

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Rahanduse ja majandusteooria instituut
Rahanduse ja panganduse õppetool

Sander Salurand

**HANSAB GROUP VÄÄRTUSE HINDAMINE
DISKONTEERITUD RAHA VOOGUDE MEETODIL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Kalle Ahi

Kaasjuhendaja: Hansab Group CFO Jaak Õunpuu

Tallinn 2014

Olen koostanud töö iseseisvalt.

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

Sander Salurand

Üliõpilase kood: 112831

Üliõpilase e-posti aadress: sandersalurand@gmail.com

Juhendaja lektor Kalle Ahi:

Töö vastab bakalaureusetööle esitatud nõuetele

.....

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

SISUKORD

Abstrakt	4
Sissejuhatus	5
1. Ettevõtte väärtuse hindamine	7
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ning eesmärk	7
1.2. Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	8
1.2.1. Vabad rahavood ning kapitali hind	9
1.2.2. Rahavoogude diskonteerimine	11
1.3. Börsil noteerimata ettevõtete väärtuse hindamise eripärad	14
2. Hansab Group väärtuse hindamine	16
2.1. Ülevaade Hansab Group'ist	16
2.2. Hansab Group tegevusalad ning konkurendid	18
2.3. Majanduskeskkonna analüüs	22
2.4. Kontserni finantsanalüüs	24
2.5. Kontserni väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	30
2.5.1. Ettevõtte vabade rahavoogude prognoos	30
2.5.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna ning terminaalkväärtuse leidmine	35
2.5.3. Ettevõtte väärtus ning sensitiivsusanalüüs	37
2.5.4. Monte Carlo simulatsioonid	39
2.6. Hinnang saadud tulemustele ning arutelu	41
Kokkuvõte	43
Viidatud allikad	45
Summary	48

Lisad.....	50
Lisa 1. Hansab Group bilanss ja kasumiaruanne eurodes ning lisainfo 2008-2013	50
Lisa 2. Hansab Group müügitulu eurodes piirkondade, tegevusalade ning üksuste lõikes .	51
Lisa 3. Kapitali kaalutud keskmise hinna leidmine	52
Lisa 4. Ettevõtte väärtuse arvutamine eurodes	53
Lisa 5. Monte Carlo simulatsioonide sisendite väärtused	54
Lisa 5.1. Esimese Monte Carlo simulatsiooni sisendid.....	54
Lisa 5.2. Teise Monte Carlo simulatsiooni sisendid	54
Lisa 6. Monte Carlo simulatsioonide tulemused	55
Lisa 6.1. Esimese Monte Carlo simulatsiooni tulemused	55
Lisa 6.2. Teise Monte Carlo simulatsiooni tulemused	55
Lisa 7. Monte Carlo simulatsioonide statistika.....	56
Lisa 7.1. Esimese Monte Carlo simulatsiooni statistika.....	56
Lisa 7.2. Teise Monte Carlo simulatsiooni statistika	56

ABSTRAKT

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on ettevõtte väärtuse hindamise tundmaõppimine diskonteeritud rahavoogude meetodil ning meetodi rakendamine Hansab Group väärtuse hindamiseks. Otsene vajadus kontserni väärtuse hindamiseks tulenes ettevõtte poolsest huvist saada teada kontserni väärtus seoses ettevõtte või selle osa võimaliku müügiga tulevikus. Diskonteeritud rahavoogude meetodit, mille kohaselt on ettevõtte väärtus nii palju, kui suur on tema poolt genereeritavate rahavoogude nüüdisväärtus, otsustati rakendada tulenevalt selle laialdasest kasutamisest ning tunnustatusest. Ettevõtte väärtuse hindamiseks anti põhjalik ülevaade kontsernist, teostati majanduskeskkonna- ning finantsanalüüs, prognoositi vabad rahavood ettevõttele ning leiti muud meetodi rakendamiseks vajalikud sisendid.

Diskonteeritud rahavoogude meetodil saadi ettevõtte väärtuseks ligikaudu 12,9 miljonit eurot, millest ettevõtte põhitegevuse väärtus moodustas ligikaudu 9,2 miljonit eurot. Väärtuse tundlikkuse testimiseks erinevatest sisenditest ning võimalikest stsenaariumitest, teostati lisaks veel kaks sensitiivsusanalüüsi ning kaks Monte Carlo simulatsiooni. Teise, detailsema simulatsiooni tulemusena saadi ettevõtte keskmiseks väärtuseks 12,4 miljonit eurot standardhälbega 2,8 miljonit eurot. Simulatsioonist selgus, et ettevõtte väärtuse hinnangule omavad suurimat mõju müüdüd toodangu kulu ning tööjõukulud.

Töö tulemused on rakendatavad Hansab Group'i võimalikul ostu-müügiprotsessil ning töö ise on kasulik kõigile neile, kel soov läbi viia ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil.

Võtmesõnad: Ettevõtte väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod, sensitiivsusanalüüs, Monte Carlo simulatsioon.

SISSEJUHATUS

Eestis, kus kõigest natukene üle 20 aasta tagasi hakkasid taas tekkima esimesed erakapitalil põhinevad ettevõtted, on tänapäevaks jõutud sinnamaale, et oma ettevõtte loomine on tehtud lihtsaks, kiireks ja kättesaadavaks pea igäihele. Mida suuremaks kasvab ettevõtete hulk, seda laiemaks muutub ka nende mõju ning huvigruppide osakaal. Olemasolevate ettevõtete väärtus pakub huvi nii omanikele, investoritele, potentsiaalsetele ülevõtjatele, finantsasutustele kui ka paljudele teistele, kes on ettevõtte tegevusest kuidagi mõjutatud. Warren Buffett on öelnud, et kui majandusülikoolid saaksid õpetada kõigest ühte kursust, siis see peaks põhinema igaval, kuid kriitiliselt olulisel ettevõtte väärtuse hindamisel (Parrish 2012). Läbi aegade ühe edukaima investori selline väljaütlemine näitab, kui oluliseks ja aktuaalseks peetakse praeguses majanduses tervikuna ettevõtte väärtuse hindamist.

