

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Rahanduse ja majandusteooria instituut
Rahanduse ja panganduse õppetool

Merle Assmann
ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE
AS MERKO EHITUS NÄITEL
Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Kalle Ahi

Tallinn 2016

Olen koostanud töö iseseisvalt.

Töö koostamisel kasutatud kõikidele teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele on viidatud.

Merle Assmann

Üliõpilase kood: 130035

Üliõpilase e-posti aadress: merle.assmann@gmail.com

Juhendaja lektor Kalle Ahi:

Töö vastab bakalaureusetööle esitatud nõuetele

.....

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

SISUKORD

ABSTRAKT	3
SISSEJUHATUS	4
1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED	6
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ning eesmärk	6
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod	10
1.3. Võrdlussuhtarvudel põhinev hindamine	15
2. AS MERKO EHITUS VÄÄRTUSE HINDAMINE	21
2.1. AS Merko Ehitus tutvustus	21
2.1.1. Merko Ehitus finantsnäitajad	23
2.1.2. Aktsiaturgude ülevaade	29
2.2. Kontserni väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	31
2.2.1. Merko Ehitus vabade rahavoogude prognoosimine	31
2.2.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna ning terminaalväärtuse leidmine	33
2.2.3. Merko Ehitus väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs	35
2.3. Merko Ehituse hindamine võrdlussuhtarvude alusel	37
2.4. Hinnang saadud tulemustele ja arutelu	40
KOKKUVÕTE	42
VIIDATUD ALLIKAD	45
SUMMARY	47
LISAD	49
Lisa 1. AS Merko Ehitus kontserni juriidiline struktuur 30.09.2015 seisuga	49
Lisa 1 järg	50
Lisa 2. AS Merko Ehitus konsolideeritud kasumiaruanne 2006–2014	51
Lisa 3. AS Merko Ehitus konsolideeritud bilanss 2006–2014	52
Lisa 3 järg	53
Lisa 4. Ehitussektori käibe kasv võrreldes SKP nominaalkasvuga 2006–2014	54
Lisa 5. Võrdlusgrupi ettevõtted	55

ABSTRAKT

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on diskonteeritud rahavoogude meetodil ettevõtte väärtuse hindamise õppimine ja meetodi kasutamine Merko Ehituse väärtuse leidmiseks. Ettevõtte valiku puhul lähtuti autori enda huvist Merko Ehituse aktsia hinna ja väärtuse vastu. Ettevõtte väärtuse hindamine aitab prognoosida tuleviku rahavoogusid ning annab ülevaate ettevõtte ajaloolisest taustast. Diskonteeritud rahavoogude meetodit otsustati kasutada, kuna on laialdaselt levinud ja tunnustatud erinevate analüütikute ning investorite poolt.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kohaselt sõltub ettevõtte väärtus tulevikus oodatavate rahavoogude suurusest nüüdisväärtuses. Saadud hinnangu analüüsimiseks on täiendavalt kasutatud võrdlevat hindamist, mis tuletab ettevõtte finantsvarade väärtuse sarnaste ettevõtete hinna suhtest nende kasumisse, rahavoogudesse, raamatupidamisväärtusesse või käibesse. Ettevõtte väärtuse hindamiseks anti ülevaade Merko Ehituse kontsernist, teostati finantsanalüüs, prognoositi ettevõtte vabad rahavood ning leiti vajalikud näitajad antud meetodi kasutamiseks.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal saadi ettevõtte hinnanguliseks väärtuseks ca 198 miljonit eurot ning aktsia hinnaks ca 11 eurot, millest jäeldub, et Merko Ehituse aktsia on praeguse hinna juures alahinnatud. Meetodi tundlikkuse testimiseks viidi läbi sensitiivsusanalüüs, mille tulemusel oli näha, et antud diskonteeritud rahavoogude meetod on väga tundlik erinevatele sisenditele. Sensitiivsusanalüüsist selgus, et vaadeldud näitajatest on brutomarginaalil kõige suurem mõju ettevõtte väärtusele ja aktsia hinnale.

Võtmesõnad: ettevõtte väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod, võrdlus-
suhtarvudel põhinev hindamine, sensitiivsusanalüüs

SISSEJUHATUS

Paljud investorid arvavad, et ettevõtte fundamentaalse väärtuse leidmine on otstarbetu, kuna börsil kaubeldavate aktsiate hinnad liiguvad ikkagi omasoodu. Teine osa investoritest väidavad, et aktsiate hindu mõjutavad eelkõike turuosaliste emotsioonid, üldised visioonid ja turu meeleolud. Paljude investorite meelest efektiivse turu hüpotees ei pea paika ning aktsiaturgude kõikumine on lühinägelik ja põhjustatud pigem emotsioonidest. Finantsturgudel leviva emotsionaalsuse taustal on taolised seisukohad kerged tekkima, kuid turu pikaajalist efektiivsust ei pruugi see kummutada. Lühiajalise ebaefektiivsuse üheks väljenduseks on aktsiaturgude volatiilsus. See väljendab investorite hirmu ehk teadmatust tulevikus osas. Turgude jaoks on alati kõige enam rahutuks tegevaks faktoriks määramatus.

Vastavalt eeltoodule on aga üha aktuaalsem probleem ettevõtte väärtuse hindamine pikemaajaliseks investeerimiseks. Tänapäeval on investeerimine muutunud üha populaarsemaks, kuna investeerimine on tehtud pankade ja interneti maaklerite abil aina lihtsamaks ning alustada on võimalik juba väikeste summadega. Investor on alati huvitatud, kui palju tema tehtud investeering on väärt ning millist tootlust oma investeeringust aktsiatesse või muudesse finantsvaradesse võib oodata. Ettevõtete väärtusest on huvitatud omanikud, võlausaldajad ja paljud teised, kes on ettevõttest mõjutatud.

Käesoleva bakalaureusetöö teemaks on valitud Tallinna Börsil noteeritud AS Merko Ehituse väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil. Teema valikul lähtuti eelkõike isiklikust huvist Merko Ehituse aktsia õiglase väärtuse vastu. Teiseks peamiseks põhjuseks teema valikul oli diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjalikum praktiseerimine.

Töö eesmärgiks on töötada läbi ettevõtte väärtuse hindamise põhimõtted ning rakendada saadud teadmisi Merko Ehituse väärtuse hindamiseks. Eesmärgi saavutamiseks antakse ülevaade diskonteeritud rahavoogude ja võrdlussuhtarvude meetodist. Töö teises osas hinnatakse ettevõtte väärtust, mille jaoks antakse esmalt ülevaade kontsernist, eesmärgiga saada selgemat nägemust ettevõtte olemusest. Järgmisena analüüsitakse kontserni finantstulemusi, mis on aluseks ettevõtte tulevaste rahavoogude prognoosimiseks. Viimasena viiakse läbi ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil, teostatakse

sensitiivsusanalüüs ja ettevõtte väärtuse leidmine võrdlussuhtarvude meetodi abil, uurides seeläbi erinevate näitajate mõju ettevõtte väärtusele. Seejärel saadakse lõpptulemusena erinevate meetodite kasutamisel leitud ettevõtte õiglase väärtuse hinnang. Töö eesmärgiks on leida, kas ettevõtete aktsia hind börsil kajastab õiglaselt ettevõtte fundamentaalset väärtust.

Töös otsitakse tõestust hüpoteesile, et Merko Ehituse aktsia kaupleb Tallinna Börsil alla oma õiglase väärtuse.

Diskonteeritud rahavoogude meetod on aja- ja ressursimahukas ning nõuab ettevõtte tuleviku rahavoogude prognoosimist, kapitali hinna leidmist ning erinevate riskide esinemise tõenäosuse hindamist. Ettevõtte ajalooliste finantsandmete ning majanduse üldise olukorra põhjal tehakse tulevikus genereeritavate rahavoogude prognoosid ning diskonteeritakse need sobiva diskontomääraga.

Võrdlussuhtarvude meetodi puhul keskendutakse neljale enam kasutatavale suhtarvule, milleks on aktsia hinna ja kasumi suhe, aktsia hinna ja käibe suhe, aktsia hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe ning ettevõtte väärtuse ja maksude ning amortisatsiooni eelse kasumi suhe. Töö autori hinnagul hindamismeetodid täiendavad teineteist, tuues välja kitsaskohti, mis ühe meetodi kasutamisel märkamatuks võivad jääda. Diskonteeritud rahavoogude meetod on põhjalikum, kuid on keerulisem läbi viia, mistõttu võib tekkida ka rohkem valedel eeldustel põhinevaid vigu.

Töö on jaotatud kaheks suuremaks osaks. Esimeses peatükis käsitletakse ettevõtte väärtuse hindamise põhimõtteid ja vajalikkust ning konkreetseid hindamiseks vajalikke meetodeid. Keskendutakse diskonteeritud rahavoogude ning võrdlussuhtarvude meetodile, mida kasutatakse töö teises osas ettevõtte Merko Ehituse väärtuse hindamisel.

Töö teise osas viiakse läbi AS Merko Ehituse väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogudel ja võrdlussuhtarvudel põhineva hindamise meetodite alusel. Baltimaade juhtivasse ehituskontserni Merko Ehitus kuuluvad Eestis, Lätis ja Leedus terviklahendusi pakkuvad ehitus- ja kinnisvaraarenduse ettevõtted, mis keskenduvad ehituse peatöövõtule ja projektijuhtimisele. Merko Ehituse aktsiad on noteeritud NASDAQ Tallinn börsil alates 1997. aastast. Töö teine osa lõpeb järeltustega ning aktsia õiglase hinna leidmisega.

Peamiste allikatena on antud töös kasutatud erialast kirjandust ning publikatsioone. Välismaistest autoritest on kõige enam toetunud Aswath Damodarani ja Pablo Fernandez teostele. Eesti autoritest on enim refereeritud Villu Zirnaski teoseid.

1. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED

Ettevõtte väärtuse hindamiseks tekib põhiliselt vajadus siis, kui päevakorras on ettevõtte või selle aktsiate ost või müük. Ettevõtte väärtuse hindamise vajadus võib tekkida ka muude põhjuste ajendil, mis võivad esile kerkida ettevõtte erinevates faasides (Zirnask 2008, 103).

Investori seisukohalt on ettevõtte väärtuse hindamine oluline, et teha edaspidiseid investeerimisplaanide. Kas investeerida ettevõtte aktsiatesse veel, hoida aktsiate osakaalu portfellis samal tasemel, müüa portfelist antud ettevõtte aktsiad täielikult või osaliselt.

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ning eesmärk

Ettevõtte väärtus võib olla mitmetel põhjustel erinev. Näiteks on üldiselt erinevate investorite silmis ettevõtte väärtus erinev, ning samuti võib see olla erinev nii müüja kui ostja jaoks (Fernandez 2015b, 2). Ettevõtte väärtuse hindamist võidakse läbi viia erinevatel põhjustel, põhilised nendest on (Fernandez 2015b, 2-3): 1) ettevõtte ostu- ja müügitehingute läbiviimiseks. Ostja jaoks määrab ettevõtte väärtuse hindamine kõrgeima hinna, millega tasub ettevõtet osta ja müüja jaoks madalaima hinna, millega tasub ettevõtet müüa; 2) börsiettevõtete puhul aitab väärtuse hindamine investoril paremini langetada otsuseid; 3) esmasel avalikul pakumisel aktsiate hinna määramisel; 4) pärandite ja testamentide puhul, kui peab võrdlema aktsiate ja muude varade väärtust; 5) tasustamisskeemide puhul, mis tuginevad ettevõtte lisandväärtuse loomisele; 6) hindamaks, millised ettevõtte tegevusvaldkonnad loovad suuremat väärtust; 7) strateegiliste otsuste langetamisel ettevõtte püsijäämises; 8) üldisel ettevõtte strateegia planeerimisel.

Ettevõtte müük ei pruugi olla väärtuse hindamisel päevakorras, kuid see ei välista, et ettevõtte väärtus ei oleks hiljem oluline. Ettevõtte kasvades tasub kogu aeg meeles pidada,

kuidas otsused mõjutavad ettevõtte väärtust, sest kõiki olulisi parameetreid ei suudetaks paremasse seisu viia lühikese ajaga (Zirnask 2008, 103).

Börsil noteerimata ettevõtte puhul, millel on mitmeid aktsionäre, võib väärtuse hindamist vaja minna selleks, et anda aktsionäridele ülevaade, kuidas ettevõttel läheb. Ettevõtte tuleviku kohta ei anna dividendide või kasumi suurus selget ülevaadet (Ibid.).

Börsil noteeritud ettevõtetate väärtuse hindamise vajalikkusest ja turgude efektiivsusest on palju diskuteeritud. Efektiivse turu teooria (*efficient market hypothesis*) väidab, et ettevõtte turuhind kaasab juba kogu olemasolevat informatsiooni ning pikema aja jooksul ei ole võimalik analüüsimeetodeid kasutades turu keskmisest paremat tootlust saavutada. Efektiivse turu teooria seab kahtluse alla börsimullide ja -krahhide esinemine ja samuti investorid, kes suudavad pidevalt paremat tootlust teenida kui turg keskmiselt. Fundamentaalse analüüsi seisukohalt on turu ebaefektiivsus oluliseks eelduseks (Kert 2007, 159).

Pidevalt ebaefektiivsed turud annaksid häid võimalusi investoritele, kes on valmis oma aega kasutama ettevõtte väärtuse hindamisele, kuna varasid oleks võimalik soetada odavalt (Damodaran 2002, 5). Tekib aga küsimus, miks peaks investorid investeerima odavatesse varadesse, kui usutakse turgude ebaefektiivsusesse. Turgude ebaefektiivsusesse uskumine tähendaks seda, et ei usuta võimalusse tulevikus varasid kõrgema hinnaga müüa. Investorid aga ei tohiks tegeleda ainult spekulatsiooniga, investeringu tegemisel tuleks lähtuda tekkivast rahavoost ja kasumist. Rahavoogude kujunemine aga sõltub mitme teguri koosmõjust (üldine majanduse areng, majanduslik olukord, konkurentide tegevus jms).

Uskumus, et fundamentaalsetes alustingimustes on toimunud põhjalikud muutused, on börsimullide ja -krahhide ühiseks tunnuseks. Sellest tulenevalt muutused õigustavad teistmoodi lähenemist ettevõtte väärtuse hindamises. Enamus investoreid usuvad, et seekord on teistmoodi. Investorid ei pruugi õppida mineviku kogemustest ja vigadest. Investoreid iseloomustab põhiliselt ahnus ja hirm, mis on olnud nii minevikus ja on ka tulevikus. Harvad ei ole olukorrad, kus investorid on kinni minevikus, ning halbade kogemuste tõttu tuntakse endiselt hirmu börsikrahhidest, ning seega ei suudeta kasu teenida turu tõusudest ja taastumistest (Vörklaev 2007, 95).

Enamasti on aga turud efektiivsed tänu investoritele, kes usuvad vastupidist. Kui ei oleks investoreid, kes pidevalt tegeleksid alahinnatud või ülehinnatud aktsiate otsimisega ja müümisega, panustades hinnaliikumistele, ei muutuks turg ka pikapeale efektiivseks. Investorid usuvad, et turud korrigeerivad ennast pikema aja vältel (Damodaran 2002, 5).

Erinevate finantsanalüüsi meetodite kasutamine ettevõtte väärtuse hindamiseks aitab paremini leida ala- või ülehinnatud ettevõtteid. Finantsanalüüsi läbiviimine on ettevõtte möödunud, käesoleva ja tulevikus oodatava rahandusliku olukorra hindamine (Tearu 2005, 15).

Finantsanalüüs on hindamise protsess, millega määratakse kindlaks ettevõtete, projektide eelarvete või muude finantsvarade sobivust investeerimiseks. Tüüpiliselt analüüsitakse, kas investeerimisobjekt on stabiilne, maksejõuline, likviidne või piisavalt kasumlik investeerimiseks. Käsitledes konkreetset ettevõtet, siis keskendub analüüs tavaliselt kasumiaruandele, bilansile ja rahavoogude aruandele. Üheks oluliseks osaks on ettevõtte varasemate tulemuste ekstrapoleerimine tuleviku prognoosideks (Investopedia 2015).

Tehnilise analüüsi peamiseks aluseks on aktsiagraafikud. Fundamentaalse analüüsi puhul hinnatakse ettevõtte majandusaruandeid, turusituatsiooni ja juhtkonda. Fundamentaalse analüüsi põhiliseks eesmärgiks on turul alahinnatud või ootustest kiiremini kasvavaid ettevõtteid (Kert 2007, 159). Mõningatel juhtudel ka ülehinnatud ettevõtete leidmine, kuid see on märgatavalt vähem levinud. Tuleb teha kaks olulist eeldust (Ibid. 160): 1) ettevõtte turuhind võib erineda tema õiglasest väärtusest (ettevõtte võib olla ala- või ülehinnatud); 2) pikemas perspektiivis turuhind liigub õiglase väärtuse suunas.

