addition, this thesis is important to all existing shareholders and future shareholders of AS Eesti Gaas. This thesis aims to assess the fair value of AS Eesti Gaas. The fair value indicates what is the worth of the company and whether the company is under- or overpriced compared to the market price. As a result, it will be known numerically how much the company is worth, and it will be seen whether it makes sense to make economic transactions There are many different valuation methods, but author of this thesis decided to use two of the most popular and widely used valuation methods – discounted cash flow analysis and relative valuation.

In order to achieve the objectives, author of this thesis has set following questions:

1. What is the fair value of AS Eesti Gaas using discounted cash flow method?
2. What is the fair value of AS Eesti Gaas using relative valuation?
3. How much do the results of two methods differ?

The discounted cash flow method is used to assess the value of an investment based on its future cash flows. According to this method, the value of the company is equal to the cash flows it will earn in the future, which have been adjusted to the level of risk, required rate of return and other

factors. The purpose of the discounted cash flow analysis is to assess the time-adjusted money available from the investment. Cash flow discounting methods are based on detailed and careful forecasts for each period.

The relative valuation method aims to assess the asset compared to other assets valued by similar markets. Based on this, prices need to be standardised in order to find relative value, converting them into some common variable ratios. Knowing the market price of the stock does not provide enough information to the investor, and it is therefore difficult to know whether or not it is worth investing in the stock. For comparable ratios, the author of this thesis has chosen P/E, P/B, P/S and EV/EBITDA.

The results revealed that when valuing Eesti Gaas with discounted cash flow, the fair value of the company is 649,55 millions euros. That means that the fair calculated value of the company's stock price is 2,24 euros. When valuing Eesti Gaas with relative valuation, the fair value of the company's calculated stock price is 1,49 euros. Given both methods, the average fair value of the company is 1,92 euros.

All in all it can be said that this paper gives information to investors regarding the year 2018. For decision making in the future, there must be conducted a fair value assessment again as the company's financial indicators are changing and also the market prices.

LISAD

Lisa 1. AS Eesti Gaas kasumiaruanne perioodil 2014-2018

<i>miljonites, eur</i>	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu	197,36	126,36	115,68	122,99	161,42
Muud äritulud	0,19	0,58	0,67	1,46	0,33
Kapitaliseeritud väljaminekud oma tarbeks põhivara valmistamisel	-2,49	2,95	2,38	3,54	4,64
Kaubad, toore, materjal ja teenused	178,04	114,16	97,11	105,79	144,53
Tööjõukulud	7,10	6,84	7,46	8,01	8,40
Põhivara kulum ja amortisatsioon	4,13	4,16	4,41	5,12	5,37
Muud tegevuskulud	2,47	3,18	2,21	2,84	3,42
Ärikasum	8,20	1,79	7,54	6,10	4,64
Kaum enne tulumaksustamist	8,15	1,73	7,43	4,00	2,34
Aruandeaasta kasum	5,51	0,49	7,43	3,00	2,33
Aruandeaasta koondkasum kokku	5,51	0,49	7,43	4,28	2,27