Käesoleva bakalaureusetöö teemaks on valitud ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil Hansab Group näitel. Teema sai valitud eelkõige tulenevalt isiklikust huvist finantsjuhtimise vastu. Teiseks oluliseks põhjuseks oli Hansab Group'i poolne huvi saada teada kontserni väärtus, sealhulgas saada sellele hinnang sõltumatu osapole käest. Võimalik on ettevõtte või selle osa müük lähitulevikus. Kolmandaks, kuid mitte vähem tähtsaks põhjuseks teema valikul, oli diskonteeritud rahavoogude meetodi, kui ühe enim tunnustatuima ettevõtte väärtuse hindamise meetodi tundmaõppimine, viies kokku teooria ning praktika.

Töö eesmärgiks on uurida, milles seisneb ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil ning rakendada saadud teadmisi konkreetse ettevõtte, Hansab Group'i, väärtuse hindamiseks. Eesmärgi saavutamiseks analüüsitakse töö teoreetilises osas diskonteeritud rahavoogude meetodit, selle komponente ning rakendamist. Töö teises peatükis hinnatakse ettevõtte väärtust. Selle jaoks antakse kõigepealt laiapõhjaline ülevaade kontsernist, eesmärgiga õppida tundma ettevõtte äritegevuse iseloomu ja selle tausta. Järgmisena analüüsitakse üldises majanduskeskkonnas ning ettevõtte jaoks olulistest tegevusharudes aset leidvaid võimalikke trende, peale mida teostatakse kontserni

finantsanalüüs. Kogu eeltöö on aluseks ettevõtte poolt genereeritavate rahavoogude prognoosimiseks. Peale rahavoogude prognoosimist selgitatakse välja ettevõtte kapitali hind ning terminaalväärtus, millele omakorda järgnebki ettevõtte väärtuse hindamine. Viimase etapina teostatakse sensitiivsusanalüüs ning Monte Carlo simulatsioon, uurides seeläbi erinevate sisendite ning võimalike stsenaariumite mõju ettevõtte väärtusele.

Töö on jaotatud kaheks suuremaks peatükiks. Esimeses peatükis keskendutakse ettevõtte väärtuse hindamise teoreetilise poole avamisele. Uuritakse, mis on ettevõtte väärtus ning kuidas on võimalik sellele hinnangut anda. Suurem osa peatükist on pühendatud ettevõtte väärtuse hindamise meetodile, mida rakendatakse töö teises osas Hansab Group väärtuse hindamisel – diskonteeritud rahavoogude meetodile. Antakse ülevaade mudeli rakendamiseks vajaminevatest sisenditest ja nende leidmise võimalustest, võrreldakse erinevaid alternatiive diskonteeritud rahavoogude põhjal hindamise läbiviimiseks ning tuuakse välja meetodi tugevused ja nõrkused. Samuti on esimeses peatükis uuritud seda, et millised eripärad kaasnevad mudeli rakendamisel börsil noteerimata ettevõtete puhul.

Töö teises peatükis teostatakse Hansab Group väärtuse hindamine. Tegemist on Eesti kapitalil põhineva ning 1990. aastate alguses loodud juhtiva turva- ning pangatehnikat pakkuva ettevõttega Baltikumis, millest on tänaseks hetkeks kujunenud ligikaudu 17 miljoni eurose aastase käibega kontsern. Väärtuse hindamiseks antakse kõigepealt ülevaade Hansab Group'ist, analüüsides kontserni struktuuri ning omandistruktuuri, tegevusalasid ning konkurente. Peatükis analüüsitakse üldist majanduskeskkonda ning selle mõju ettevõtte tegevusele. Kontserni majanduslikust olukorrast annab ülevaate finantsanalüüs, mille käigus uuritakse nii ettevõtte suurust kui ka kõikvõimalikke tegevuse edukust mõõtvaid suhtarve. Järgmise etapina, kasutades eespool tehtud analüüsi, antakse hinnang kontserni väärtusele, prognoosides rahavood ning kõik muud sisendid, mida läheb diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamisel tarvis. Väärtuse täpsemaks määratlemiseks teostatakse lõpetuseks nii sensitiivsusanalüüsid kui ka Monte Carlo simulatsioonid.

1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise olemus ning eesmärk

Ettevõtted arenevad ja kasvavad, kui nad loovad reaalsed majanduslikku väärtust oma omanikele. Nad loovad väärtust, kui investeeritakse kapitali tootlusega, mis ületab kapitali hinda. Mida enam kapitali sellise tootlusega investeeritakse, seda rohkem väärtust ka luuakse (Koller *et al.* 2005, 4). Mida paremini ette ennustatavamalt ja rohkem suudab ettevõtte omanikele väärtust luua, seda väärtuslikum see ka on (Juhkam 2010). Ettevõtted, mis on pühendunud väärtuse loomisele, on tervislikumad, ehitavad konkurentsivõimelisemaid majandusi ja kõrgemaid elustandardeid ning pakuvad rohkem arenguvõimalusi inimestele (Koller *et al.* 2005, 19). Väärtuse loomine on kasulik nii ettevõtte omanike kui ka ühiskonna jaoks tervikuna.

Ettevõtte väärtust ning ettevõtte väärtuse hindamise olemust on võimalik selgitada mitmeti. Kõige arusaadavam võiks olla mõte, et ettevõtte väärtuse hindamine on protsess, mille käigus püütakse välja selgitada ettevõtte majanduslik väärtus. Damodarani järgi on ettevõtte väärtus funktsioon ettevõtte poolt genereeritavatest oodatavatest rahavoogudest (2010, 7). See on hinnang ettevõtte poolt tulevikus genereeritavate rahavoogude tänasele väärtusele. Oluline on meeles pidada, et ettevõtte väärtuse puhul on tegemist hetkehinnanguga: see näitab, kui palju on ettevõtte praegusel hetkel väärt (Laide 2004).