Aktsiaturgude languse ajal võib tekkida ka olukordi, kus turuväärtus on tunduvalt madalam ettevõtte tegelikust väärtusest. Aastal 2009 kui maailma börsid jõudsid märtsis oma põhjadesse oli võimalik osta ettevõtete aktsiaid sügava allahindlusega võrreldes nende tegeliku väärtusega. Samas võivad mõned ettevõtted olla odavad ka pärast suurt aktsiahinna tõusu ehk olla endiselt alahinnatud.

Warren Buffett ostis 1988. aastal Coca-Cola aktsiaid pärast seda, kui aktsiahind oli kolmekordistunud paari aastaga. Ostuhetkel oli Coca-Cola turuväärtus hinnanguliselt 15 miljardit dollarit, kuid Buffett'i arvutused näitasid, et ettevõtte on väärt vähemalt 20 miljardit dollarit, kuid tõenäoliselt isegi rohkem, kuni 48 miljardit dollarit. Tänapäevase seisuga on Buffett endiselt Coca-Cola aktsionär ja turuväärtus 25.11.2015 seisuga on 188,8 miljardit dollarit. Pikaajaliste investeerimisotsuste tegemiseks on sobiv fundamentaalne analüüs. Aktsiahindade ja sealt tulenevalt ettevõtte väärtuse lühiajaline kõikumine on seletatav investorite psühholoogiaga, mida uurib tehniline analüüs (Ibid.).

Fundamentaalse analüüsi põhiülesanne on ettevõtte õiglase väärtuse leidmine, milleks omakorda kasutatakse erinevaid meetodeid. Kõige levinumad ettevõtte väärtuse hindamiseks on võrdlussuhtarvudel põhinev analüüs, tuletisnõuete hindamise meetod (*contingent claim*

valuation) ja diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF – *discounted cash flow method*) (Damodaran 2002, 11).

Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatavad põhilised meetodid jagatakse kuude erinevasse gruppi (Fernandez 2015b, 2): 1) varadel põhinevad meetodid, 2) kasumiaruande põhised meetodid, 3) kombineeritud meetodid ehk segameetodid, 4) rahavoogudel põhinevad meetodid, 5) lisandväärtusel põhinevad meetodid, 6) optsioonidel põhinevad meetodid.

Võrdlussuhtarvudel põhinevat hindamist on lihtne läbi viia, arusaadav ja annab ettevõttest hea esialgse ülevaate. Kuna tegemist on lihtsasti teostatava analüüsiga on meetod levinud pigem investorite seas, kellel puudub aeg või oskused aeganõudvate ja keerulisemate meetodite kasutamiseks. Kindlasti aga ei tohiks investor sellega piirduda, kuna erinevate meetodite kasutamine aitab tuua välja analüüsi kitsaskohti.

Tuletisnõuete hindamise meetod kasutab erinevaid optsiooni hindamise mudeleid optsioonidega sarnase käitumisega finantsvara väärtuse määramiseks. Peale finantsvarade võivad need meetodid põhineda ka reaalvaradel ehk reaaloptsioonidel (Ibid.).

Ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks on aga kõige levinum nendest kolmest diskonteeritud rahavoogude meetod. Diskonteeritud rahavoogude meetodi abil hinnatakse ettevõtte tänast turuväärtust. Meetod põhineb prognoosidel kui palju raha teenitakse tuleviku rahavoogudelt. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kohaselt on ettevõtte väärt kogu raha, mida ettevõtte on võimeline investoritele pakkuma tulevikus. Meetod lähtub tõekspidamisest, et tulevikus on raha vähem väärt kui raha täna (Investopedia, 2015).

Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid aga on suhtelised, kuna erinevad meetodid võivad anda tulemuseks väga erineva väärtuse. Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatakse kvantitatiivseid meetodeid, andmeid analüüsitakse matemaatiliselt ja tulemused on arvuliselt kirjeldatavad, kuid arvutuste eeldused on valitud subjektiivselt. Järgnevalt käsitletakse lähemalt diskonteeritud rahavoogude meetodit ettevõtte väärtuse hindamisel, mida kasutatakse töö teises peatükis Merko Ehituse väärtuse hindamiseks.

1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks klassikalisemaid ettevõtete hindamise meetodeid. Antud meetodi järgi sõltub ettevõtte väärtus tulevikus teenitavate rahavoogude suurusest, mida on kaalutud nii riskitaseme, omanike nõutava tulunormi kui muude teguritega (Inevstopedia 2015).

Ettevõtte väärtuse hindamiseks diskonteeritud rahavoogude meetodiga tuleb prognoosida kõigepealt ettevõtte poolt tulevikus genereeritavate rahavoogude summa ning diskonteerida nüüdisväärtusesse (*PV – present value*) kasutades sobivat diskontomäära (Mian, Vélez-Pareja 2013, 3). Antud meetodi puhul leitakse rahavoogude jagamisel diskonteerimismääraga tulevased rahavood tänases vääringus. Siinkohal on oluline mõista ajaväärtuse mõistet. Võetava riski eest soovib saada investor kompensatsiooni, inflatsiooni tõttu väheneva ostujõu ning alternatiivsetest projektidest saamata jäänud tulu eest. Tuleviku rahavoogude nüüdisväärtust arvutatakse järgneva valemi järgi (Damodaran 2001, 751):

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

kus

- PV – rahavoogude nüüdisväärtus,
- CF_t – rahavood perioodil t ,
- t – perioodide arv,
- n – vara eluiga,
- r – kapitali hind ehk diskonteerimismäär.

Tuleviku rahavoogude nüüdisväärtuse leidmiseks diskonteeritakse rahavood kaalutud keskmise kapitali hinnaga (*WACC – weighted average cost of capital*) (Fernandez 2015b, 11). Kaalutud keskmine kapitali hind on ettevõtte üldise finatseerimisstruktuuri kaalutud keskmine väärtus (Mian, Vélez-Pareja 2013, 5).

WACC-i arvutamisel arvestatakse võõrkapitali keskmist hinda ja ettevõtte omakapitali keskmist hinda, võttes arvesse võõrkapitali ja omakapitali struktuuri ettevõttes. Väärtuse leidmisel hinnatakse ettevõtet kui tervikut. WACC on sobiv määr, kuna võtab arvesse nii omanike kui ka võlausaldajate nõutud tulumäära (Fernandez 2015b, 11). Diskontomäär peab arvestama kõikide investorite riski, kuna vabad rahavood on kättesaadavad kõikidele

investoritele. Omakapitali ja võõrkapitaliga finantseeritud ettevõtte WACC üldkujul on leitav järgmise valemi abil (Fernandez 2015b, 11):

$$WACC = \frac{D}{D + E}k_d + \frac{E}{D + E}k_e \quad (2)$$

kus

- $WACC$ – kapitali kaalutud keskmine hind,
- D – võõrkapitali väärtus,
- E – omakapitali väärtus,
- k_d – võõrkapitali hind,
- k_e – omakapitali hind, mis arvestab omakapitali riski.

Antud valem sisaldab ainult kahte kapitali liiki, omakapitali ja võõrkapitali. Praktikas võib ettevõtte kapitali struktuur olla mitmekesisem, sest võõrkapitali saab kaasata erineval moel: erinevad laenud, võlakirjad jne. Kõik olulisemad võõrkapitali allikad tuleks ka eraldi arvesse võtta (Zirnask 2008, 61).

Kõige levinum lähenemine omakapitali hinna arvutamiseks on finantsvarade hindamise mudel (CAPM – *capital asset pricing model*). CAPM hindab aktsiariski üldise turu suhtes. Tuginedes CAPM mudelile sõltub kapitali hind kolmest faktorist (Koller et al. 2010, 238): riskivabast tulumäärast, turu riskipreemiast ning hinnatava ettevõtte riskist võrrelduna turu keskmisega. Finantsvarade hindamise mudeli valem on alljärgnev (Stowe et al. 2007, 48):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f] \quad (3)$$

kus

- $E(R_i)$ – omakapitali oodatav tulumäär,
- R_f – riskivaba investeeringu tulumäär,
- $E(R_m)$ – aktsiaturgude keskmine omakapitali tulumäär,
- β_i – väärtpaberi suhtelist riski mõõtev beetakordaja.

CAPM mudel ja teised indeksumudelid eeldavad, et investori portfelli on hajutatud. CAPM-i mudelis riskivaba tulumäär ja turu riskipremia, mis on määratletud kui erinevus oodatava aktsiaturgude tulumäära ja riskivaba tulumäära vahel, on erinevate ettevõtete puhul suuresti sama (Ibid.).

Kuna aktsia oodatavat tulumäära ei saa arvestada ainult riskivabalt ja oodatavale aktsiaturu tulumääralt, siis tuleb lisaks kasutada beetat (tähistatud kreeka tähega β). Beeta on

aktsia süstemaatilise riski suhteline mõõt. Süstemaatiline risk on see osa väärtpaberiga seotud riskist, mida pole võimalik portfelli koostamisega hajutada (Juhend...2015). Võib ka öelda, et beeta kirjeldab aktsiahinna tundlikust turu suhtes. Aktsia beeta on leitav järgmise valemi kaudu (Levy 2002, 398):

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i R_m)}{\sigma_m^2} \quad (4)$$

kus

- β – beetakordaja,
- R_i – väärtpaberi tulumäär,
- R_m – turuportfelli m tulumäär,
- $Cov(R_i R_m)$ – väärtpaberi ja tulumäära omavaheline kovariatsioon,
- σ_m^2 – turuportfelli m tulumäära standardhälve.

CAPM põhineb küll põhjalikule teooriale (Aastal 1990 pälvis mudeli peamine autor William Sharpe Nobeli preemia), kuid annab vähe juhiseid kuidas mudelit kasutada ettevõtte väärtuse leidmiseks (Koller et al. 2010, 240).

Riskivaba tulumäär on tulu, mille puhul investor ootab riskivaba tootlust ehk tulul puudub risk (Juhend...2015). Riskivaba tulumäära puhul tuleks võtta aluseks valitsuse võlakirjade intressimäärad. Valitsuse võlakirjadel on palju erinevaid tähtaegu, näiteks Ameerika Ühendriigid emiteerib võlakirju tähtajaga alates 1 kuu kuni 30 aastat. Erineva tähtajaga võlakirjad aga võivad tähendada erinevat tootlust. Ideaalis tuleks iga rahavoog diskonteerida sama lõpptähtajaga võlakirja intressimääraga (Koller et al. 2010, 241).

Riskivaba tulumäärana soovitatakse arenenud riikides kasutada valitsuse võlakirjade intressimäärasid (Koller et al. 2005, 296). Hinnates Euroopa ettevõtteid soovitavad Koller et al. kasutada riskivaba tulumäärana Saksamaa 10 aastaseid võlakirju. Saksamaa võlakirjad on võrreldes teiste Euroopa riikidega kõrgema likviidsuse ja madalama krediidiriskiga (2010, 241). Eesti riik ei ole korraldanud võlakirja emissioone. Alternatiivse lähenemisena pakub Konkurentsiamet välja kasutada laiapõhjalisemat riigireitingutel põhinevat riskipremia hinnangut või CDS-turul (*Credit Default Swap* – maksejõuetuse vastu kindlustamise leping) kujunevat Eesti riigi riskipremiat. Viimase puhul on probleemiks CDS-turu suur volatiilsus, vähene likviidsus ja Eesti riigi võlakirja puudumine. Konkurentsiamet pakub välja ka Belgia, Slovakkia ja Tšehhi riiklike võlakirjade keskmise tulususe ja Saksamaa võlakirja tulususe vahet (Juhend... 2015). Damodarani andmetel on Eesti riigi riskipremiaks 0,70% (2015).

Turu riskipreemia ja riskivaba investeringu tulumäära vahe leidmine on kõneainet tekitav teema finantsmaailmas. Samuti on pikaajaliselt aktsiad ületanud ka võlakirjade tootlikkuse (Koller et al. 2010, 242). Ükski tänapäeva mudelitest ei suuda adekvaatselt hinnata turu riskipreemiat. Kuid Koller ja teised usuvad, et turu riskipreemia varieerub 4,5% ja 5,5% vahel. Näiteks perioodil 1900–2009 USA aktsiad edestasid pikaajalised valitsuse võlakirjad 6,1% võrra (Ibid., 244). Damodarani andmetel oli 2015. aasta alguse seisuga USA aktsiaturgude riskipreemiaks 5,75% (2015).

Ettevõtte riski ja laenu hinna seos on sama nagu omakapitali puhul, mida riskantsemaks laenu hinnatakse, seda kõrgema hinnaga laenu antakse. Võõrkapitali hinna leidmisel ollakse vähem subjektiivne kui omakapitali hinna leidmisel (Zirnask 2008, 58).

Võõrkapitali hinnaks on mõistlik võtta viimati saadud laenu intressimäär. Laenuvõtmine peab olema toimunud vähem kui 5–6 kuud tagasi ja majanduses ei tohi olla vahepeal toimunud suuri muutusi (Ibid. 59). Kui majanduse olukord on muutunud, siis ei pruugi tegemist olla enam turuhinnaga. Panga poolt antud laenu intressimäär sõltub laenu riskist, ettevõtte turuosast, tegevusharust, ettevõtte enda tugevusest, laenu tagatisest jne (Ibid., 60).

Järgmisena tuleks prognoosida ettevõtte poolt teenitavad rahavood. Ettevõtte väärtuse hindamiseks vaba rahavoo alusel kasutatakse kahte lähenemist: 1) ettevõtte vaba rahavoo alusel (*free cashflows to the firm*); 2) omanike vaba rahavoo alusel (*free cashflows to the equity*) (Ibid., 133).

Omanike ehk aktsionäride vaba rahavoog on summa, mis jääb järele pärast vajalikke investeringuid ettevõtte põhivarasse ja käibekapitali ning kui kõik tegevuskulud, intressid, laenukohustused on tasutud. Ettevõtte vaba rahavoog võrdub aga summaga, mis jääb järele pärast seda, kui ettevõtte on tasunud kõik oma tegevuskulud ja maksud ning vajalikud investeringud on tehtud (Stowe et al. 109). Tuleb leida ettevõtte vaba rahavoog, mis on leitav järgmise põhimõtte järgi (Zirnask 2008, 134):

$$\begin{aligned} &+ \text{kasum enne intresside ja maksude maksmist} \times (1 - \text{maksumäär}) && (5) \\ &+ \text{kulum ehk amortisatsioon} \\ &- \text{investeringud põhivarasse} \\ &- \text{käibekapitali muutus} \\ &= \text{ettevõtte vaba rahavoog} \end{aligned}$$

Käibekapitali muutus on käibekapitali aastane muutus. Käibevarad ehk lühiajalised varad on kõige likviidsemad varad, mida on võimalik realiseerida lähima aasta jooksul. Lühiajaliste kohustuste alla kuuluvad need kohustused, mida plaanitakse maksta tagasi lähima aasta jooksul. Samuti peab hindama ja prognoosima ka ettevõtte kulusid ja teisi ettevõtte erinevaid bilansilisi näitajaid.

Arvestades, et ettevõtte jätkab tegevust ka pärast prognoositud rahavoogude perioodi tuleb leida terminaalkväärtus (*TV – terminal value*). Eeldatakse, et ettevõtte rahavoog kasvab igavesti pärast prognoositud rahavoogusid konstantse kasvumääraga. Terminaalkväärtust on võimalik leida sel juhul järgmise valemi abil (Damodaran 2002, 304):

$$\text{Terminaalkväärtus (TV)} = \frac{\text{viimasele perioodile järgnevad vabad rahavood ettevõttes}}{(\text{kapitali kaalutud keskmine hind} - \text{jätkukasvumäär})} \quad (6)$$

Kõik leitud rahavood diskonteeritakse nüüdisväärtusesse ning liidetakse rahavoogude terminaalkväärtus. Vabade rahavoogude arvutamise meetodit kasutades ja liites rahavoogude terminaalkväärtuse, saame järgneva valemi (Ibid., 303):

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n} \quad (7)$$

kus

PV – rahavoogude nüüdisväärtus,
CF_t – rahavood perioodil *t*,
t – perioodide arv,
n – vara eluiga,
WACC – diskonteerimismäär,
TV – terminaalkväärtus.

Valemi kohaselt eeldatakse, et pärast prognoositud rahavoogude perioodi kasvab ettevõtte rahavoog lõpmatuseni. Pärast prognoositud aastaid kasvab seega ettevõtte rahavoog mingi kindla protsendi võrra. Kasvumäärana kasutatakse üldjuhul üldise majanduse pikaajalist kasvumäära. Kasutades kõrgemat tõusu võib tekkida olukord, kus ettevõtte väärtus kasvaks kiiremini kui üldine majanduskeskkond. Mõistlik ei ole ka kasutada madalamat

kasvu, kuna pikaajaliselt ei suudetaks seda hinnata ja ei suudeta prognoosida kindlalt, et ettevõtte finantsseisund pikaajaliselt peaks nõrgenema.

Diskonteeritud rahavoogude meetodil leitakse ettevõtte aktsia väärtus turuväärtuse jagamisel ettevõtte aktsiate arvuga, mille tulemuseks on aktsia õiglane väärtus. Ettevõtte turuväärtus leitakse diskonteerides rahavood nüüdisväärtusesse ja liites diskonteeritud rahavoogude terminaalkväärtus ning saadud summast lahutatakse netovõlg. Tulemusele lisatakse ka põhitegevusega mitteseotud varade väärtus, kuid neid hinnatakse eraldi.

Diskonteeritud rahavoogude meetodit loetakse parimaks finantsvarade hindamise meetodiks, kuid sisaldab ka mitut kitsaskohta. Meetodit tuleks rakendada stabiilsete ja usaldusväärsete rahavoogude põhjal. Näiteks tuleks aluseks võtta ettevõtte enda avaldatud prognoosid, mida iga investor saaks kohandada enda tõekspidamistega. Kui ei tugineta usaldusväärsetele prognoosidele, siis võib ettevõtte väärtuse tulemus sõltuda tugevalt investori arvamusest ehk on subjektiivselt mõjutatud. Vastavalt sellele võib ka mudel olla väga tundlik väiksematelegi muudatustele. Nagu varasemalt ka mainitud, siis mudel töötab stabiilses majanduskeskkonnas, kus on rahavoogude kasvu parem hinnata.

Kokkuvõtvalt on diskonteeritud rahavoogude meetod üles ehitatud kvantitatiivsele mudelile, kuid sisendid on investori arvamusest lähtuvalt subjektiivsed. Tulemus on tugevalt mõjutatud investori psühholoogiast. Järgnevalt vaadeldakse lähemalt võrdlussuhtarvudel põhinevat hindamise meetodit, mida kasutatakse töö teises osas Merko Ehituse ja Nordecon aktsia hinna võrdlemiseks.

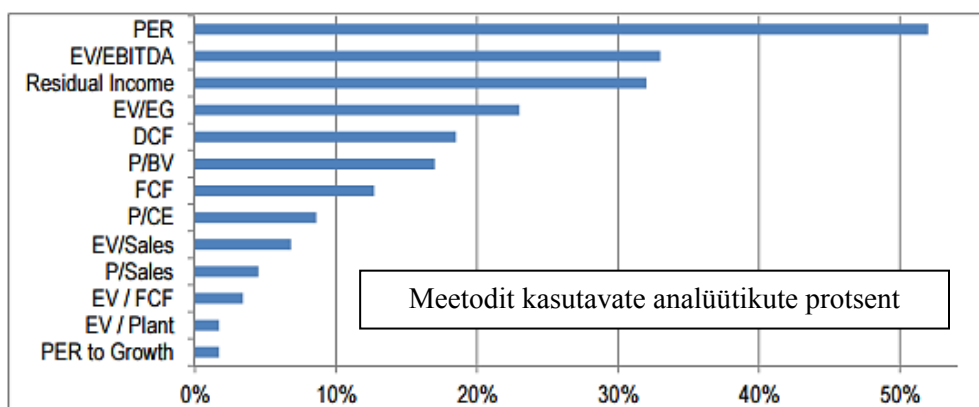
1.3. Võrdlussuhtarvudel põhinev hindamine

Võrdlussuhtarvudel põhinev hindamise meetod on praktikas palju kasutatav, kuna meetodit on kerge ja kiire kasutada. Antud hindamismeetodi puhul hinnatakse ettevõtte aktsiate turuväärtust, võrreldes sarnaste ettevõtetega (Damodaran 2005, 61). Võrdlussuhtarvudel põhineva ettevõtte hindamise eelduseks on, et sarnased ettevõtted või samasse sektorisse kuuluvad ettevõtted peaksid kaupleva lähedastel suhtarvudel.

Erinevaid suhtarve on võimalik arvutada ajalooliste andmete kui ka tuleviku prognooside põhjal. Raamatupidamisaruannete alusel on suhtarve kergem arvutada, kuid sisaldavad ka endas tunduvalt vähem informatsiooni. Prognooside põhjal leitud suhtarvud on aga otseses seoses prognooside kvaliteediga (Kert 2007, 166).

Võrdlussuhtarvude meetodi puhul pole vaja detailselt prognoosida ettevõtte rahavoogu või leida terminaalväärtust nagu seda tehakse näiteks diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades. Ettevõtet hinnatakse võrreldes sarnastest ettevõttest koostatud grupiga. Lihtne aktsiahindade analüüs selgitab välja kindla kordaja, mida kasutatakse sihtmärgina hinnatava ettevõtte väärtuse leidmisel (Schreiner, Spremann 2007, 3). Koostatud grupi suhtarve võrreldakse ettevõtte enda aktsia hinna ja raamatupidamislike näitajatega. Ettevõtte väärtus leitakse grupi mediaani või keskmise alusel.

Tuginedes ettevõtte väärtuse hindamise printsiipidele ja empiirilistele tõestustele soovitakse võimaluse korral võrdlusgrupi koostamisel kasutada tuleviku suhtarve. Võimalik on sellist gruppi koostada ainult siis, kui kõikide ettevõtete kohta on olemas prognoositavad suhtarvud. Analüütikud teevad üldjuhul tulude prognoose ainult kaheks aastaks, seega on kõige sobivam kasutada suhtarvude prognoose kahe aasta kohta (Ibid., 10). Käsitlevat meetodit on lihtne kasutada ja ei vaja palju ajaressurssi, meetod on levinud nii tavainvestorite kui ka analüütikute seas. Joonisel 1 on ära toodud Morgan Stanley Dean Witter'i analüütikute poolt enim kasutatud meetodi, mida kasutatakse Euroopa ettevõtete hindamisel.



Joonis 1. Morgan Stanley Dean Witter'i analüütikute poolt enam kasutatud ettevõtte väärtuse hindamismeetodid

Allikas: (Fernandez 2015a, 2)

Ettevõtte väärtuse hindamisel on diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF) viiendal kohal. Kõige rohkem kasutatakse aktsia hinna ja kasumi suhtarvu (PER ehk P/E – *price to earnings ratio*) ja teisena ettevõtte väärtuse (EV – *enterprise value*) ja maksude ning

amortisatsiooni eelse kasumi suhtarvu (EBITDA – *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*). Kuigi nimetatud suhtarvud on kõige populaarsemad, siis tuleb ettevõtte väärtuse hindamisel suhtarvude valikul arvestada ka sektoriga. Mõned suhtarvud on teatud sektoris sobivamad ja mõned vähem (Fernandez 2015a, 2).

Suhtarvude meetodi kasutamine annab hea ülevaate turusentimentidest ehk meeleolust, mis valitseb aktsiaturgudel. Mõõdetakse ettevõtte suhtelist, mitte sisemist ehk õiglast väärtust (Damodaran 2002, 453). Kui investorid on meelestatud ostma näiteks biotehnoloogia aktsiaid, siis antud sektori keskmised suhtarvud liiguvad tänu sellele üles.

Keskmised suhtarvud aga ei kajasta otseselt ettevõtte rahavoogusid, seega ei pruugi muutus olla võrreldav tegelikule olukorrale. Suhtarvude meetod ei arvesta võimalusega, et ettevõtte võib olla konglomeraat ehk ettevõtte, mis tegutseb korraga erinevates omavahel vähe seotud sektorites. Tegemist on peamise kitsaskohaga antud meetodi puhul. Taolisi ettevõtteid on maailmas mitmeid, näiteks Amazon, General Electric, Google jt.

Nagu eelpool mainitud, siis kõige levinumaks suhtarvuks on hinna ja kasumi suhtarv (P/E – *price to earning ratio*). Samuti soovitatakse antud suhtarvu kasutada kinnisvarasektoris tegutsevate ettevõtete hindamiseks (Habula 2009, 25). P/E suhtarvu on lihtne arvutada ning teisest küljest sisaldab ta endas palju väärtuslikku informatsiooni. P/E suhtarv seob omavahel aktsiahinna ja ettevõtte kasumi ning avaldub valemiga järgneval kujul (Kert 2007, 167):

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} \quad (8)$$

kus

P – aktsia turuhind (*price*),
 EPS – puhaskasum aktsia kohta (*earnings per share*).

EPS-i leidmiseks kasutatakse näiteks viimaste aastate keskmist või lähiaastate prognoositavat kasumit (Fernandez 2015a, 3). Kasum aktsia kohta on võimalik leida ka möödunud aasta aruande või viimase 12 kuu kasumi jagamisel aktsiate arvuga (Ross et al. 2004, 123).

P/E suhet nimetatakse ka kasumikordajaks, kuna suhtarv näitab mitu korda on investor nõus rohkem maksma ettevõtte poolt teenitavast kasumist. Teisiti öeldes näitab suhtarv mitme aastaga investor teenib investeeritud raha tagasi. Viimane on aga äärmiselt lihtsustatud

lähenemine, sest võtab arvesse ainult viimast aruandeperioodi ega arvesta kasumite muutustega tulevikus (Ross et al. 2004, 123).

P/E kordaja vahemik, mida peetakse õiglaseks vahemikuks varieerub tugevasti erinevate sektorite ja ka riikide lõikes. Kordaja sõltub peamiselt ettevõtte oodatavast kasumi kasvu kiirusest ning ettevõtte ja regiooni riskitasemest. Kordaja on üldjuhul kõrgem ettevõtetel, millel kasum kiirelt kasvab ja stabiilsete ettevõtete oma on keskmisest madalam. Kõrgema riski puhul on P/E suhe üldjuhul madalam. Ainult P/E suhte põhjal ei ole võimalik järeldada, kas ettevõtte on ala- või ülehinnatud. P/E suhet võrreldakse ettevõtte kasumi kasvu kiirusega. Kui ettevõtte kasum kasvab kiirelt, kuid kordaja on madal võib olla ettevõtte alahinnatud (Kert 2007, 167-168). Kindlasti tuleks võrrelda saadud tulemusi võrdlusgrupiga.

P/E suhte suurus on mõjutatud tugevasti kasumi kasvust. Kasvu arvesse võttev PEG suhtarv (*price-earnings growth*) leitakse järgmise valemi alusel (Fernandez 2015a, 4):

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

kus

PEG – kasumi kasvu arvesse võttev suhtarv,

P/E – hinna ja kasumi suhtarv

Madalama PEG kordajaga ettevõtted on atraktiivsemad kui kõrgete kordajatega ettevõtted (Stowe et al. 2007, 185). Ettevõtet peetakse enamasti soodsaks kui PEG kordaja on väiksem kui 1, kui PEG on suurem kui 1 võib olla see märk, et ettevõtte on ülehinnatud. (Kert 2007, 168).

Benjamin Grahami arvates on aktsia kallis, kui P/E suhe on üle 15. Ta on samuti kriitiline PEG suhtarvu osas, kuna selle arvutamiseks jagatakse praegune hind tulevase aasta kasumiga. Kuna teada olev väärtus jagatakse tuleviku tuludega, mida veel ei teata. (Zweig 2006, 374). Benjamin Grahmit peetakse väärtusinvesteerimise ja finantsanalüüsi loojaks.

Aktsia hinna ja käibe suhe (*P/S – price to sales*) on kasulik võrdlemiseks just siis, kui majanduskeskkond muutub halvemaks. P/S suhtarv võimaldab ettevõtteid võrrelda ka siis, kui enam kasumit ei teenita (Kivinurm-Priisalm 2007, 131). Antud suhtarv võrdleb ettevõtte käivet aktsia hinnaga. Suhtarv on leitav ka ettevõtte turuväärtuse jagamisel kogu käibega. P/S suhtarv on leitav järgmise valemi abil (Fernandez 2015a, 3):

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{aktsia hind}}{\text{käive ehk müügitulu aktsia kohta}} \quad (10)$$

Üldjuhul kasutatakse viimase finantsaasta käivet, kuid on kasutatav ka prognoosides järgmise aasta käivet. Analüütikute hinnangul on P/S suhtarvu mõistlik kasutada, kuna käive on vähem moonutatav, kui teised fundamentaalsed näitajad nagu näiteks EPS. P/S on võimalik kasutada võrreldes P/E suhtarvuga siis, kui EPS on negatiivne. Võimalikeks puudusteks võiks lugeda näiteks, kui ettevõtte ei ole kasumlik aga käibe kasv on suur. Suhtarv ei võta arvesse kulude struktuuri, mis võib olla ettevõtetel erinev (Stowe et al. 2007, 204–205).

Aktsia hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhtarv (P/B – *price to book ratio*) on enam levinud pankade hindamisel. Teised sektorid, mille ettevõtete hindamisel kasutatakse sageli just P/B suhtarvu on näiteks paberi ja tselluloositööstus, kinnisvara ja kindlustus. P/B suhtarv on leitav järgneva valemiga (Fernandez 2015a, 3):

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{aktsia turuhind}}{\text{omakapital aktsia kohta}} \quad (11)$$

P/B suhtarvu soovitatakse ettevõtte väärtuse hindamisel kasutada, kuna bilansiline väärtus on üldjuhul positiivne isegi siis, kui EPS on negatiivne. Samuti on omakapital aktsia kohta stabiilsem kui EPS. Kui EPS on ebanormaalselt kõrge või madal võib olla asjakohasem kasutada P/B suhtarvu kui P/E suhtarvu. Kitsaskohtadena võib välja tuua näiteks teenindusettevõtte jaoks võivad olla töötajad, oskused ja teadmised olulisemaks teguriks äri tegevuses kui bilansilised varad (Stowe et al. 2009, 194-195).

Kivinurm-Priisalm (2007, 135) leiab, kui P/B suhe on alla 1, siis on aktsia odav ja kui P/B on üle 3, siis on aktsia kallis. Graham soovib aga ettevõtteid, mille P/B suhe ei ole rohkem kui 1,5 (Zweig 2006, 374).

P/B suhtarv on tugevalt mõjutatud omakapitali rentaablustest (ROE – *return on equity*) ja ka omakapitali hinnast. Mida suurem on omakapitali tulususe ja hinna vahe, seda rohkem ületab aktsia hind raamatupidamislikku väärtust, sest investorite teenitud tulu on suurem (Damodaran 2002, 520).

Ettevõtte kogu väärtuse (EV) ja maksude ning amortisatsiooni eelse kasumi (EBITDA) suhtarv on pigem ettevõtte kui aktsia hindamiseks (Stowe et al. 2009, 2018-2019).

EV/EBITDA suhtarvu on hea kasutada kontrollimaks diskonteeritud rahavoogude meetodit. EV/EBITDA (*enterprise value to earnings before interest taxes depreciation and amortization*) on leitav järgmise valemi abil (Kivinurm-Priisalm 2007, 132):

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

kusjuures puhasvõlg = intressikandvad kohustused – sularaha ja selle ekvivalendid ning turukapitalisatsioon = aktsiate arv × aktsia hind.

Antud suhtarv arvestab ettevõttele väljastatud laenudega ning kasutab kasumitaset, mis on vähem manipuleeritav kui puhaskasum (Ibid.). EBITDA on maksude ja amortisatsiooni eelne kasum, seega on EV/EBITDA suhtarvu kasutamisel mitu eelist levinud puhaskasumil põhinevate suhtarvude ees.

Esiteks leidub väga vähe ettevõtteid, mille EBITDA on negatiivne, see teeb ettevõtete omavahelise võrdlemise lihtsamaks. Teiseks varieeruvad firmade lõikes amortisatsiooni-meetodid, kuid EBITDA välistab nende mõju suhtarvule, kuna mõõdab kasumit enne amortisatsiooni (Damodaran 2002, 501). Võrreldes ettevõtteid, millel on erinev finantsvõimenduse näiteks laenutase on EV/EBITDA asjakohasem kui P/E suhtarv. Antud suhtarvu kasutatakse sageli kapitalimahukate ettevõtete hindamisel. Suhtarvu mõjutajateks on ettevõtte oodatav vaba rahavoo kasv ja kaalutud keskmine kapitali hind. Esimese puhul on suhtarv positiivses ja teise puhul pöördelises seoses (Stowe et al. 2009, 235).