Ettevõtte väärtuse hindamist võib vaja minna erinevatel eesmärkidel. Peamised põhjused, miks kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamist (Fernandez 2013, 2-3): 1) ettevõtte ostu-müügiprotsessi läbiviimiseks; 2) investorina börsil osaledes otsuste langetamiseks; 3) aktsiate esmase avaliku pakkumise läbiviimiseks; 4) päranduste ning testamentide väärtuse hindamiseks; 5) kompensatsiooniskeemide väljatöötamisel; 6) selgitamiseks välja, millised osad ettevõttest loovad väärtust; 7) strateegiliste otsuste langetamisel ettevõtte tegevuse jätkamise osas; 8) strateegilisel planeerimisel.

Ettevõtte väärtuse hindamine annab ostjale informatsiooni, milline on kõrgeim hind, mida võiks ettevõtte eest maksta ning müüjale vastupidiselt informatsiooni, milline on madalaim hind millega ta võiks olla nõus müüma. See annab börsil tegutsevale indiviidile infot otsustamiseks, kas osta, müüa või hoida mõne konkreetse ettevõtte osakuid ning investorile võimaluse erinevate ettevõtete võrdlemiseks. Ettevõtte väärtuse hindamise abil saab ka välja selgitada, millised üksused ettevõttes loovad väärtust ning millised mitte. (Fernandez 2013, 2-3)

Ettevõtete väärtuse hindamiseks on võimalik kasutada mitmesuguseid erinevaid meetodeid. Sõltumata sellest, millist meetodit kasutatakse, tulemuseks on võrdlemisi subjektiivne ning ajas kiiresti muutuda võiv hinnang (Zirnask 2008, 104). Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid võib jagada lühidalt kolmeks: vara meetod, turuväärtuse meetod ning sissetuleku meetod (Peterson 2013). Vara meetodi puhul hinnatakse nii varad kui kohustused nende õiglasse väärtusesse ning nende vahe annabki omakapitali väärtuse. Turuväärtuse meetodi puhul leitakse hinnatava ettevõtte väärtus mõne teise sarnase ettevõtte turuväärtuse alusel. Sissetuleku meetod annab ettevõtte väärtusele hinnangu läbi selle poolt genereeritavate rahavoogude nüüdisväärtuse leidmise. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid võib detailsemal eristamisel jagada kuude gruppi (Fernandez 2013, 2): 1) bilansil põhinevad meetodid, 2) kasumiaruandel põhinevad meetodid, 3) segameetodid, 4) rahavoo diskonteerimise meetodid, 5) lisandväärtusel põhinevad meetodid, 6) reaaloptsioonide meetodid. Järgnevalt käsitletakse lähemalt diskonteeritud rahavoogude meetodit ettevõtte väärtuse hindamisel. Antud meetodit kasutatakse töö teises peatükis Hansab Group väärtuse hindamiseks.

1.2. Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid, mis on saamas järjest populaarsemaks ning mis on ka kontseptuaalselt õiged, on need, mis põhinevad rahavoogude diskonteerimisel (Fernandez 2013, 2). Mõistmaks seda, mida kujutab endast diskonteeritud rahavoogudel põhinev ettevõtte väärtuse hindamine, antakse ülevaade tähtsamatest mõistetest ning väärtuse hindamise metoodikast. Kirjeldatud metoodikat kasutatakse järgmises peatükis Hansab Group väärtuse hindamiseks.

1.2.1. Vabad rahavood ning kapitali hind

Vaba rahavoog on ettevõtte põhitegevuse poolt genereeritud rahavoog, millest on maha lahutatud investeeringud uude kapitali (Koller *et al.* 2011, 238). Vaba rahavoo võib jagada kolmeks: vaba rahavoog omanikele (FCFE), rahavoog võlausaldajatele ning vaba rahavoog ettevõttele (FCFF). Vaba rahavoog omanikele on summa, mis jääb järele peale kõikide tegevuskulude, intresside ja laenumaksete tasumist ning investeeringute tegemist põhivarasse ning käibekapitali (Stowe *et al.* 2007, 45).

Vaba rahavoog ettevõttele on summa, mis jääb järele pärast seda, kui ettevõtte on tasunud kõikide tegevuskulude ning maksude eest ja teinud vajalikud investeeringud põhivarasse ning käibekapitali (*Ibid.*, 109). See on summa, millest saab teha väljamakseid nii võlausaldajatele kui omanikele ilma ettevõtet majanduslikult kahjustamata (*Ibid.*, 45). FCFF saab leida järgnevalt:

$$\begin{aligned} &= \text{Ärikasum (EBIT)} \\ &- \text{tulumaks} \\ &+ \text{kulum} \\ &- \text{investeeringud põhivarasse} \\ &- \text{investeeringud puhtasse käibekapitali} \\ &= \text{FCFF} \end{aligned} \tag{1}$$

FCFF alusel saab leida ettevõtte koguväärtuse, FCFE alusel aga ettevõtte väärtuse selle omanike jaoks. Liites FCFE'le rahavoo võlausaldajatele, saab leida samuti ettevõtte koguväärtuse. (Fernandez 2013, 10) Sõltuvalt sellest, millist rahavoogu kasutatakse, tuleb valida ka kohane diskontomäär. FCFE diskonteerimisel tuleb kasutada diskontomäärana omakapitali hinda, FCFF diskonteerimisel kapitali kaalutud keskmist hinda.

Kaalutud keskmine kapitali hind (WACC) on kogu intressikandva võõrkapitali ning omakapitali hind, mis saadakse võõr- ja omakapitali osakaalusid arvesse võttes (Juhend ... 2014). WACC võtab arvesse kõikide investorite poolt kantavat riski - nii laenuandjate kui omanike (Koller *et al.* 2005, 113). WACC on võimalik leida järgneva valemi abil:

$$WACC = K_e \times \frac{OK}{VK+OK} + K_d \times (1 - T) \times \frac{VK}{VK+OK} \tag{2}$$

kus

K_e – omakapitali hind (%),

K_d – võõrkapitali hind (%),
OK – omakapital,
VK – võõrkapital,
T – tulumaksumäär, kui maksustatakse puhaskasumit,
VK + OK – võõr- ja omakapital kokku.