Ettevõtte kogu väärtuse leidmiseks tuleb aktsiate turuväärtusele liita ettevõtte kohustused, mis kannavad intressi ning lahutada bilansis olev raha. Sageli kasutatakse leitud näitajat turuväärtuse alternatiivina. Antud näitajat võib kasutada ka teoreetilise ülevõtmise väärtusena, kui ettevõtte ostetakse ära. Sellisel juhul peaks ostja võtma üle nii ettevõtte kohustused kui ka raha (Investopedia 2015). Kui EV-st ei oleks maha arvestatud raha, siis muutuks EV/EBITDA liiga kõrgeks, kuna EBITDA ei arvesta intressitulu.

2. AS MERKO EHITUS VÄÄRTUSE HINDAMINE

2.1. AS Merko Ehitus tutvustus

AS Merko Ehitus on 1990. aastal loodud ehitusettevõtte, mis tegutseb Eestis, Lätis ja Leedus. Merko hinnangul moodustas 2015. aasta teise kvartali lõpu seisuga nende turuosa umbes 4% Eesti ehitusturu kogumahust, samuti omab ettevõtte tugevat positsiooni Baltikumis. Ettevõttes töötab 30.09.2015 seisuga 798 inimest (Merko 2015b).

AS Merko Ehitus tegutseb valdusettevõttena, mille kontserni kuulub 30.09.2015 seisuga 44 erinevat Baltimaades tegutsevat ehitus- ja kinnisvaraarenduse ettevõtet (vt Lisa 1). Suuremad ehitusvaldkonna ettevõtted on Eestis AS Merko Ehitus Eesti (100%), Lätis SIA Merks (100%), Leedus UAB Merko Statyba (100%) ning AS Merko Ehitus Eesti kontserni kuuluvad ettevõtted Tallinna Teede AS (100%) ja AS Merko Infra (100%) (Merko 2015a).

Merko tegutseb peamiselt Balti turul oma tütarettevõtete kaudu, pakkudes olenevalt riigist ehitusteenuseid ja kinnisvara arenduse teenust. Ettevõtte tegutseb peamiselt neljas tegevusvaldkonnas (Merko 2015a): üldehitus, insenerehitus, teedehitus ning kinnisvaraarendus. Tabelis 1 on toodud ülevaade Merko Ehituse tegevusvaldkondadest ja osakaalud müügitulust aastal 2014.

Tabel 1. AS Merko Ehitus tegevusvaldkonnad ja osakaal müügitulust aastal 2014

Valdkond	Riik	Osakaal kogu müügitulust, %
Üldehitus	Eesti, Läti, Leedu	43,8
Insenerehitus	Eesti, Läti	25,2
Teedehitus	Eesti	12,3
Kinnisvaraarendus	Eesti, Läti, Leedu	18,1

Allikas: Autori koostatud Merko Ehitus kodulehe alusel

Kõige suurema osakaalu müügitulust moodustab üldehitus. Möödunud aasta lõpu seisuga moodustas üldehitus ca 44% kontserni kogu müügitulust. Merko üldehitus hõlmab erinevate hoonete ehitust (Merko 2015a): ärihooned, büroohooned, kaubandus- ja meelelahutuskeskused. Merko ehitab samuti avalikke ja elukondlikke ning spetsiifilisi tööstushooneid. Ehituse peatöövõtu raames pakutakse vastavalt kliendi vajadusele nõustamist ning terviklahendust. Terviklahenduse alla kuulub (Ibid.): ettevalmistus, projekteerimine, ehitus, sisustus ja garantiiaegne teenindus.

Merko on ehitanud paljud Tallinna südalinnas paiknevad uusehitised (Ibid.): hotell SAS Radisson, Tornimäe kõrghoone, SEB panga ärihoone, Viru ja Solaris Keskus, Coca-Cola Plaza kinokompleks, hotell Tallink City Hotel, hotell Nordic Hotel Forum. Merko teostatud tööde hulka kuulub ka Eesti Kunstimuuseumi hoone, Tallinna Lennujaama lennukite hoolduskompleks ja Peterburi teel asuv Iru jäätmeenergia plokk WT, mis valmis koostöös ettevõttega Constructions Industrielles De La Mediterranee S.A (CNIM). Lätis on Merko ehitanud Swedbanki peahoone, vabaajakeskuse Riga Arena, Spice ja Spice Home kaubanduskeskused, Cesise arestimaja ning tootmishooned Cēsu Alus õlletehasele. Leedu objektidest on Merko ehitanud hotelli Lietuva, Lietuvos Telekomase peahoonet, Balsiai koolimaja, Saules Miestas kaubanduskeskuse Šiauliais ning Panorama kaubanduskeskuse, mis on üks suurimaid Baltimaades (Ibid.).

Insener- ehk infrastruktuuriehitus moodustab kontserni kogu müügitulust ca 25%. Inseneriehitusega tegeletakse Eestis ja Lätis. Merko ehitab kõiki olulisi infrastruktuurirajatisi, mis hõlmab endast projekteerimis- ja ehitusteenust nii elektri- kui teedehituse ning välisvõrkude valdkonnas. Lisaks hõlmab inseneriehitus sadama-, jäätmekäitlus- ning teerajatisi, elektriehituse objekte, keskkonnakaitselisi rajatisi, joogi- ja reoveepuhasteid ning muid erinevaid insenertehnilisi objekte (Ibid.).

Eestis valminud objektidest võib ära märkida Ülemiste, Loo-Maardu ja Puurmani liiklussõlmed, Ämari lennubaasi liiklusala ning Järvevana tee viadukt. Lätis on ettevõtte ehitanud Skulte sadama ning Murjani silla, Leedus Neringa poolsaare nelja linna veetötluse ja kanalisatsiooni puhastusseadmed. Elektriehituse objektidest tasub ära märkida Eesti-Soome Estlink 2 450 kV maakaabli paigaldus (Ibid.).

Teedehitusega tegeletakse ainult Eestis, mis moodustab kontserni kogu müügitulust ca 12%. Merko pakub erinevaid teehoiutööde teenuseid: teede ehitus, teede hooldusremont ja kaevetööde- ning teeseisundi järelevalve ja masinatele remonditeenuste osutamine. Alates

2002. aastast kuulub kontserni Tallinna Teede AS, mis teostab üle Eesti teehoiutöid, sealhulgas ehitab teede konstruktsioone, teostab teede hooldusremonti, pindamistöid ja kaevetööde ning teeseisundi järelevalvet Tallinnas ning osutab masinatele remonditeenuseid. Merkol on ka oma asfalditehas ning sertifitseeritud labor, kus on võimalik teostada katseid nii teede kui teedehituses kasutatavate materjalide kohta (Merko 2015a). Valdonna suurimatest projektidest võib näiteks tuua aastal 2014 Tallinna ja Jõgeva maakonna hoolduslepingust tulenevad tööd (Merko 2014).

Kinnisvaraarendusega tegeletakse kõigis kolmes Balti riigis, mis moodustab ca 18% kontserni kogu müügitulust. Kinnisvaraarendus hõlmab elamuarendust, pikaajalisi kinnisvarainvesteeringuid ja äriotstarbelisi kinnisvaraprojekte. Merko tegeleb nii korterite arenduse kui müügiga ning on tugevaks arendajaks terves Baltikumis. Aastal 2014 valmis 393 korterit, millest aasta lõpu seisuga oli müüdud 320 korterit. Samuti tegeleb Merko kruntide arenduse ja müügiga. Merko on arendanud erinevaid PPP-projekte (public-private partnership) nagu näiteks Balsiai koolimaja, Jõgeva kohtu- ja politseihoone, Lasnamäe linnaosavalitsuse büroohoone (Merko 2015a). Aastal 2014 omandati lisaks 25% osalus ühissettevõttes SIA Zakusala Estates, pärast mida muutus SIA Zakusala Estates tütarettevõtteks (Merko 2014).

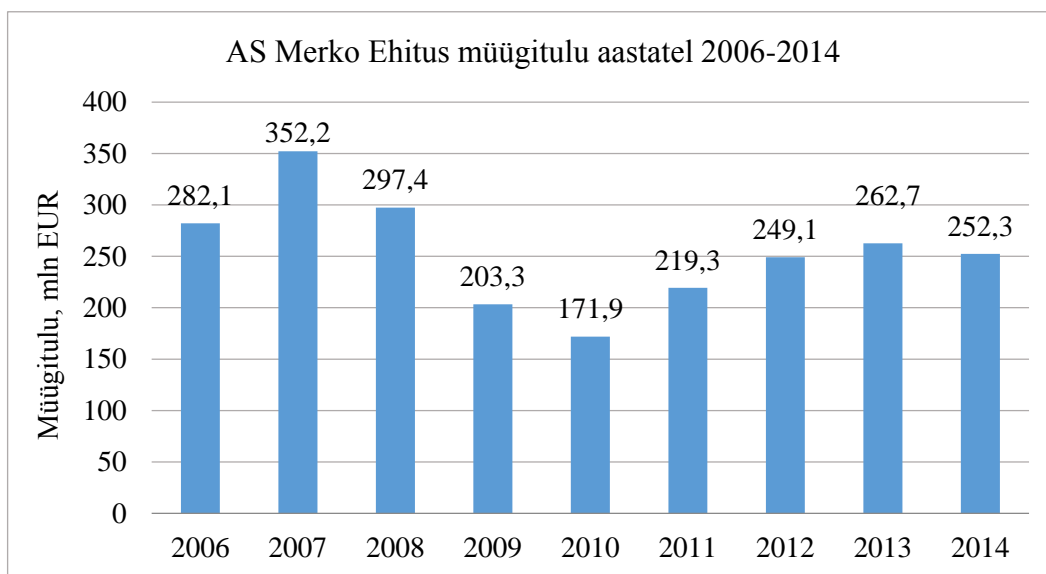
Põhitegevusega mitte seotud tehingud, mis hõlmavad kaevandamisest saadud karjääri materjalide müüki, seadmete renti, konsultatsioone ja ehituse järelevalvet moodustavad kogu müügitulust 0,6% (Ibid.).

2.1.1. Merko Ehitus finantsnäitajad

Ettevõtte finantsseisundi hindamiseks viiakse läbi finantsanalüüs, et saada parem ülevaade ettevõtte väärtuse hindamiseks ja rahavoogude prognooside tegemiseks. Finantsanalüüs annab ülevaate ettevõtte ajaloolisest finantsolukorrast ja arengutest. Tuginedes Merko Ehituse konsolideeritud majandusaasta aruannetele viiakse läbi finantsaruannete horisontaal- ja suhtarvude analüüs. Horisontaalanalüüsi puhul võrreldakse erinevate aastate näitajaid ja tuuakse välja muutused rahalises või protsentuaalsel kujul (Udras 2006). Suhtarvude analüüsi puhul hinnatakse ettevõtte likviidsust, võõrkapitali kasutamist ja varade efektiivsust. Samuti on oluline jälgida finantsnäitajate trende aastate jooksul.

Joonisel 2 on toodud ülevaade Merko Ehitus müügitulust aastatel 2006–2014 (vt joonis 2). Perioodil 2007–2010 langes Merko müügitulu enam kui poole võrra tingituna

üldisest majanduskriisist. Kontserni ja ehitussektori müügitulu kasvule 2011. aastal andis tõeke Balti riikide majanduskeskkonna paranemine 2010. aastal. Müügitulu ei ole jõudnud majanduskriisi eelsele tasemele, kuid on viimased kolm aastat olnud stabiilne väikeste kõikumistega.



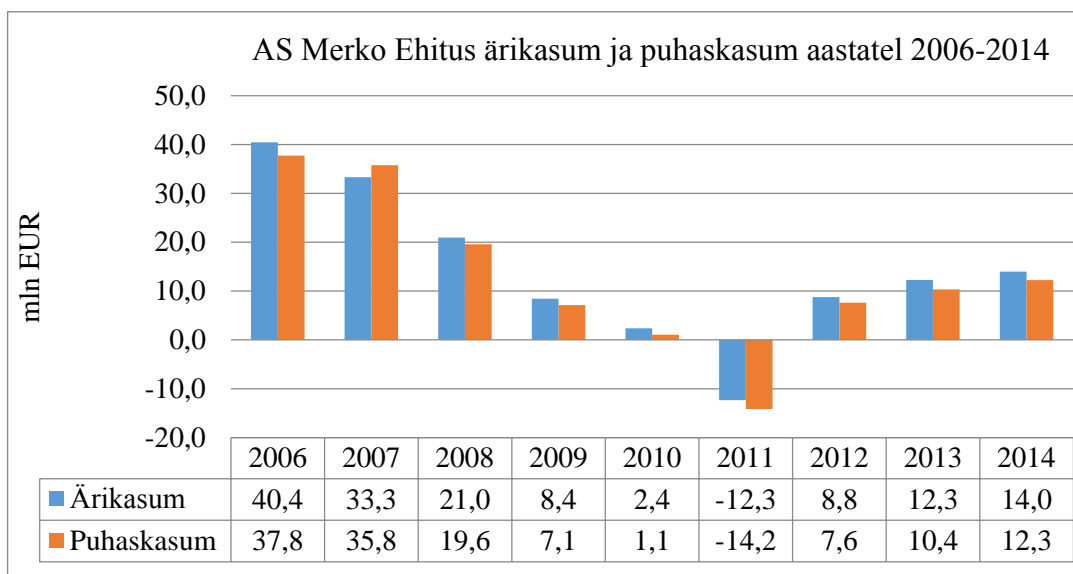
Joonis 2. AS Merko Ehitus müügitulu aastatel 2006–2014

Allikas: Autori koostatud lisas 1 toodud andmete alusel

Merko Ehitus on olnud igal aastal kasumlik välja arvatud aastal 2011. Aastal 2006 ja 2007 näitas ettevõtte põhitegevus rekordilist brutorentaablust ning seetõttu saavutati ka rekordkasumid. Sellele järgnes järsk kasumilangus ning ainus kahjum saavutati juba ajal, kus ehitusturg ning ka ettevõtte enda müügitulud olid juba tõususes. See on tingitud asjaolust, et ehitussektor on hilistsükliline ning kriisi ajal sõlmitud lepingute kasumlikkus kajastus mõned aastad pärast nende lepingute sõlmimist. Alates 2011. aastast alates on Merko tasapisi kasumilikkust taas tõstnud, kuna ettevõtte tegevusmahud on kasvanud ja kogu sektori olukord on paranenud. Siiski jäädakse veel märgatavalt maha buumi aja kasumite tasemest.

Joonisel 3 on toodud välja Merko Ehitus ärikasumi ja puhaskasumi aastatel 2006–2014. Vaadeldaval perioodil on Merko Ehitus maksnud igal aastal dividende, välja arvatud 2012. aastal.

Vastavalt 15. mail 2012 avaldatud aktsionäride korralise üldkoosoleku kokkukutsumise teatele tegi ettevõtte juhtkond ettepaneku aktsionäridele dividende mitte maksta ja üldkoosolek oli ettepanekuga nõus. Dividendide mitte maksmise põhjus on arvatavasti 2011. aasta suur kahjum.

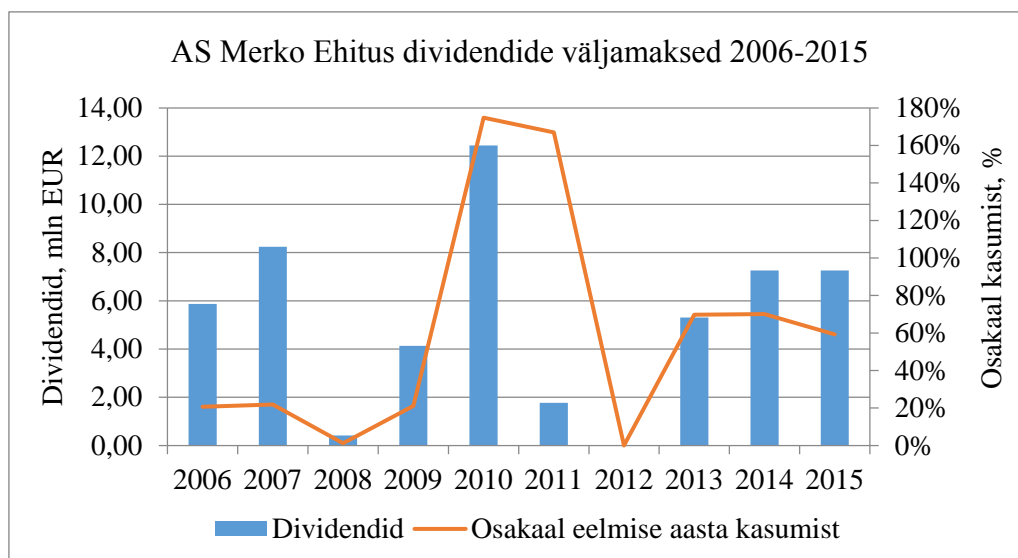


Joonis 3. AS Merko Ehitus ärikasum ja puhaskasum aastatel 2006–2014

Allikas: Autori koostatud lisas 1 toodud andmete alusel

Merko Ehituse seatud pikaajalised finantseesmärgid aastateks 2013–2018 näevad ette dividendimääraks 50–70% aasta kasumist. Aasta 2014 lõpus seisuga täitis kontsern seatud eesmärgi kui dividendimäär oli 58% aasta kasumist (vt Joonis 4).