Omakapitali hind näitab, milline peab olema omanike käsutusse jääv tuluosa ehk nende käsutusse jääv vaba raha ettevõttes suhtena ettevõtte omakapitali suurusesse (Laide 2004). Üldlevinud on omakapitali hinna leidmisel kasutada CAPM mudelit, mille puhul on omakapitali hind leitav järgmise valemi kaudu:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (3)$$

kus

K_e – omakapitali hind,
R_f – riskivaba tulumäär,
β – beetakordaja,
R_m – oodatav turu tulumäär,
R_m – R_f – turu riskipreemia.

Riskivaba tulumäär kujutab endast tulu, millel puudub krediidirisk ning mille puhul investor ootab riskivaba nominaalset tootlust (Juhend ... 2014). Riskivaba tulumäär arvutatakse sageli riiklike võlakirjade tulususe baasil. Eestis võtab näiteks Konkurentsiamet riskivaba tulumäära arvutamisel aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta keskmise tulususe. (*Ibid.*)

Turu riskipreemia näitab, kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale. See on kompensatsioon süstemaatilise riski võtmise eest. Turu riskipreemia leidmiseks võib kasutada kahte meetodit: 1) ajalooliste andmete alusel leitav riskipreemia, 2) oodatava riskipreemia leidmine. (Juhend ... 2014)

Beetakordaja puhul on tegemist aktsia süstemaatilise riski suhtelise mõõduga. See on see osa riskist, mida pole võimalik portfelli koostamisega hajutada ning see näitab, kas ettevõtte on turul riskitaseme poolest keskmisest ettevõtetest riskantsem või mitte. Kui aktsia beeta on alla ühe, siis on aktsia risk alla turu keskmise. Kui aktsia beeta on ühest suurem, siis on aktsia risk üle turu keskmise. (*Ibid.*)

Võõrkapitali hind (K_d) kujutab endast hinda, mida ettevõtte maksab võõrkapitali kasutamise eest. Lihtsaim võimalus võõrkapitali hinna määramiseks, on võtta hinnaks intressimäär, millega ettevõttele viimati laenu anti. Võõrkapitali hind on võimalik leida ka

makstavate intresside ning ettevõtte poolt kasutatava võõrkapitali summa jagatisena (Cost ... 2014).

1.2.2. Rahavoogude diskonteerimine

Börsiväliste ettevõtete väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil on enam levinud kaks varianti: omanike vaba rahavoo diskonteerimine ning ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine. Ettevõtte väärtuse leidmine läbi omanike vaba rahavoo diskonteerimise seisneb erinevate perioodide FCFE diskonteerimisel omakapitali hinnaga ning saadud nüüdisväärtuste summeerimisel. Saadud tulemus näitab, kui palju on ettevõtte väärt selle omanikele.

Ettevõtte väärtuse leidmiseks läbi ettevõtte vaba rahavoo, tuleb vaadeldavate perioodide FCFE diskonteerida WACC-iga ning saadud nüüdisväärtused summeerida. Selle meetodi puhul saab välja selgitada, kui suur on ettevõtte koguväärtus nii võlausaldajate kui omanike jaoks tervikuna. Antud lähenemise eeliseks on ettevõtte kapitali struktuuri lähem uurimine ning ülevaate saamine sellest, kuidas omakapitali ja võõrkapitali vahekorda muutes oleks võimalik ettevõtte väärtust omanike jaoks suurendada (Zirnask 2008, 137). Ettevõtte väärtus läbi ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimise on võimalik leida järgneva valemi abil:

$$Ettevõtte väärtus = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (4)$$

kus

FCFF – vaba rahavoog ettevõttele,
WACC – kapitali kaalutud keskmine hind,
t – ajaperiood,
 ∞ - lõpmatus.

Ettevõtte koguväärtuse leidmiseks on tarvis teada, kui palju on väärt kõik ettevõtte poolt genereeritavad rahavood tulevikus. Probleem seisneb selles, et mida kaugemale tulevikku liikuda, seda raskemaks läheb genereeritavate rahavoogude prognoosimine. Üheks võimalikuks viisiks selgitamiseks välja kõikide tulevikus genereeritavate rahavoogude väärtus alates perioodist, mil enam mõistliku täpsusega tulevikus genereeritavaid rahavoogusid ei ole võimalik prognoosida, on kasutada terminaalkoguväärtust. Terminaalkoguväärtus kujutab endast kõigi järgnevate rahavoogude väärtust kuni lõpmatuseni, eeldades, et ettevõtte jätkab oma tegevust.

On tavaline, et terminaalkväärtus moodustabki enamiku kogu ettevõtte väärtusest, mistõttu on kriitilise tähtsusega selle võimalikult täpne hindamine (Fruham 1998, 1). Terminaalkväärtus võib moodustada isegi rohkem kui 75% kogu ettevõtte väärtusest (Rotkowski *et al.* 2013, 9). Kasutades terminaalkväärtust, saab ettevõtte väärtuse avaldada järgnevalt:

$$\text{Ettevõtte väärtus} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminaalkväärtus}_n}{(1+r)^n} \quad (5)$$

kus

$FCFF_t$ – prognoositav vaba rahavoog ettevõttele perioodil t ,

r – diskontomäär,

$\text{Terminaalkväärtus}_n$ – terminaalkväärtus aastal n ,

n – aasta, mil ei ole enam võimalik täpselt prognoosida iga-aastaseid rahavooge.

Terminaalkväärtuse leidmiseks on kolm peamist meetodit: likvideerimisväärtus, kordisti kasutamine ning stabiilse kasvu mudel ehk ettevõtte kasvamine igavesti konstantse kasvumääraga. Lisaks likvideerimisväärtusele, on diskonteeritud rahavoogude meetodiga kooskõlas olevaks terminaalkväärtuse leidmise viisiks stabiilse kasvu mudel. (Damodaran 2002, 1-2) Mudeli puhul eeldatakse, et ettevõtte kasvab teatud ajast alates igavesti konstantse kasvumääraga. Terminaalkväärtus on võimalik leida sel juhul kasutades Gordoni kasvumudelit, mis avaldub järgmiselt:

$$\text{Terminaalkväärtus}_n = \frac{[FCFF_n \times (1+g)]}{(r-g)} \quad (6)$$

kus

$FCFF_n$ – viimase prognoosiperioodi vaba rahavoog ettevõttele,

r – diskontomäär,

g – stabiilne kasvumäär.

Kõikidest sisenditest diskonteeritud rahavoogude meetodis, omab just stabiilne kasvumäär kõige suuremat mõju. Mida lähemal on kasvumäär diskontomäärale, seda suuremaks muutub mõju terminaalkväärtusele. Fakt, et stabiilne kasvumäär on igavesti konstantne, paneb piirangud selle suurusele. Kuna ükski ettevõtte ei saa kasvada igavesti kiiremini kui kasvab üldine majanduskeskkond, siis konstantne kasvumäär ei saa olla pikas perspektiivis suurem kui üldine majanduskasv. Teine lähtepunkt, millest konstantse

kasvumäära hindamisel lähtuda, on see, et kasvumäär ei tohiks ületada hindamise käigus kasutatavat riskivaba intressimäära. (Damodaran 2002, 4)

Kokkuvõtlikult saab öelda, et ettevõtte väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil kujutab endast ettevõtte poolt terve tema eluea jooksul genereeritavate rahavoogude nüüdisväärtuse leidmist. Mineviku finantstulemused ning ettevõtte äritegevuse ning majanduskeskkonna põhjalik analüüsimine on aluseks tulevikus tekkivate vabade rahavoogude prognoosimisel. Samuti on meetodi puhul olulise tähtsusega õige kapitali hinna leidmine. Kolmandaks oluliseks komponendiks on ettevõtte terminaalkväärtuse leidmine, mille puhul on oluline roll konstantsel kasvumääral. Peale rahavoogude ja terminaalkväärtuse diskonteerimist ning summeerimist, tuleb viimase sammuna lisada põhitegevusega otseselt mitte seotud varade turuväärtus. Sageli järgneb väärtuse hindamisele ka tundlikkuse analüüs erinevate sisendite suhtes, uurimaks lähemalt riske, mis võivad ettevõtte väärtust mõjutada.

Kuigi diskonteeritud rahavoogude meetodit peetakse kõige tõetruumaks variandiks ettevõtte väärtuse hindamisel, saab ka selle meetodi puhul välja tuua nii positiivseid kui ka negatiivseid külgi. Diskonteeritud rahavoogude mudeli eelisena võib välja tuua keskendumise varade fundamentaalse, nende loomuomase väärtuse leidmisele (Stowe *et al.* 2007, 108). Antud meetod aitab mõista, kuidas loob ettevõtte väärtust, sest see nõuab süvenemist ettevõtte äritegevusse. Positiivne on ka see, et meetod võtab arvesse ettevõtte jätkuvat tegutsemist tulevikus. Rahavoogude diskonteerimise mudeli peamiste puudustena võib välja tuua vajaduse võrdlemisi suure hulga sisendite järele ning selle, et sisendite prognoosimine võib osutada võrdlemisi keeruliseks. Eelpooltoodust tuleneb ka kolmas puudus, milleks on prognooside võrdlemisi suur määramatus: tegemist on hinnanguga. Määramatust aitab vähendada sensitiivsuse- ning stsenaariumanalüüsid, mille korral saab vaadelda erinevate riskide mõju ettevõtte väärtusele.

Hansab Group'i väärtuse hindamine otsustati teostada diskonteeritud rahavoogude meetodil eelkõige selle pärast, et autori hinnangul näitab ettevõtte väärtust kõige paremini see, milline on tema võime genereerida raha. Meetod on keerukam kui mitmed teised, kuid see võtab arvesse, et ettevõtte jätkab tegutsemist. Samuti soodustas meetodi valikut see, et rahavoogudel põhinev hindamine on rakendatav nii börsil noteeritud kui ka noteerimata ja nii suur- kui ka väikeettevõtete peal, olles seeläbi võrdlemisi universaalseks viisiks ettevõtte väärtuse hindamisel. Järgnevalt vaadeldakse, millele tuleb tähelepanu pöörata, kui

diskonteeritud rahavoogude meetodit rakendatakse börsiväliste ettevõtete hindamisel. Nende hulka kuulub ka Hansab Group.

1.3. Börsil noteerimata ettevõtete väärtuse hindamise eripärad

Üheks peamiseks erinevuseks börsil noteerimata ettevõtete väärtuse hindamisel on jooksva turuinfo puudumine, mistõttu ei ole võimalik rakendada ettevõtte väärtuse hindamisel neid meetodeid, mis võtavad aluseks ettevõtte aktsia turuhinna. Damodarani järgi esineb börsil noteerimata ettevõtete puhul neli peamist erinevust võrreldes avalikult kaubeldavate ettevõtetega, mis võivad mõjutada nii diskontomäära, rahavooge kui ka oodatud kasvumäärasid ning seeläbi ka ettevõtte väärtust tervikuna (2002b, 1-2): 1) avalikult kaubeldavad ettevõtted peavad järgima rangemaid raamatupidamislikke standardeid; 2) börsil noteerimata ettevõtete kohta leidub tunduvalt vähem analüüsivat informatsiooni; 3) aktiivse turu puudumisest tulenevalt võib osutada börsil noteerimata ettevõtte müümine tunduvalt keerulisemaks ja ka kulukamaks; 4) avalikult kaubeldavate ettevõtete puhul juhivad ettevõtet tavaliselt omanike poolt palgatud juhid. Börsil noteerimata ettevõtete puhul on aga tüüpiliseks see, et ettevõtte omanik osaleb ise aktiivselt ettevõtte juhtimises.