Jagades dividendi aktsia kohta läbi aktsia hinnaga on võimalik leida dividenditootlus. Vastavalt 29. aprillil 2015 toimunud aktsionäride korralisele üldkoosolekule võeti vastu otsus maksta aktsionäridele dividende summas 7,3 miljonit eurot ehk 0,41 eurot aktsia kohta. Aktsia hind 31. detsembri 2014 seisuga oli 7,14 eurot, mis teeb dividenditootluseks 5,74%.



Joonis 4. AS Merko Ehituse makstud dividendid aastatel 2006–2015

Allikas: Autori koostatud lisas 1 toodud andmete alusel

Tabelis 2 on toodud ülevaade Merko Ehitus kontserni likviidsus- ja maksevõime näitajatest. Vaadeldaval perioodi kõikidel aastatel on Merko Ehituse käibevara ületanud lühiajalisi kohustusi ehk igal aastal on puhas käibekapital olnud positiivne. See on tingitud suures osas ettevõtte äritegevuse eripärast, kus nõuded tellijatelt ületavad võlgnevusi ning samuti on ettevõttel suur kinnisvara arendusportfell, mis kajastub märgatavas osas varude real käibevara all.

Tabel 2. AS Merko Ehitus likviidsus- ja maksevõime näitajad aastal 2006–2014

Näitaja	Aasta									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Puhas käibekapita, eurodes	94,27	129,17	138,61	108,01	96,48	86,63	93,29	94,23	123,61	
Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja	2,04	2,43	2,79	2,33	2,74	2,02	2,09	1,97	2,34	
Likviidsus-kordaja	1,08	1,00	1,29	1,12	1,06	0,99	1,12	1,07	1,06	

Allikas: Autori arvutused lisas 1 toodud andmete alusel

Likviidsusnäitajad on ettevõttel püsinud stabiilselt head ning lühiajaliste kohustuste katmisega ei olnud probleeme ka kriisi ajal. Lühiajaliste võlgnevuste kordaja ja likviidsuskordaja keskmiste tasemete vahe näitab selgelt eelpool välja toodud kõrget varude taset, mis on seotud Merko endi korteriarendustega.

Merko puhul tasub välja tuua ka kõrge likviidsuskordaja, mis enamikul aastatel on olnud üle 1,0 taseme. See on tingitud osati Merko tugevast finantsseisust ning seetõttu on ettevõttel väga vähe laenu ja väga kõrge raha ja ekvivalentide osakaal, mis antud näitajat tõstab. Seega kokkuvõttes on Merko likviidsusseis väga hea ning on püsinud tugevana läbi aastate.

Tabelis 3 on toodud ülevaade Merko Ehituse võõrkapitali kasutamist iseloomustavad näitajad aastatel 2006–2014.

Tabel 3. AS Merko Ehitus võõrkapitali kasutamist iseloomustavad näitajad aastatel 2006–2014.

Näitaja	Aasta								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Intresside kattekordaja	31,09	29,34	12,32	5,37	2,62	-10,64	7,28	11,55	20,55
Võlakordaja	0,14	0,18	0,19	0,15	0,13	0,18	0,16	0,15	0,15
Võõrkapitali ja omakapitali suhe	0,27	0,34	0,35	0,24	0,20	0,36	0,30	0,29	0,29

Allikas: Autori arvutused lisas 1 ja 2 toodud andmete alusel

Kontsernil on olnud vaadeldaval perioodil väga kõrge intresside kattekordaja, välja arvatud aastal 2011, kui ettevõtte oli kahjumis. Ettevõttel ei ole olnud pikaajalisi probleeme laenude teenindamisega. Ettevõtte võlakordaja aastatel 2006–2014 on olnud keskmiselt 16%, mis näitab, et Merko kasutab üpris vähe võõrvahendeid tegevuse finantseerimiseks ning ettevõtte kapitalistruktuur on konservatiivne. Ettevõtte seatud pikaajaliste finantseesmärkide kohaselt on omakapitali osakaal varade mahust vähemalt 40%.

Kõrgem omakapitali määr tagab muutuv majanduskliimas ettevõtte usaldusväärsuse kreditoride jaoks ning parandab oluliselt olemasolevate finantskohustuste pikendamise ning täiendavate käibevahendite kaasamise teostatavust (Merko 2015b). Võõrkapitali ja omakapitali suhe on olnud vaadeldaval perioodil suhteliselt stabiilne. Rahavoogude

prognoosimisel võib seega arvestada, et ettevõtte kapitali struktuur võiks jääda samuti stabiilseks.

Tabelis 4 on toodud Merko Ehituse tasuvust iseloomustavad näitajad 2006–2014 aastal. Kontserni rentaablusnäitajad on olnud vaadeldaval perioodil positiivsed, välja arvatud aastal 2011, kui ettevõtte oli kahjumis. Kõik näitajad on olnud võrdlemisi kõikumavad. Pärast 2011. aastat on rentaablusnäitajad iga aasta tõusnud. Aastal 2006 on olnud rentaablusnäitajad vaadeldaval perioodil parima tulemusega.

Tabel 4. AS Merko Ehitus rentaablusnäitajad aastatel 2006–2014 (protsentidena)

Näitaja	Aasta								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omakapitali puhasrentaablus	36,6	27,3	14,5	5,2	0,8	-12,8	6,4	8,4	9,3
Koguarade puhasrentaablus	18,4	14,3	7,9	3,2	0,5	-6,4	3,4	4,3	4,9
Käibe puhasrentaablus	13,4	10,2	6,6	3,5	0,6	-6,5	3,1	3,9	4,9
Käibe ärirentaablus	14,3	9,5	7,0	4,2	1,4	-5,6	3,5	4,7	5,5
Brutomarginaal	15,6	14,1	13,1	10,9	7,5	-1,6	7,2	8,6	9,8

Allikas: Autori arvutused lisas 1 ja 2 toodud andmete alusel

Merko Ehituse rahavood aastatel 2006–2014 on toodud tabelis 5. Kontserni äritegevuse rahavoog on olnud negatiivne ainult aastal 2010 ja 2011. Äritegevuse rahavoogu mõjutas negatiivselt 2010 ehituslepingute tulu korrigeerimine -23,4 miljonit eurot ja 2011 nõuete ja ettemaksete muutus -30,3 miljonit eurot (Merko 2010-2011).

Tabel 5. AS Merko Ehitus rahavood aastel 2006–2014 (miljonites eurodes)

Rahavoog	Aasta								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Äritegevus	9,95	31,25	43,57	23,55	-7,24	-12,27	21,00	19,66	14,49
Investeering	14,98	-4,69	-14,82	-12,70	-6,50	8,70	0,93	-1,30	-1,94
Finantseerimine	1,38	5,97	-7,16	-20,84	-22,53	12,06	-5,02	-6,97	-7,60
Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus	43,21	13,14	32,93	22,99	9,86	18,51	35,32	46,63	51,58

Allikas: AS Merko Ehitus konsolideeritud majandusaasta aruanded 2006–2014

Kontsern ei ole 2014 aastal kaasanud pangalaene kõikide arendusprojektide finantseerimiseks, kuna näiteks Eestis toimuvad paljud eelmüügid ehituse algfaasis (Merko 2014). Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus on pärast 2011 aastat hakanud vaikselt kasvama, jõudes 2014 aastal 51,58 miljoni euroni.

2.1.2. Aktsiaturgude ülevaade

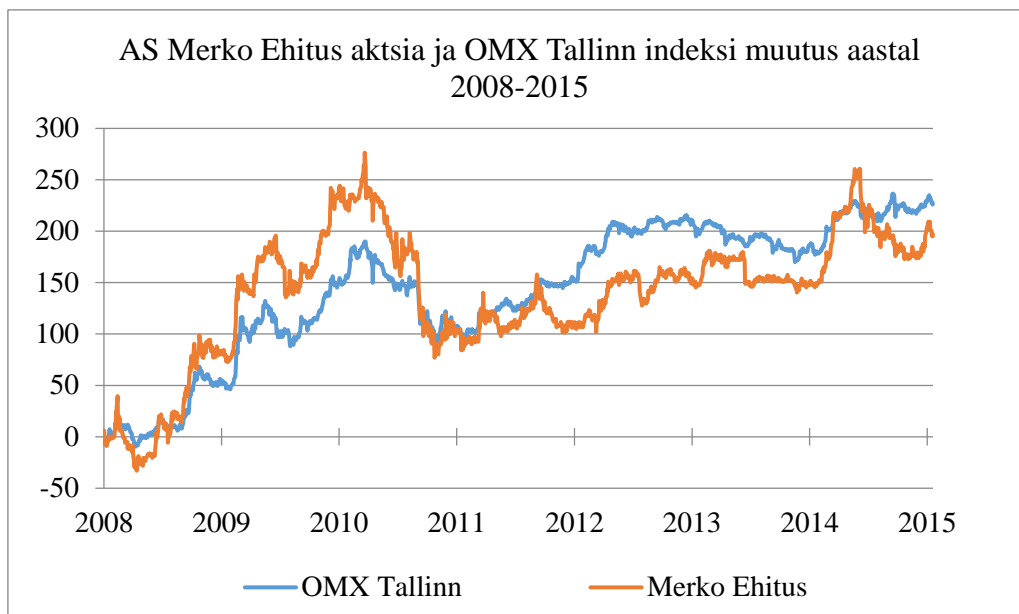
Merko aktsiate avalik emissioon oli 1997. aastal. Aktsiad noteeriti Tallinna Väärtpaberibörsi põhinimekirjas ja täna on ettevõtte aktsiad noteeritud NASDAQ OMX Tallinn põhinimekirjas (Merko 2015a). Andmaks ülevaadet Merko Ehitus aktsiast, on tabelis 6 toodud välja väärtpaberi informatsioon.

Tabel 6. AS Merko Ehitus väärtpaberi informatsioon

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

Allikas: Nasdaq OMX Baltic 2015

Merko Ehituse aktsia oli kõige kõrgemal tasemel 18.02.2011, makstes 10,65 eurot. Ajalooliselt kõige madalamal on olnud aktsia 12.03.2009, kui aktsia väärtus oli kõigest 1,90 eurot. Antud andmed ei võta arvesse Merko aktsia hinda enne 2008 aastat, kuna siis toimus ettevõtte jagunemine kaheks: Merko Ehitus ja Järvevana. Ettevõtte aktsia ja OMX Tallinna indeksi liikumine on toodud joonisel 5.



Joonis 5. AS Merko Ehitus aktsia ja OMX Tallinn indeksi muutus aastatel 2008–2015

Allikas: Autori koostatud

Merko Ehituse aktsia keskmine tootlus on aastatel 2009–2014 olnud 25%. Merko Ehituse aktsia aasta viimane sulgemishind ja aktsia hinna tootlus aastate lõikes on toodud tabelis 7. Tabelis on toodud ära aastad 2009–2014, kuna Nasdaq OMX Baltic kodulehelt ei ole kätte saadav 2008 aastast varasem aktsia hinna informatsioon.

Tabel 7. Merko Ehituse aktsia hinna tootlus aasta lõikes ja aasta viimane sulgemishind

Näitaja	Aasta					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktsia sulgemishind, eurodes	4,99	9,32	5,48	5,85	7,08	7,06
Tootlus, %	78,2	86,8	-41,3	6,8	21,0	-0,3

Allikas: Nasdaq OMX Baltic 2015

Merko Ehituse aktsia viimane sulgemishind aastal 2008 oli 2,80 eurot. Merko Ehituse aktsia hinna tootlus oli parim aastal 2010, kui tõusis 4,99 eurolt 9,32 euroni. See teeb tootluseks ca 87%. Tootlus on olnud negatiivne ainult aastal 2011 ja 2014.

2.2. Kontserni väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

2.2.1. Merko Ehitus vabade rahavoogude prognoosimine

Tulude prognoosimisel lähtus autor eelkõike Merko Ehituse aruannetes väljatoodud seisukohtadest. Tuginedes kontserni 2014. ja 2015. aasta kolmanda kvartali aruandele on Merko Ehitus suutnud hoida käesoleval aastal müügitulu samal tasemel, mis aasta varem. Merko Ehituse sõnul ei ole olnud see lihtne arvestades Baltimaade ehitusturu olukorda ja kontserni ehituslepingute portfelli suhteliselt nõrka seisu aasta alguses. Ehitussektoris on tavaliselt esimene kvartal nõrk ning kolmas ja neljas kvartal tugevamad, kuna sügisel valmivad kevadel alustatud projektid. Samuti on käibekapitali juhtimine sesoonne, kuna üldjuhul toimuvad nõuete laekumised aasta lõpus. Eesti ehitusteenuse maht on vähenenud, mis oli Merko Ehituse jaoks oodatud. Kolmanda kvartali aruandes on Merko Ehitus toonud ka välja, et insenerehituse valdkonnas on riigi tellimused vähenenud ning üldehituse segmendis on ettevõtte üritanud liigseid riske vältida. Käesoleval aastal on kontserni müügitulu aidanud tasakaalustada kasv Lätis ja Leedus ning samuti aktiivsem kinnisvaraarendus kõikides Balti riikides (Merko 2015b).

Müügitulu prognoosimisel on autor arvestanud sisemajanduse koguprodukti (SKP) nominaalkasvu, mis on rahandusministeeriumi majandusprognoosi kohaselt 2016. aastal 5,5% (Rahandusministeerium 2015). Ehitussektori käibe kasv võrreldes SKP nominaalkasvuga on perioodil 2006–2014 olnud koefitsiendiga 1,8 (Statistikaamet 2015). Koefitsendi arvutus on toodud lisas 4. Koefitsient näitab, et sektor on kasvanud majandusest kiiremini. Euroopa Liidu kaasrahastusega projektide käivitumine on nihkunud oodatavast kaugemale, kuid Merko Ehitus juhtkond usub, et ehitusturu pikaajalised väljavaated Baltikumis püsivad endiselt head. Arvestades eeltoodud majanduskasvuprognoosi ja arvutatud koefitsienti, siis autor prognoosib Merko lähiaastate tulude kasvuks 10% aastas.

Autor on eeldanud, et paari aasta perspektiivis brutomarginaal enam buumiaja kõrgeimale tasemele ei jõua, kuna tänu konkurentsile on surve marginaalidele endiselt olemas. Brutomarginaal on olnud aastatel 2006–2014 keskmiselt 9,5% ja kõrgeim 2006. aastal olles 15,6%. Eelmisel aastal oli 9 kuu brutomarginaal 8,9% ja käesoleval aastal 8,3% ning sarnase trendi jätkumist ootab autor kogu 2015. aasta puhul. Tabelis 8 on toodud välja rahavoogude prognoosimisel kasutatavate näitajate osakaalud ja kasvumäärad.

Tabel 8. AS Merko Ehitus rahavoogude prognoosimisel kasutatud näitajate osakaalud ning kasvumäärad (protsentides)

Näitaja	Osakaal
Müügitulu kasv aastas	10,0
Turundus- ja üldhalduskulud käibest	4,4
Brutomarginaal	10,0
Maksumäär	15,0
Kulumi tase materiaalsest varast	17,0
Käibekapitali osakaal müügitulust	34,0
Investeeringute osakaal müügitulust	0,50

Allikas: Autori arvutused

Vabade rahavoogude prognoosimisel on autor eeldanud, et brutomarginaali tase jääb pikaajaliselt 10% juurde. Turustus- ja üldhalduskulud on moodustanud käibest keskmiselt 4,4%, jättes välja üldise majanduslanguse aastad. Autor on seega eeldanud, et 2015–2017 aastatel jäävad kulud keskmisele tasemele ja alates 2018 aastast tõusevad 4,5%-ni. Tabelis 6 on toodud Merko Ehitus kontserni vaba rahavoo prognoos aastateks 2015–2019.