Börsivälise kui ka börsil kaubeldavate ettevõtete väärtuse leidmiseks saab kasutada diskonteeritud rahavoogude meetodit. Väärtuse hindamine erineb aga selle poolest, kuidas on leitud antud meetodis kasutatavad sisendid. Börsil kaubeldavate ettevõtete puhul toimub CAPM mudelis sisalduva beetakordaja leidmine tavaliselt läbi regressioonanalüüsi teostamise, võttes sisenditeks konkreetse ettevõtte ning turu keskmise tootluse. (Damodaran 2002b, 3-4) Börsivälise ettevõtete puhul on beetakordaja leidmiseks võimalik kasutada võrdlusmeetodit, mille puhul kasutatakse beetakordajana samal tegevusalal tegutsevate noteeritud ettevõtete keskmist beeta (Juhend ... 2014). Ettevõtte beetakordaja leidmiseks on oluline võtta aluseks tegevusharu finantsvõimendusega beeta, sest nii saab arvesse võtta ettevõttespetsiifilist riski, mis sõltub võõrkapitali osakaalust. Ettevõtte finantsvõimendusega beeta saab leida kasutades Milleri valemit:

$$\beta_e = \beta_a + \left(\beta_a \times \frac{VK}{OK} \times (1 - T) \right) \quad (7)$$

kus

β_e – ettevõtte finantsvõimendusega beeta,

β_a – tegevusharu finantsvõimenduse beeta,
T – tulumaksumäär, kui maksustatakse puhaskasumit.
VK – võõrkapital,
OK – omakapital.

Börsivälised ettevõtted tavaliselt võlakirju ei emiteeri ega oma ka krediidireitingut. Sel juhul on võimalik kasutada võõrkapitali hinna leidmiseks kahte alternatiivi (Damodaran 2002b, 12): 1) kui ettevõtte on hiljuti raha laenanud, siis võib kasutada intressimäära võõrkapitali hinnana; 2) kui ettevõtet hinnatakse eesmärgiga siseneda börsile, siis võib eeldada, et pikas perspektiiviks kujuneb võõrkapitali hinnaks antud sektori keskmine võõrkapitali hind, kuhu ettevõtte kuulub. Kasvumäära leidmisel esineb börsil noteeritud ning noteerimata ettevõtete vahel samuti mõningaid erinevusi. Börsil mittekaubeldava ettevõtte kasvumäära hindamiseks võib lähtuda ajaloolistest kasvumääradest või kasutada fundamentaalset lähenemist, võttes aluseks reinvesteeringumäära ja kapitali tootlikkuse (*Ibid.*, 21).

Avalikult mittekaubeldavate ettevõtete puhul tuleks hinnangu andmisel pidada silmas veel mõningaid lisanduvaid aspekte. Nimelt börsil noteerimata ettevõtete puhul kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamisel vähesest likviidsusest tulenevat allahindlust. Praktikas on allahindlus 25-35% (Juhkam 2010). Damodarani hinnangul on vähesest likviidsusest tulenev allahindlus vahemikus 20-30% ettevõtte väärtusest (2002b, 26). Mittelikviidsusest tulenev allahindlus varieerub sõltuvalt sellest, milliseks hinnatakse võimalust müüa ettevõtte tulevikus edasi. Üldistavalt võib väita, et allahindluse suurus sõltub peamiselt neljast faktorist (*Ibid.*, 24-25): 1) ettevõtte omanduses olevate varade likviidsus, 2) ettevõtte finantsolukord ning rahavood ettevõttele, 3) tõenäosus, et tulevikus läheb ettevõtte börsile, 4) ettevõtte suurus.

Ettevõtte väärtuse hindamise puhul võib ettevõtte väärtust oluliselt mõjutada juhtkonna pädevus. Antud tegur mängib olulist rolli eriti just selliste börsil mittekaubeldavate ettevõtete puhul, kus ettevõtte omanik on omakorda ka juht, omades seeläbi ettevõtte üle täielikku võimu. Juhtkonna lahkumine võib ettevõtet oluliselt kahjustada, omades seeläbi negatiivset mõju ettevõtte väärtusele (*Ibid.*, 35). Kokkuvõtlikult saab öelda, et börsil mittekaubeldava ettevõtte hindamise puhul esineb mitmeid aspekte, mida võib väärtuse hindamisel arvesse võtta ning et avalikult mittekaubeldavate ettevõtete hindamisel tuleb kohati kasutada sisendite leidmisel teistsuguseid lähenemisviise.

2. HANSAB GROUP VÄÄRTUSE HINDAMINE

2.1. Ülevaade Hansab Group'ist

Hansab Group'i loomisele pandi alus 1991. aastal, mil asutati Hansab AS – ettevõtte, mis on osa kontserni tuumikust ning mis on aastate jooksul oma tegevust laiendanud ning muutunud üheks juhtivaks turva- ja pangatehnikat pakkuvaks ning hooldavaks kontserniks terves Baltikumis. Hansab Group OÜ asutati 2005. aastal eesmärgiga teostada kontserni ettevõtete üldjuhtimist ja äriarendust, koordineerida paremini ettevõtete põhiprotsesse ning tõsta teenuste kvaliteeti (Hansab ... 2013). Hansab Group moodustamise ajal kuulus kontserni 3 tütarettevõtet – Hansab AS, Hansab SIA ja Hansab UAB. Praeguse seisuga kuulub Hansab Group'i seitse tütarettevõtet, milleks on (Hansab ... 2013): 1) Hansab AS, 2) Hansab SIA, 3) Hansab UAB, 4) Baltic Operation Services OÜ, 5) Ellore OÜ, 6) Hansab Kinnisvara OÜ, 7) Hansab Turtas UAB.