Tabel 9. AS Merko Ehitus ettevõtte vaba rahavoo prognoos aastateks 2015–2019 (miljonites eurodes)

Näitaja	Aasta				
	2015	2016	2017	2018	2019
Müügitulu	254,85	280,45	308,49	339,34	373,28
Brutokasum	23,45	28,04	30,85	33,93	37,33
Tegevuskulud	-10,06	-12,34	-13,57	-15,27	-16,80
Ärikasum	12,23	15,71	17,28	18,66	20,53
Tulumaks	-1,83	-2,36	-2,59	-2,80	-3,08
Amortisatsioon	2,43	2,50	2,32	2,19	2,10
Investeeringud põhivarasse	-1,15	-1,40	-1,54	-1,70	-1,87
Käibekapitali muutus	0,52	-0,86	-8,70	-9,54	-10,49
Ettevõtte vaba rahavoo	12,20	13,59	6,75	6,82	7,20

Allikas: Autori arvutused

Autor on prognoosinud, et müügitulu hakkab pärast 2016 aastat tõusma ja jõuab 2019 aastal majanduskriisi eelsele tasemele. Autor on prognoosinud, et ärikasum langeb 2015

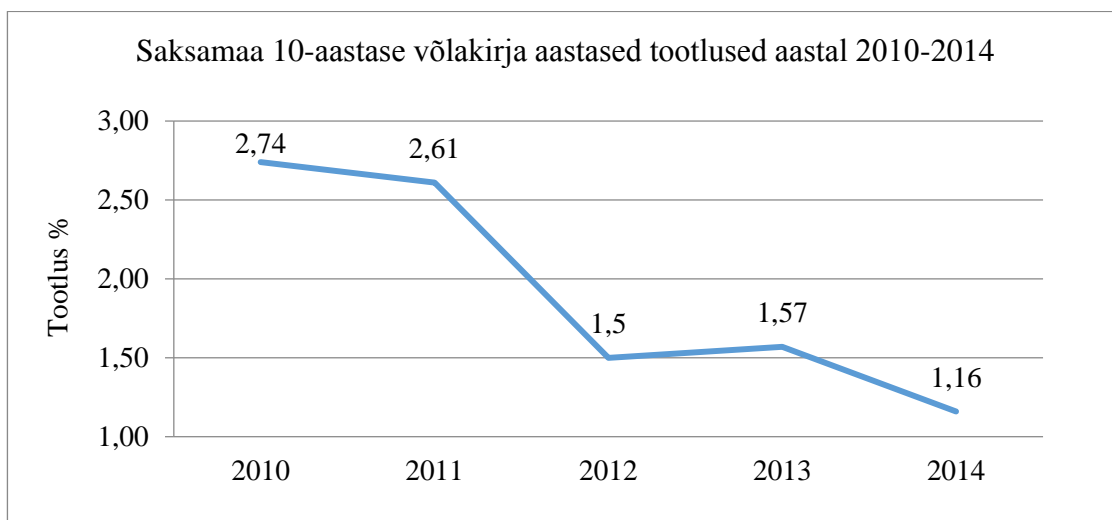
võrreldes 2014 aastaga ja hakkab uuesti kasvama alates 2016 aastast, jõudes 2019 aastal majanduskriisi eelsele tasemele.

2.2.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna ning terminaalkäätuse leidmine

Kapitali kaalutud keskmise hinna ehk WACC-i arvutamisel on vaja leida võõrkapitali ja omakapitali hind. Võõrkapitali hind leitakse vastavalt Merko Ehituse 2014 aasta aruandele. Omakapitali hinna leidmisel on kasutatud CAPM mudelit.

Võõrkapitali hinna leidmise aluseks on võetud ettevõtte lühiajaliste ja pikaajaliste laenukohustuste summa, mis oli 2014 aasta aruande kohaselt 37,65 miljonit eurot. Intressikulud aastal 2014 olid 0,66 miljonit eurot, seega tuleb laenukuluks hinnanguliselt 1,8%.

CAPM mudeli kasutamiseks on vaja leida riskivaba tulumäär, turu riskipremia ja beetakordaja, mis näitab ettevõtte riski. Riskivaba tulumäära arvutamisel võetakse aluseks Konkurentsiameti soovitusel Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta keskmine tootlus (Juhend... 2015). Saksamaa 10-aastase võlakirja keskmiseks tulususeks aastatel 2010–2014 kujunes 1,92% (vt Joonis 6)



Joonis 6. Saksamaa 10-aastase võlakirja keskmised tootlused aastal 2010–2014

Allikas: OECD koduleht 2015

Turu riskipreemiana tuleb kasutada Eesti riigi riskipreemiat. Laiapõhjalisem riigireitingutel põhinev Eesti riigi riskireitingule vastav riigiriski preemia suurus Damodarani poolt kogutud Moody's andmebaasi andmetel oli 2015. aasta algul 0,70% (2015). Vastavalt eeltoodule saame riskivabaks tulumääraks 2,62%. Turu riskipreemia leidmiseks tuginetakse ajaloolistele aktsiaturgude andmetele. Damodarani andmetel on 2015 aasta alguse seisuga USA aktsiaturgude riskipreemiaks 5,75% (2015).

Aluseks võetakse majandusharude finantsvõimenduseta beetad ja neid korrigeeritakse vastava valdkonna keskmise finantsvõimendusega (Juhend...2015). Ehitussektori võimenduseta beeta Damodarani andmetel on 0,85 (2015). Vastavalt sellel on Merko Ehituse väärtuse hindamisel kasutatud võimendusega beetana 1,07. Ettevõtte kapitali kaalutud keskmise hinnaks kujuneb seega antud andmete põhjal 7,14%. Merko Ehituse kapitali kaalutud keskmise hinna leidmise näitajad on toodud välja tabelis 10.

Tabel 10. AS Merko Ehitus kapitali kaalutud keskmise hinna leidmise näitajad (protsentides)

Tegur	Väärtus
Riskivaba tulumäär, %	2,62
Turu riskipreemia, %	5,75
Beetakordaja	1,07
Ettevõtte omakapitali hind, %	8,76
Ettevõtte võõrkapitali kaalutud hind, %	1,80
Võõrkapitali osakaal, %	23,19
Omakapitali osakaal, %	76,81
Kapitali kaalutud keskmine hind (WACC), %	7,14

Allikas: Autori koostatud

Terminaalväärtuse leidmiseks võetakse aluseks valem 6, võttes arvesse viimast prognoositud perioodi ja jätkukasvumäära. Prognoositud viimase perioodi vaba rahavoog on ettevõttel 7,20 miljonit eurot. Pikaajalise kasvumäära hindamisel on arvestatud, et Merko Ehituse finantseesmärkide kohaselt plaanitakse saavutada keskmine omakapitali tootlus minimaalselt 10% aastas ja 60% kasumist makstakse dividendidena välja (50–70% vahemik eesmärk), seega on kasutatud kasvumäärana 4,0%. Terminaalväärtuseks kujuneb arvestades eeltoodud andmeid 238,58 miljonit eurot.

2.2.3. Merko Ehitus väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs

Ettevõtte väärtuse leidmiseks tuleb järgmiseks diskonteerida leitud rahavood ja terminaalväärtus nüüdisväärtusesse. Tabelis 11 on toodud ettevõtte prognoositud viie aasta diskonteeritud rahavood ja terminaalväärtus nüüdisväärtuses.

Tabel 11. Merko Ehitus diskonteeritud rahavood aastatel 2015–2019 (miljonit eurot)

	2015	2016	2017	2018	2019	Terminaal- väärtus
Diskonteerimata rahavood	12,20	13,59	6,75	6,82	7,20	238,58
Diskonteeritud rahavood	11,39	11,84	5,49	5,17	5,10	169,01

Allikas: Autori arvutused

Vastavalt eeltoodule on ettevõtte väärtuseks 208,01 miljonit eurot. Järgmisena tuleb maha arvestada ettevõtte netolaen. Merko Ehituse 2015. aasta kolmanda kvartali aruandele tuginedes on netolaen 9,99 miljonit eurot. Lähtudes eeltoodust on Merko Ehitus hinnanguline väärtus 198,01 miljonit eurot. Merko Ehituse aktsiate arv on 17 700 000, seega ühe aktsia väärtuseks tuleb 11,19 eurot. Merko Ehitusel on ka raamatupidamislikus väärtuses kinnisvara, mis omandatud näiteks rohkem kui 10 aastat tagasi, kuna tegeletakse kinnisvaraarendusega, siis need projektid lähevad ka millalgi töösse.

Merko Ehituse aktsia sulgemise hind 21.12.2015 seisuga oli 8,50 eurot, mis teeb turuväärtuseks 150,45 miljonit eurot. Diskonteeritud rahavoogude hinnanguline väärtus on seega 32% kõrgem turuväärtusest, millest tulenevalt on ettevõtte praeguse seisuga alahinnatud.

Sensitiivsusanalüüsi läbiviimisel vaadeldakse, kuidas ettevõtte aktsia väärtus sõltub kapitali hinna, kasvumäära ja brutomarginaali muutumisest. Ülejäänud näitajad jäävad samaks, mis olid ettevõtte väärtuse leidmisel.

Tabelis 12 on toodud ettevõtte aktsia hinna sõltuvus kasvumäärast ning kaalutud kapitali hinnast. Tabel näitab, et lõpptulemus on väga sensitiivne muutustele nii kasvumääras kui ka WACC-is. Eelkõige tuleneb see asjaolust, et terminaalväärtus annab enam kui 80% ettevõtte väärtusest ja seda eelkõige seetõttu, et tänases madalas interressikeskkonnas on ka WACC-i tasemed madalad.

Tabel 12. AS Merko Ehitus aktsia hinna sõltuvus stabiilsest kasvumäärast ning kapitali hinnast (eurodes)

WACC	Kasvumäär				
	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
6,14%	11,59	13,53	16,36	20,93	29,50
6,64%	10,01	11,38	13,28	16,06	20,54
7,14%	8,81	9,83	11,18	13,04	15,77
7,64%	7,86	8,65	9,65	10,98	12,81
8,14%	7,10	7,72	8,50	9,48	10,78

Allikas: Autori arvutused

Näiteks kui Merko Ehituse pikaajaline kasvumäär tõuseb või langeb 0,5 protsendipunkti, siis ettevõtte aktsia väärtus oleks vastavalt 13,04 eurot ja 9,83 eurot. Seega ettevõtte väärtus tõuseb vastavalt 17% ja langeb 12%. Kogu tabeli 12 põhjal varieerub ettevõtte aktsia hind vahemikus 7,10 eurot kuni 29,50 eurot.

Tabelis 13 on toodud ettevõtte aktsia hinna sõltuvus kaalutud kapitali hinnast ja brutomarginaalist.

Tabel 13. AS Merko Ehituse aktsia hinna sõltuvus brutomarginaalist ja kaalutud keskmisest kapitali hinnast (eurodes)

WACC	Brutomarginaal				
	9,50%	9,75%	10,00%	10,25%	10,50%
6,14%	12,88	14,62	16,36	17,76	19,85
6,64%	10,47	11,88	13,28	14,40	16,09
7,14%	8,83	10,01	11,18	12,12	13,53
7,64%	7,64	8,65	9,65	10,46	11,67
8,14%	6,74	7,62	8,50	9,20	10,25

Allikas: Autori arvutused

Vastavalt tabelile 13 on näha, et brutomarginaali ja kapitali hinna muutudes jääb Merko Ehituse aktsia hind vahemikku 6,74 eurot kuni 19,85 eurot. Madalaima aktsia hinna juures on ettevõtte väärtuseks 119,24 miljonit eurot ning moodustab esialgselt hinnangust 60%. Kõrgeima aktsia hinnaga on ettevõtte väärtus 351,31 miljonit eurot, mis moodustab

esialgsest hinnangust 177%. Analüüs tõestab seega, et diskonteeritud rahavoogude meetod on sisendite suhtes sensitiivne.

Tuginedes viimaste aastate aruannetele on vähe tõenäoline, et brutomarginaal muutuks olulisel määral. Ettevõtte WACC-i tõusuks peaks kapitali hind muutuma märgatavalt. Seega tõenäolisemad aktsia hinnad jäävad tabeli keskossa. Sensitiivsusanalüüsist saab järeldada, et vaadeldud näitajatest on brutomarginaalil kõige suurem mõju ettevõtte väärtusele ning aktsia hinnale.

2.3. Merko Ehituse hindamine võrdlussuhtarvude alusel

Võrdlussuhtarvudel põhinev meetod tugineb eeldusele, et ettevõtte hinnataset on võimalik leida, võrreldes seda teiste konkurentide suhtarvudega. Meetodi kasutamisel tasuks aga olla siiski ettevaatlik, kuna madal hinnatase ei tähenda, et ettevõtte on alahinnatud. Tuleks hinnata alati ka muid näitajaid. Madalal hinnal on alati põhjus selleks võib olla näiteks väiksem tulude kasv, madal kasumlikkus, regionaalne tegur, ebakompetentne juhtkond või mõni muu tegur.

Antud töös on kasutatud erinevate Skandinaavia, Poola ja Euroopa ehitusettevõtete keskmisi viimase 12 kuu finantsnäitajatel põhinevaid suhtarve (vt Tabel 14). Võrdluse aluseks olevad ettevõtted on ära toodud lisa 5.

Tabel 14. Võrdlusgrupi keskmised suhtarvud ja Merko Ehituse suhtarvud

Näitaja	Suhtarv			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Skandinaavia mediaan	18,99	0,45	2,35	11,17
Poola mediaan	15,49	0,43	1,06	7,70
Muu Euroopa mediaan	19,89	0,28	2,07	11,44
Kogu grupi mediaan	19,04	0,43	2,00	10,33
Merko Ehitus	14,77	0,59	1,24	9,94
DCF põhine	19,44	0,78	1,63	12,83

Allikas: Bloomberg Professional 2015, autori arvutused

Vajalikud näitajad Merko Ehitus suhtarvude arvutamiseks on toodud tabelis 15. Võrdlusgrupi põhjal saadud Merko Ehituse aktsia hinnad ja ettevõtte väärtused on toodud tabelis 16.

Tabel 15. Merko Ehituse hinna ja kasumi suhtarvu arvutamiseks kasutatavad näitajad

Näitaja	Väärtus
Aktsia 21.12.2015 sulgemishind, eurot	8,50
Puhasksum viimased 12 kuud, mln eurot	10,18
Kasum aktsia kohta (EPS), eurot	0,58
Müügitulu viimased 12 kuud, mln eurot	254,65
Müügitulu aktsia kohta, eurot	14,39
Omakapital 30.09.2015, mln eurot	121,25
Omakapital aktsia kohta, eurot	6,85
EBITDA viimased 12 kuud, mln eurot	16,15
Netolaenu 30.09.2015, mln eurot	9,99

Allikas: Autori arvutused

Leidmaks hinna ja kasumi suhtarvu (P/E) põhjal ettevõtte väärtust, on vaja teada ettevõtte viimase 12 kuu kasumit, aktsiate arvu ja aktsia sulgemise hinda börsil. Autor on kasutanud antud töös 21.12.2015 sulgemishinda.

Suhtarvu alusel ettevõtte väärtuse leidmiseks on kasutatud võrdlusgrupi mediaanekskm. P/E mediaan on Bloomberg Professional andmetel 19,04 (2015). Jagades sulgemishinna aktsiapõhise kasumiga on P/E suhteks 14,77. Seega võrreldes võrdlusgrupi mediaaniga tundub aktsia hind alahinnatud. Lisaks viimase 12 kuu kasumile tasuks kasutada ka järgmise aasta prognoositavat kasumit, kuna antud suhtarv on küllaltki informatiivne. Autori prognoosi kohaselt tõuseb 2015. aasta kasum 10,40 miljoni euroni. Ettevaatav P/E on seega 14,47. Võrdlusgrupi ettevaatav P/E on 17,5 olles samuti madalam, mis viitab kasumi kasvule.

Võrdlusgrupi viimase 12 kuu P/E suhtarvu põhjal tuleb aktsia hinnaks 10,95 euro. Autori poolt leitud diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul oli õiglane väärtus 11,19 eurot, mis erineb vaid 2,3% võrdlusgrupi väärtusest. Seega annavad mõlemad meetodid üpriski sarnase tulemuse.

Tabel 16. Merko Ehitus aktsia hinna ja müügitulude suhtarvu arvutamisel kasutatud näitajad

Suhtarv	Aktsia hind, eurot	Ettevõtte väärtus, miljonit eurot
P/E	10,95	193,89
P/S	6,12	108,25
P/B	13,67	241,95
EV/EBITDA	8,86	156,75

Allikas: Autori arvutused

Hinna ja müügitulude (P/S) suhtarv on kasulik näitaja majanduslanguste korral. Puhaskasumi volatiilsuse tõttu ei pruugi kasumil põhinevad suhtarvud anda ülevaadet ettevõtte olukorrast. Merko Ehituse viimase 12 kuu müügitulu oli 254,65 miljonit eurot, seega P/S suhe on 0,59, mis on kõrgem kui võrdlusgrupi P/S suhe.

Võrdlusgrupi mediaani alusel peaks Merko Ehituse aktsia hinnaks olema 6,12 eurot, mis 1,4 korda madalam börsihinnast ja 1,8 korda madalam leitud diskonteeritud rahavoogude meetodi väärtusest. Antud erinevuse põhjus võib olla Merko kõrgem kasumlikkus rentaabluse mõttes, kuna P/E suhtarvu põhjal oli nii suhtarvude kui rahavoogude meetodil leitud väärtused peaaegu samad.

Hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhtarv (P/B) leitakse aktsia hinna (P) jagamisel aktsia raamatupidamisliku väärtusega (B). Merko Ehituse omakapital oli 2015 aasta kolmanda kvartali aruande põhjal 121,25 miljonit eurot. Omakapital aktsia kohta oli 6,85 eurot, seega hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhteks saadakse 1,24.

Võrdlusgrupi P/B suhe on Bloombergi andmetel 2,00. Võrdlusgrupi mediaani alusel peaks Merko Ehituse aktsia väärtus olema 13,67 eurot. Ettevõtte väärtus seega P/B suhtarvu põhjal on 241,95 miljonit eurot, mis on 22% kõrgem kui DCF meetodiga saadud tulemus. DCF meetodiga saadud tulemuse puhul on P/B suhtarv 1,63.

Merko madal suhtarv võib siinkohal olla põhjustatud Merko madalamast omakapitali tootlusest. Kui Merko teenib sama kasumi kui konkurendid, siis vajab ta selleks rohkem omakapitali ja sellest ka madalam P/B suhtarv.

EV/EBITDA suhtarv puhul leitakse Merko Ehituse väärtus kui ärikasum enne kulumit (EBITDA) korrutatakse võrdlusgrupi mediaaniga ning sealt lahutatakse netolaenukoormus. Merko teenis viimase 12 kuuga EBITDA-d 16,15 miljonit eurot ja arvestades võrdlusgrupi

keskmist suhtarvu 10,33 tuleb Merko aktsia väärtuseks 8,86 eurot. See on 4% kõrgem kui Merko aktsia viimane sulgemishind, kuid 1,26 korda madalam leitud DCF mudeli väärtusest.

2.4. Hinnang saadud tulemustele ja arutelu

Merko Ehitus kontserni hinnati diskonteeritud rahavoogude meetodi ja võrdlussuhtarvudel põhinevat meetodit kasutades. Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamisel prognoositi ettevõtte tulevikurahavooge mõjutavad näitajad, leiti vabad rahavood, kapitali kaalutud keskmine hind ja pikaajaline kasvumäär. Antud meetodi puhul hinnatakse ettevõtte tegelikku väärtust, kuid selle sisendid ja eeldused sisaldavad rohkem müra ja on soovitud tulemuse saamiseks manipuleeritavad. DCF meetodi kasutamine on suhteliselt subjektiivne. Oluline on seega teha põhjalik eeltöö prognoositavaid rahavoogusid mõjutavate tegurite osas.

DCF meetodi tulemusel saadi ettevõtte väärtuseks ca 198 miljonit eurot, mis on turuväärtusest 32% kõrgem. Leitud fundamentaalse õiglase väärtuse kohaselt on seega ettevõtte aktsia hind alahinnatud.

Ülevaate saamiseks, mis vahemikku ettevõtte väärtus võiks jääda teostati DCF meetodile sensitiivsusanalüüs. Sensitiivsusanalüüsi tulemusel saadi aimu, kui palju kaalutud kapitali keskmisest hinnast, brutomarginaalist ja stabiilsest kasvumäärast sõltub ettevõtte väärtus. Sensitiivsusanalüüs kinnitas eelpooltoodud seisukohta selgelt, et ka pisikesed muutused sisendites võivad märgatavalt mõjutada autori poolt leitud Merko aktsia väärtust.

Võrdlussuhtarvudel põhineva meetodi abil leiti ettevõtte erinevad väärtused tuginedes võrdlusgrupi keskmistele. Tabelis 17 on toodud DCF meetodi põhjal saadud ettevõtte väärtus ja erinevate suhtarvude abil leitud ettevõtte väärtus ning nende keskmine ettevõtte väärtus.

Sensitiivsusanalüüsi tulemusel jäi ettevõtte aktsia hind vahemikku 1,46 eurot kuni 30,31 eurot. Seega ettevõtte väärtuse jäi vahemikku 42,80 miljonit eurot kuni 536,41 miljonit eurot. Vastavalt analüüsile selguse, et diskonteeritud rahavoogude meetodit mõjutab kõige enam brutomarginali muutus.

Hindamismeetodite tulemused on ootuspärased, kuna diskonteeritud rahavoogude meetod lähtub tuleviku prognoosidest ning ei arvesta otseselt turu meeleolusid. Meetod annab seetõttu ka ettevõtte väärtuseks suurema tulemuse võrreldes hinna ja kasumi suhtarvuga. Kasumipõhised meetodid on rohkem mõjutatud turu meeleoludest.

Tabel 17. Merko Ehituse väärtuse hindamise tulemused (miljonites eurodes)

Hindamise meetod	Ettevõtte väärtus	Võrdlus turuhinnaga, %
Diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF)	198,01	31,6
Hinna ja kasumi suhe (P/E)	193,89	28,9
Hinna ja müügitulu suhe (P/S)	108,25	-28,0
Hinna ja raamatupidamisväärtuse suhe (P/B)	241,95	60,8
Ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhe (EV/EBITDA)	156,69	4,2
Võrdlussuhtarvude põhise hindamise keskmine	175,21	16,5
Turuväärtus 21.12.2015	150,45	

Allikas: Autori arvutused

Võrdlussuhtarvude meetod on kasulik DCF meetodi kontrollimiseks. Kõige kõrgema Merko turuväärtuse sai kasutades hinna ja raamatupidamislikuväärtuse suhtarvu (P/B) ning kõige madalam väärtus tuli hinna ja müügitulu suhte läbi (P/S). Võrdlussuhtarvude hindamise keskmiseks Merko Ehituse väärtuseks on 175,21 miljonit eurot ja DCF meetodi tulemusena 198,01 miljonit eurot. Antud meetodi vaheks on 11,5%.

Tulemused näitavad kokkuvõtvalt, et DCF meetodi ja võrdlussuhtarvudel põhineva hindamise meetodi tulemused ei erine üksteisest olulisel määral. Kasutades mõlema tulemuse keskmist on Merko Ehituse ettevõtte väärtuseks 186,61 miljonit eurot. Vastavalt meetodite keskmisele on seega ettevõtte aktsia hinnaks 10,54 eurot. Saadud aktsia hind on 24,0% kõrgem kui hetke turuhind ja seega võib öelda, et saadud tulemuse järgi on ettevõtte praeguse hinna tasemel alahinnatud.

Aktsia hinna mõningane alahinnatus on mõistetav arvestades jätkuvat keerulist olukorda Eesti ehitusturul ning üldist Balti aktsiaturgude alahinnatust tingituna börsi vähesest likviidsusest. Kui Merko Ehituse finantstulemused vastavad autori ootustele ja prognoosidele ning turg on efektiivne, siis peaks aktsia hind tegema korrigeerimise ja liikuma fundamentaalselt õiglasemale tasemele.

KOKKUVÕTE

Käesolevas bakalaureusetöös uuriti börsil noteeritud ettevõtte hindamise meetodeid ning viidi läbi AS Merko Ehitus väärtuse analüüs. Töö eesmärgiks oli uurida ettevõtte väärtuse hindamise põhimõtteid ning teha läbi praktiline hindamine Tallinna Börsil noteeritud ettevõtte AS Merko Ehitus näitel.

Eesmärgi saavutamiseks tutvustati töö esimeses osas hindamise meetodite teoreetilist poolt. Keskenduti diskonteeritud rahavoogude ning võrdlussuhtarvudel põhineva hindamise meetodile, mis on levinumad hindamise meetodid ettevõtte väärtuse hindamiseks. Töö teises osas viidi läbi ettevõtte väärtuse hindamine töö esimeses osas tutvustatud meetodeid kasutades. Allikatena kasutati erialakirjandust ning publikatsioone.

Ettevõtte väärtuse hindamise aluseks diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades on põhimõte, et vara väärtus sõltub selle tulevikus saadavatest rahavoogudest ning nendega kaasaskäivatest riskidest. Diskonteeritud rahavoogude leidmiseks on vaja prognoosida vara eluiga, selle eluea jooksul saadavad rahavood ning rahavoogude diskonteerimiseks mõeldud diskontomäär. Seejärel leitakse tulevikus teenitavate rahavoogude nüüdisväärtus. Diskonteeritud rahavoogude meetod aitab investoritel saada paremat ülevaadet ettevõtte finantsaruannetest. Põhjaliku finantsaruannete läbi töötamise tulemuseks on ettevõtte tegevuse parem mõistmine ning arusaam erinevatest muutusi põhjustavatest teguritest. Parema tulemuse tagamise peamiseks eelduseks on põhjalik ettevõtte tundmine. Investorid peaksid lähtuma eelkõige ettevõtte väärtusest. Diskonteeritud rahavoogude meetod aitab vähendada aktsiahindade lühiajaliselt kõikumisest põhjustatud müra.

Võrdlussuhtarvudel põhineva ettevõtte hindamise eelduseks on, et sarnased ettevõtted või samasse sektorisse kuuluvad ettevõtted peaksid kaupleva lähedastel suhtarvudel. Erinevaid suhtarve on võimalik arvutada ajalooliste andmete kui ka tuleviku prognooside põhjal. Suhtarvude meetodi kasutamine annab hea ülevaate turusentimentidest, mis valitseb aktsiaturgudel. Ettevõtet hinnatakse võrreldes sama tegevusala ettevõtetest koostatud grupiga. Lihtne aktsiahindade analüüs selgitab välja kindla kordaja, mida kasutatakse sihtmärgina hinnatava ettevõtte väärtuse leidmisel. Vastavalt eeltoodule tuleneb ka asjaolu, et suhtarvude

kasutamisel jõutakse tõenäolisemalt väärtuseni, mis on turuhinnale lähemal kui diskonteeritud rahavoogude meetodi abil.

Võrdlussuhtarvudel põhineva hindamisel kasutatakse erinevaid suhtarve. Kõige levinumaks suhtarvuks on hinna ja kasumi suhtarv ehk P/E. Antud suhtarvu nimetatakse ka kasumikordajaks, kuna suhtarv näitab mitu korda on investor nõus rohkem maksma ettevõtte poolt teenitavast kasumist. Teisiti öeldes näitab suhtarv mitme aastaga investor teenib investeeritud raha tagasi.

Hinna ja müügitulu suhtarv ehk P/S on kasulik võrdlemiseks just siis, kui majanduskeskkond muutub halvemaks. Kuna P/S suhtarv võimaldab ettevõtteid võrrelda ka siis, kui enam kasumit ei teenita. Analüütikute hinnangul on mõistlik kasutada P/S suhtarvu, kuna käive on vähem moonutatav, kui teised fundamentaalsed näitajad.

Samuti on laialt levinud aktsia hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhtarv ehk P/B. Antud suhtarv näitab, kui palju kaupleb aktsia üle raamatupidamisliku väärtuse. Suhtarvu soovitatakse ettevõtte väärtuse hindamisel kasutada, kuna bilansiline väärtus on üldjuhul positiivne isegi siis, kui EPS on negatiivne. Kui P/B suhtarv on väga madal, võib ettevõtte aktsia hind olla turul alahinnatud.

Ettevõtte kogu väärtuse ja maksude ning amortisatsiooni eelse kasumi suhtarv ehk EV/EBITDA on pigem ettevõtte kui aktsia hindamiseks. EV/EBITDA suhtarvu on hea kasutada kontrollimaks diskonteeritud rahavoogude meetodit. Samuti on antud suhtarvu hea kasutada erinevate ettevõtete omavaheliseks võrdlemiseks.

Bakalaureusetöö teises osas viidi läbi Merko Ehituse väärtuse hindamine, tuginedes esimeses osas tutvustatud meetoditele. Merko Ehituse autoripoolsed prognoosid tehti tuginedes kontserni eelnevate aastate finantsaruannetele.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi tulemusel saadi Merko Ehitus aktsia õiglaseks väärtuseks 11,19 eurot. Ettevõtte õiglaseks väärtuseks antud meetodi tulemusel saadi 198,01 miljonit euro, mis on ca 32% kõrgem 21.12.15 sulgemishinnast. Diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud lõpptulemust mõjutavad mitmed olulised tegurid nagu tulude prognoosimine, viimase prognoositava aasta rahavood või kapitali kaalutud keskmine hind. Antud meetodi abil saadud tulemusse tasuks suhtuda ettevaatlikkusega ning vajadusel kontrollida loogilisust teiste näitajate abil.

Võrdlussuhtarvudel põhinev ettevõtte hindamine andis samuti Merko Ehituse aktsia hinnaks võrreldes 21. detsembri sulgemishinnaga kõrgema väärtuse. Aktsia väärtuse

leidmiseks antud meetodi abil kasutati nelja näitaja keskmist tulemust, mis andis Merko Ehituse aktsia õiglaseks väärtuseks 9,90 eurot ehk 17% üle turuhinna. Ettevõtte õiglaseks väärtuseks saadi 175,21 miljonit eurot. Hinna ja müügitulu suhtarvu põhjal on Merko Ehituse aktsia ülehinnatud. Hinna ja kasumi suhte ning hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhte tulemusel on aga aktsia hind tugevalt alahinnatud. Ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhe andis võrreldes turuhinnast 4,2% kõrgema väärtuse, andes kõige lähedasema tulemuse turuhinnaga.

Autori hinnangul töö eesmärk saavutati, andes ülevaate teoreetilises osas diskonteeritud rahavoogude meetodist ja kasutamisest ning hinnates praktilises osas Merko Ehituse väärtus töö teoreetilises osas selgitatud meetodi abil. Diskonteeritud rahavoogude ning võrdlussuhtarvudel põhineva hindamise meetodi keskmist kasutades saadi Merko Ehitus aktsia õiglaseks väärtuseks 10,54 eurot ja ettevõtte väärtuseks 186,61 miljonit eurot. Kuna mõlemat meetodit kasutades on aktsiate õiglase väärtus kõrgem kui turuhind, leidis hüpotees aktsia alahinnatusest tõestust.

VIIDATUD ALLIKAD

AS Merko Ehitus kontserni koduleht. (2015a) <http://group.merko.ee/> (21.12.2015)

AS Merko Ehitus (2015b) 9 kuu ja III kvartali konsolideeritud auditeerimata vahearuanne

AS Merko Ehitus (2014) konsolideeritud majandusaasta aruanne

Bloomberg Professional terminal (2015) <http://www.bloomberg.com/professional/>
(23.11.2015)

Damodaran, A. (2001). Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd edition. USA: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2002). Investment Valuation: Tools and Tehniques for Determing the Value of Any Asset, 2nd edition. USA: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2005). Valuation Approaches and Metrics. Holland: now Publishers Inc.

Damodaran Online. (2015). http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/
(09.12.2015)

Eesti Statistikaamet (2015) <http://www.stat.ee/> (14.11.2015)

Fernandez, P. (2015). Company valuation methods. – Social Science Research Network. Spain: IESE Business School, University of Navarra.

Fernandez, P. (2015a). Valuation Using Multiples. How Do Analysts Reach Their - Conclusions? - Social Science Research Network. Spain: IESE Business School, University of Navarra.

Harbula, P. (2009). Valuation Multiples: Accuracy and Drivers – Evidence from the European Stock Market. Business Valuation Review, Vol. 28, No. 4. - Social Science Research Network.

Investopedia. (2015). Discounted Cash Flow Analysis. <http://www.investopedia.com/>
(23.11.2015)

Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. (2015). Tallinn: Konkurentsiamet.

- Kert, E. (2007). Investeerimise teejuht. Väärtpaberite fundamentaalne analüüs. Tallinn: Äripäeva kirjastus.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. McKinsey & Company. 4th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. McKinsey & Company. 5th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Levy, H. (2002). Fundamentals of Investments. Suurbritannia: Pearson Education Limited.
- Mian, M. A., Vélez-Pareja, I. (2007). Applicability of the Classic WACC Concept in Practice Social Science Research Network.
- Nasdaq OMX Baltic. (2015) Merko Ehitus väärtpaber [WWW]
<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100098328&list=2&pg=details&tab=security> (13.12.2015)
- Rahandusministeerium (2015) Majandusprognoosid <http://www.fin.ee/majandusprognoosid> (14.12.2015)
- Schreiner, A., Spremann, K. (2007). Multiples and Their Valuation Accuracy in European Equity Markets. - Social Science Research Network.
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., McLeavey, D. W. (2007). Equity Asset Valuation. 2nd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Tearu, A., Krumm, E. (2005). Ettevõtte finantsjuhtimine. Tallinn: Pegasus.
- Udras, U. (2006) Finantsanalüüs hoiab laeva kursil –
<http://www.raamatupidaja.ee/uudised/2006/03/23/finantsanaluus-hoiab-laeva-kursil> (13.12.2015)
- The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2015). Long-term interest rates <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm> (21.12.2015)
- Võrklaev, E. (2007). Investeerimise teejuht. Investeerimise põhitõed. Tallinn: Äripäeva kirjastus.
- Zirnask, V. (2008). Strateegiline finantsjuhtimine: idee kohtub rahakotiga. Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda.
- Zweig, J. (2006). The Intelligent Investor: a book of practical counsel / Benjamin Graham. New York : HarperBusiness Essentials.