Hansab Group osalus Ellores on 51%, kõikides teistes tütarettevõtetes 100%. Esimese kolme tütarettevõtte, Hansab AS, Hansab SIA ja Hansab UAB tegevusala on sama, erineb vaid piirkond, kus tegutsetakse: Hansab AS Eestis, Hansab SIA Lätis ning Hansab UAB Leedus. Eesti üksus asutati 1991. aastal, millele järgnes Läti 1993. ning Leedu üksus 1994. aastal. Hansabi ettevõtted keskenduvad peamiselt kahele tegevussuunale: 1) seadmete ja ärilahenduste müük, 2) müügijärgne teenindus ning hooldus. (Hansab ... 2013)

Baltic Operation Services OÜ asutati 2006. aastal. Ettevõtte tegevusalaks on taarakogumisteenuse pakkumine koos erinevate tugiteenustega. Pakutavate lahenduste hulka kuulub (Baltic ... 2014): 1) konsultatsioon taaravastuvõtu korraldamiseks, 2) taaraautomaatide tühjendamine ja häälestus, 3) taaraautomaatide paigaldus, 4) taaravastuvõtu punkti väljaehitamine, 5) müügikoha lähiümbruse korrashoid, 6) taara tagastamise lahendused ettevõtetele, 7) muud tugiteenused.

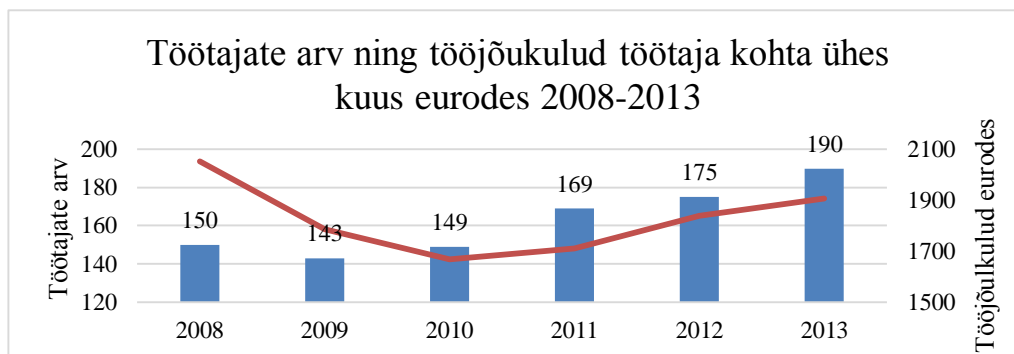
Ellore OÜ on 2007. aastal asutatud tarkvaraarendusettevõtte. Ettevõtte tegevus hõlmab peamiselt kolme suunda (Ellore ... 2014): 1) integreeritud kaardimaksüsteemide

väljaarendamine ja jaotus, 2) tarkvaraarendus- ja projektijuhtimisteenuse pakkumine, 3) tarkvara puudutavad konsultatsioonid. Ellore peamiseks tegevusalaks on kaardimakseterminalide tarkvara arendus ning müük.

Hansab Kinnisvara OÜ ning Hansab Turtas UAB omavad kinnisvara, mida grupi ettevõtte neilt kontori ning hoolduse- ja laopinnana rendivad. Hansab Kinnisvara on loodud 2009. aastal ning ettevõttele kuulub kontorihoone koos selle aluse maaga Tallinnas ning maatükk Riias (Hansab Kinnisvara ... 2013). Hansab Turtasele kuuluvad Vilniuses ning Šiauliais asuvad kinnisvarad (Hansab Group ... 2013). Hansab Turtas asutati 2010. aastal.

Hansab Group OÜ on seega kontserni emaettevõtte, mille alla kuuluvad 7 tütarettevõtet. Mitmed ettevõtte juhtimisega seotud otsused langetatakse kontserni tasemel ühiselt. Seeläbi juurutatakse sarnaste juhtimispõhimõtete rakendamist kogu grupis ning kõikides tütarettevõtetes. Tsentraliseeritud finantsjuhtimine, mis hõlmab nii koordineeritud rahavoogude juhtimist, suuremate finantseerimis- ja investeerimisotsuste tegemist kui ka riskijuhtimist, annab teatud määral kindlustunde tütarettevõtete majandusliku olukorra üle, sest olulisemad finantsküsimused on otsustatud kõik grupi tasemel. Üsna tsentraliseeritud juhtimist ilmestab ka see, et nii müügitegevus, logistika, tarnijate haldamine kui ka personalijuhtimine toimub grupi tasemel ühiselt. Arendustegevuse ning kvaliteedijuhtimise viimine kontserni tasemele peaks mõjutama tütarettevõtteid positiivselt, võimaldades ligipääsu kogu kontserni teadmiste pagasile.

2013. aasta lõpu seisuga töötas kontsernis kokku 190 inimest (Hansab Group AA ... 2014). Ligikaudu kaks kolmandikku töötajatest tegelevad seadmete hooldamisega. (Hansab Group Annual ... 2013) Joonisel 1 on välja toodud kontserni töötajate arvu ning keskmiste töøjõukulude muutus aastatel 2008-2013.



Joonis 1. Hansab Group töötajate arv ning töøjõukulud ühes kuus eurodes aastatel 2008-2013. Allikas: Autori koostatud lisa 1 toodud andmete alusel (vt lisa 1).

Peale 2009. aastat on töötajate arv järjest suurenenud, tehes vahemikes 2010-2011 ja 2012-2013 läbi märgatava tõusu, kui vastavalt suurenes personali arv 20 ja 25 töötaja võrra. Praegusel hetkel töötab kontsernis 190 töötajat, ehk Euroopa standarditest lähtuvalt on tegemist suuremat sorti keskmise suurusega ettevõttega. Tööjõukulused iseloomustab sarnaselt töötajate arvule langus majanduskriisi aegadel ning stabiilne kasv selle järgselt. Hetkeseisuga on tööjõukulud kuus ühe töötaja kohta ligikaudu 1900 eurot.

Hansabi jaoks on olulise kohal toodete ning teenuste kvaliteet: kontserni ettevõtetest omavad AS Hansab, SIA Hansab ning UAB Hansab ISO 9001:2008 sertifikaati ning kõik on ka edukalt auditeeritud sertifitseerimisettevõtete poolt. Samuti omavad antud ettevõtte ISO/IEC 20 000 – 1:2005 kvaliteedijuhtimissüsteemi, mis aitab reguleerida teenindusega seotud protsesse. (Hansab Group ... 2013) Kvaliteedile tähelepanu pööramine tõstab ettevõtte väärtust ning usaldusväärtust nii tarnijate kui ka klientide silmis.