SUMMARY

VALUATION OF AS MERKO EHITUS

Merle Assmann

Company valuation continues to be an issue both in Estonia and in rest of the world. Investors are always interested about the value of their investments and the expected return in the shares of companies or other asset classes. Further, both the shareholders and creditors will also be affected from the valuation of the company in question.

This bachelor thesis aim is to value OMX Nasdaq Tallinn listed AS Merko Ehitus based on discounted cash flow method (DCF). Subject is mostly based on authors' own interest in the subject. Another reason was to gain experience in valuing an enterprise based on discounted cash flow method. The aim of this work is to find proof of hypothesis that the shares of Merko Ehitus are trading below their fair value.

The thesis is divided into two parts, first of which gives overview of the basics of finding the value of a company, as well as principals and methods which could be used to find it. The first part focuses mostly on discounted cash flow and multiple valuation methods. The second part is the practical approach in valuing AS Merko Ehitus.

Using the DCF is both time and resource consuming, as estimates of future financials, weighted average cost of capital and different risks need to be analyzed. The DCF method aims to value a company based on future cash flows and risks involved. Finding the estimated life span of assets and associated cash flows, as well as discount rate are necessary. Since estimates are based on historical values, the DCF method helps to reduce the short term noise from market volatility.

Retail investors mostly use valuation using multiples, as it's easier to use and is less time-consuming. In addition, it shows the current market sentiment. This usually results in closer valuation to the current market price than the DCF would.

Valuation using multiples assumes that similar companies should trade at similar valuation multiples. Four ratios are used in valuing AS Merko Ehitus using multiples: price-to-earnings ratio; price-to-sales ratio; price-to-book ratio; enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation and amortization ratio.

The beginning of the second part of the thesis gives overview of the AS Merko Ehitus and its financials. Valuation of the company using DCF and multiples follows. For the DCF method, sensitivity analysis is also conducted to find out the potential range of the valuation.

Using the DCF method, the author came to a conclusion that the fair value of AS Merko Ehitus should be EUR 11,19 per share. This values the company at EUR 198,01 million, which is ca 32% higher than the market capitalization at the close of 21.12.2015 trading day. Additionally, two sensitivity analyses are used on the DCF valuation, in order to specify the possible range of company value – gross margins and CAGR, which were both combined with WACC. Gross margins had a larger impact on valuation.

Valuation using multiples also resulted in higher valuation than company's market cap at the close of 21.12.2015. Four ratios were used in this method, which resulted in a fair value of EUR 9,90 per share or market capitalization of EUR 175,21 million, 17% over the current market price. Based on price-to-sales ratio, the company is overvalued, but based on price-to-earnings and price-to-book ratio, the company is undervalued. Enterprise value to EBITDA ratio was 4,2% over the current value, indicating that the company is fairly valued.

Using the average of DCF and multiples valuation, the fair value was concluded to be EUR 10,54 per share, resulting in a market capitalization of EUR 186,61 million. Since both methods resulted in a valuation higher than the current market price, the hypothesis was confirmed.

This thesis contains valuable information to the shareholders of AS Merko Ehitus. Information which was used to conduct sensitivity analysis and achieved results may help shareholders in their future decisions. Mostly, the thesis gives useful overview of using DCF and valuation multiples to value a company.

LISAD

Lisa 1. AS Merko Ehitus kontserni juriidiline struktuur 30.09.2015 seisuga

Tütaretevõtted	Osalus ja hääleõigus % 30.09.2015	Asukoht	Tegevusala
AS Merko Ehitus Eesti	100	Eesti, Tallinn	ehitus
Tallinna Teede AS	100	Eesti, Tallinn	teedehitus
OÜ Tevener	-	Eesti, Tallinn	kaevandamine
AS Vooremaa Teed	100	Eesti, Jõgeva	teedehitus
AS Merko Infra	100	Eesti, Tallinn	ehitus
AS Gustaf	100	Eesti, Pärnu	ehitus
AS Merko Tartu	100	Eesti, Tartu	ehitus
OÜ Raadi Kortermaja	-	Eesti, Tartu	kinnisvara
OÜ Fort Ehitus	75	Eesti, Viimsi	ehitus
OÜ Mineraal	100	Eesti, Tallinn	kaevandamine
OÜ Heamaja	100	Eesti, Tallinn	kinnisvara
OÜ Rannamõisa Kinnisvara	100	Eesti, Tallinn	kinnisvara
UAB Merko Statyba	100	Leedu, Vilnius	ehitus
UAB Merko Inžinerija	100	Leedu, Vilnius	ehitus
OÜ Merko Property	100	Eesti, Tallinn	kinnisvara
UAB Balsiu mokyklos SPV	100	Leedu, Vilnius	kinnisvara
UAB Merko Bustas	100	Leedu, Vilnius	kinnisvara
UAB MN Projektas	100	Leedu, Vilnius	kinnisvara
UAB Jurininku aikštele	100	Leedu, Vilnius	kinnisvara
UAB Kražiu Projektas	-	Leedu, Vilnius	kinnisvara
UAB VPSP1	100	Leedu, Vilnius	kinnisvara
UAB Timana	100	Leedu, Vilnius	kinnisvara
Ringtee Tehnopark OÜ	-	Eesti, Tallinn	ehitus
OÜ Jõgeva Haldus	100	Eesti, Tallinn	kinnisvara
OÜ Metsailu	100	Eesti, Tallinn	kinnisvara
OÜ Maryplus	-	Eesti, Tallinn	kinnisvara
OÜ Constancia	-	Eesti, Tallinn	kinnisvara

Lisa 1 järg

OÜ Tähelinna Kinnisvara	100	Eesti, Tallinn	kinnisvara
Väike-Paekalda OÜ	100	Eesti, Tallinn	kinnisvara
Suur-Paekalda OÜ	100	Eesti, Tallinn	kinnisvara
SIA Merko Investments	100	Läti, Riia	valdus
OÜ Merko Investments	100	Eesti, Tallinn	valdus
SIA Merks	100	Läti, Riia	ehitus
SIA SK Viesturdarzs	100	Läti, Riia	kinnisvara
SIA Merks Investicijas	100	Läti, Riia	kinnisvara
SIA Industrialas Parks	100	Läti, Riia	kinnisvara
SIA Elniko	100	Läti, Riia	kinnisvara
SIA Ropažu Priedes	100	Läti, Riia	kinnisvara
PS Merko-Merks	100	Läti, Riia	ehitus
SIA Zakusala Estates	75	Läti, Riia	kinnisvara
Merko Finland OY	100	Soome, Helsinki	ehitus
Hartian OY	75	Soome, Helsinki	kinnisvara
AS OY Helsingin Pestikuja 1	100	Soome, Helsinki	kinnisvara
Lenko Stroi LLC	100	Venemaa, Peterburi	ehitus
Ühisettevõtted			
OÜ Unigate	50	Eesti, Tallinn	kinnisvara
Poolkoksimaä Sulgemise OÜ	50	Eesti, Tallinn	ehitus
SIA Zakusala Estates	-	Läti, Riia	kinnisvara
OÜ Kortermaja	50	Eesti, Tartu	kinnisvara
Kivimäe 32 OÜ	50	Eesti, Tallinn	kinnisvara
Kalaranna Arenduse OÜ	50	Eesti, Tallinn	kinnisvara

Allikas: AS Merko Ehitus kontserni koduleht 2015

Lisa 2. AS Merko Ehitus konsolideeritud kasumiaruanne 2006–2014

mln EUR	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Müügitulu	282,13	352,20	297,44	203,32	171,92	219,32	249,13	262,72	252,32
Müüdüd toodangu kulu	-238,2	-302,4	-258,5	-181,2	-159,1	-222,9	-231,2	-240,0	-227,5
Brutokasum	43,90	49,79	38,90	22,12	12,81	-3,61	17,91	22,72	24,73
Turustuskulud	-1,50	-2,08	-2,81	-3,01	-2,19	-2,10	-2,11	-3,04	-2,19
Üldhalduskulud	-9,50	-13,67	-12,96	-9,84	-8,72	-7,91	-9,17	-9,26	-9,13
Muud äritulud	9,46	0,41	0,61	0,92	0,96	2,58	2,96	2,26	1,90
Muud ärikulud	-1,91	-1,16	-2,77	-1,75	-0,48	-1,31	-0,83	-0,43	-0,34
Äriksam	40,4	33,3	21,0	8,4	2,4	-12,3	8,8	12,3	14,0
Finantstulud	0,53	0,70	2,20	2,53	0,70	0,59	0,18	0,08	0,14
Finantskulud	-1,30	-1,14	-1,70	-1,57	-0,91	-1,16	-1,20	-1,06	-0,68
Kasum sidus- ja ühisettevõtetest	1,12	4,89	-0,29	-1,73	-0,40	-1,12	0,16	-0,14	-0,13
Kasum enne maksustamist	40,94	37,76	21,27	7,66	1,77	-14,04	7,90	11,15	13,31
Tulumaksukulu	-3,19	-1,97	-1,68	-0,54	-0,71	-0,12	-0,29	-0,79	-1,06
Puhaskasum	37,8	35,8	19,6	7,1	1,1	-14,2	7,6	10,4	12,3
Lisainfo									
Kulum	1,96	1,83	2,14	2,40	2,43	2,24	2,61	2,88	2,46
Investeeringud	5,31	3,40	2,89	0,91	0,90	1,07	0,91	0,81	1,48
Dividendimaksud	5,87	8,24	0,42	4,13	12,44	1,77	0,00	5,31	7,26

Allikas: AS Merko Ehitus konsolideeritud majandusaasta aruanded 2006–2014

Lisa 3. AS Merko Ehitus konsolideeritud bilanss 2006–2014

mln EUR	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
VARAD									
Käibevara									
Raha ja raha ekvivalendid	43,12	13,14	32,93	22,99	9,86	18,51	35,32	46,63	51,58
Nõuded ja ettemaksud	54,59	76,67	49,98	42,31	44,94	64,45	60,34	57,17	46,38
Ettemakstud tulumaks	0,41	0,15	0,25	0,25	1,37	0,69	0,48	0,02	0,00
Varud	86,71	129,45	116,16	98,20	93,05	87,83	82,83	87,45	117,64
Käibevara kokku	184,97	219,40	216,03	189,37	151,86	171,62	178,97	191,28	215,61
Põhivara									
Sidus- ja ühissettevõtete aktsiad või osad	12,83	17,45	13,21	11,47	11,05	9,99	7,19	7,35	0,07
Muud pikaajalised laenud ja nõuded	0,54	0,93	1,86	2,08	8,26	17,07	17,19	20,07	11,41
Edasilükkunud tulumaksuvara	0,42	0,22	1,55	2,05	1,57	1,87	1,92	1,59	1,54
Kinnisvarainvest eeringud	0,25	0,47	0,77	1,06	3,59	2,31	3,57	4,67	4,62
Materiaalne põhivara	5,78	11,05	12,60	17,02	17,75	16,06	14,85	13,12	15,00
Immateriaalne põhivara	0,65	0,80	0,76	1,55	1,51	1,43	1,37	1,17	1,01
Põhivara kokku	20,48	30,91	30,74	35,22	43,72	48,72	46,08	47,96	33,64
VARAD KOKKU	205,45	250,32	246,77	224,58	195,58	220,34	225,05	239,24	249,64
KOHUSTUSED									
Lühiajalised kohustused									
Laenukohustused	18,14	19,49	13,21	28,61	12,55	16,57	16,30	18,92	14,29
Võlad ja ettemaksud	69,11	64,90	61,59	50,01	39,15	61,64	63,21	72,16	71,12

Lisa 3 järg

Tulumaksu- kohustus	1,21	1,07	0,56	0,34	-	-	-	0,06	0,35
Lühiajalised eraldised	2,14	4,68	2,07	2,41	3,67	6,78	6,17	5,91	6,24
Lühiajalised kohustused kokku	90,70	90,23	77,42	81,36	55,38	84,99	85,67	97,05	92,00
Pikaajalised kohustused									
Pikaajalised laenukohustused	10,18	25,42	33,96	4,88	13,19	23,76	19,21	16,47	23,36
Muud pikaajalised võlad	1,49	3,67	0,56	0,68	0,85	0,13	0,33	2,16	1,67
Edasilükkunud tulumaks	-	-	-	-	-	0,86	1,58	0,51	0,74
Pikaajalised kohustused kokku	11,67	29,09	34,53	5,56	14,03	24,75	21,11	19,14	25,77
KOHUSTUSED KOKKU	102,37	119,32	111,94	86,92	69,41	109,74	106,78	116,18	117,77
OMAKAPITAL									
Vähemusosa	1,21	2,17	2,21	1,73	1,43	1,36	1,34	1,19	4,46
Emaettevõtte omanikele kuuluv omakapital									
Aktiivkapital	11,31	11,31	11,31	11,31	11,31	12,00	12,00	12,00	12,00
Kohustuslik reservkapital	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,20	1,20	1,20
Jaotamata kasum	89,80	116,71	120,97	124,44	113,22	96,68	104,24	109,33	114,49
OMAKAPITAL KOKKU	103,08	131,00	134,83	137,67	126,17	110,60	118,27	123,06	131,48
Kohustused ja omakapital kokku	205,45	250,32	246,77	224,58	195,58	220,34	225,05	239,24	249,25

Allikas: AS Merko Ehitus konsolideeritud majandusaasta aruanded 2006–2014

Lisa 4. Ehitussektori käibe kasv võrreldes SKP nominaalkasvuga 2006--2014

Aasta	Ehitustööd kokku, mln eurot	SKP väärtus jooksevhindades, mln eurot	Keskmine kasv ehituses võrreldes SKP kasvuga
2001	1 094,4	6976,4	-
2002	1 414,1	7773,8	2,6
2003	1 602,5	8708,9	1,1
2004	1 953,9	9707,7	1,9
2005	2 472,1	11262,3	1,7
2006	3 299,2	13521,7	1,7
2007	3 954,3	16246,4	1,0
2008	3 616,6	16517,3	-
2009	2 379,6	14145,9	2,4
2010	1 902,2	14718,5	-
2011	2 408,2	16667,6	2,0
2012	3 306,0	18006,0	4,6
2013	3 263,3	19014,8	0,2
2014	3 109,8	19962,7	0,9
Keskmine 2001-2014			1,8

Allikas: Eesti Statistikaamet 2015, autori arvutused

Lisa 5. Võrdlusgrupi ettevõtted

	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Skandinaavia				
SKANSKA AB-B SHS	19,7	0,45	3,2	12,1
YIT OYJ	11,7	0,36	1,2	11,8
OUTOTEC OYJ	129,7	0,54	1,7	9,6
PEAB AB	17,6	0,44	2,4	8,6
NCC AB-B SHS	17,4	0,52	3,9	10,9
VEIDEKKE ASA	18,2	0,61	5,3	12,5
SWECO AB-B SHS	20,5	1,19	6,6	11,5
LEMMINKAINEN OYJ		0,15	0,8	7,2
SRV GROUP OYJ	37,3	0,18	0,6	
Poola				
BUDIMEX	24,8	1,09	10,3	11,1
POLNORD SA	19,9	1,61	0,3	
ERBUD SA	9,5	0,19	1,2	6,6
TRAKCJA SA	11,5	0,43	0,9	3,4
VISTAL GDYNIA SA	11,6	0,44	0,8	7,7
UNIBEP SA	19,4	0,30	1,8	9,7
Muu Euroopa				
HOCHTIEF AG		0,30	2,7	14,5
KIER GROUP PLC	32,7	0,30	2,1	16,1
BALFOUR BEATTY PLC		0,27	2,1	
STRABAG SE-BR	14,1	0,18	0,9	3,9
FOMENTO DE CONSTRUCC Y CONTRA	35,6	0,26	5,7	9,8
AF GRUPPEN ASA	21,1	0,99	9,8	13,8
SALINI IMPREGILO SPA	18,7	0,46	1,7	5,2
PORR AG	13,7	0,24	2,0	11,4

Allikas: Bloomberg Professional (2015)