1991. loodud Hansabi asutajaliikmeteks on Hansab Group'i praegune CEO Aigar Urva ning Hans Tombach. Kontserni suuromanikuks on asutajaliige Aigar Urva eraisikuna ning täielikult temale kuuluva ettevõtte OÜ AU Invest läbi, omades kontsernist 85% (E-äriregistri ... 2014). 15% Hansab Group'ist kuulub ettevõttele Tomabach Consulting OÜ, mille 100% omanikuks on Jaan Tombach (*Ibid.*). Kontserni ostu-müügitehingu korral võib seega ettevõtte väärtusele omada ühest küljest mõju nii juhtkonna lahkumisest tulenev allahindlus kui ka samaaegselt vastassuunaliselt mõjuv enamusosaluse müümisega kaasnev preemia.

2.2. Hansab Group tegevusalad ning konkurendid

Hansab Group teeb koostööd enam kui 60 partneriga üle kogu maailma, mis võimaldab neil olla üheks vähestest ettevõtetest Baltikumis, kes pakub niivõrd laia valikut tooteid ja lahendusi (Hansab Group Annual ... 2013). Hansabi puhul pole tegemist tootmisettevõttega, vaid ettevõttega, mis vahendab klientidele maailma juhtivatelt tootjatelt tarnitud kaupu koos paigalduse ning hilisema hoolduse ja remondiga. Grupi ettevõtete poolt müüdavate toodete ja teenuste hulka kuuluvad (Hansab Group ... 2013): 1) turvatooted, 2)

rahakäitlustehnika, 3) finants- ja maksesüsteemid, 4) automaatsed süsteemid, 5) panga- ja kliendikaardilahendused.

Kontserni poolt pakutavate teenuste hulka kuuluvad (Hansab Group ... 2013): 1) tehniline konsultatsioon, 2) seadmete paigaldus, 3) laiendatud garantii, 4) hooldus ja remont, 5) transport ja logistika, 6) ladustamine, 7) kulumaterjalidega varustamine, 8) asendusseadmete rent, 9) pandipakendite käitlus ja –opereerimine.

Hansabi tegevuste laia spektrit iseloomustab kõige paremini see, kui uurida milliseid tooteid ning lahendusi ettevõtte on müünud ning teostanud. Samuti ka see, kui vaadelda, kes on Hansabi klientideks. Võib väita, et kontserni ettevõtete klientide hulk on väga mitmekülgne. Sinna kuuluvad nii finants- ja pangandusasutused, avalik sektor, jaekaubandus, tervishoiuasutused kui ka muud ettevõtted ning asutused. Hansabi klientideks on peaaegu täielikult asutused ning ettevõtted. Füüsilistest isikutest klientide hulk on marginaalse osatähtsusega.

Finants- ja pangandussektorile on Hansabi ettevõtted pakkunud turva- ja rahakäitluslahendusi juba üle 20 aasta. Enamikele Eesti suurematest pankadest on ettevõtte olnud sel ajal peamiseks seadmete tarnijaks (Kataloog ... 2013). Hansabi üks pikaajalisemaid kliente on Swedbank, kellega tehakse koostööd kõikides Balti riikides. Pangale on tarnitud nii sularahaautomaate (ATM-e), järjekorrasüsteeme kui ka mitmesugust rahakäitlustehnikat. Lisaks ollakse partneriks ATM-ide võrgu hooldamisel. Hansabi poolt on paigaldatud nii G4S sularahadivisjoni Scan Coin mündiliin kui ka Balti jaamas olev iseteeninduslik müntide deponeerimissüsteem. (Hansab ... 2014) Euro kasutuselevõtt ning kõik muud tehnilised uuendused finants- ja pangandussektoris pakuvad Hansabile võimalusi kasvamiseks ning suurteks hangeteks, omades seeläbi mõju ka ettevõtte väärtusele.

Avalikus sektoris on Hansabi klientideks olnud nii riiklikud ametiasutused, raamatukogud kui ka erinevad muuseumid. 2013. aasta novembris paigaldas Hansab uude Maksu- ja Tolliameti kontorisse järjekorrasüsteemi Q-Matic. Sarnane järjekorrasüsteem on paigaldatud ka Kodakondsus- ja Migratsioonibüroo teenindussaalidesse. Hansabi poolt on teostatud Lennusadamas olev ekspositsiooniseadmete lahendus kui ka Tallinna Teletornis olevad erinevaid interaktiivsed multimeedia lahendused. Tallinna Ülikooli Akadeemilise Raamatukogu ning Vilniuse Ülikooli Raamatukogu iseteeninduslik raamatute laenutus- ja tagastussüsteem on Hansabi paigaldatud. (*Ibid.*) Kui hetkel on raamatukogusid tehniliselt

uuendanud peamiselt ülikoolid, siis võimatu ei ole sarnase trendi ülekandumine ka väiksematesse raamatukogudesse, mis pakuks Hansabile samuti uusi võimalusi.

Jaekaubanduses on Hansabi poolt paigaldatud näiteks mündideponeerijad Laagri Maksimarketisse ning Prisma Peremarketisse (Hansab ... 2014). Ilmselt võib projekti edukuse korral antud masinate laialdasemat kasutuselevõttu oodata ka teistes jaemüügikettides. Hansab on rajanud mitmetele ettevõtetele järjekorrasüsteeme, sissepääsupiirdeid, kaubakaitseväravaid, videovalve-, parkimis- ning kaubakaitsesüsteeme. Suurematest jaekettidest on Hansabi pikaajaliseks kliendiks olnud Prisma Peremarket, mille poodidesse on Hansab paigaldanud nii videovalve, valve- ja läbipääsusüsteemid, mündisorteerijad, kliendivoo juhtimise kui ka torupostisüsteemi olles seeläbi mitmekülgseks partneriks kogu Baltikumis. (*Ibid.*)

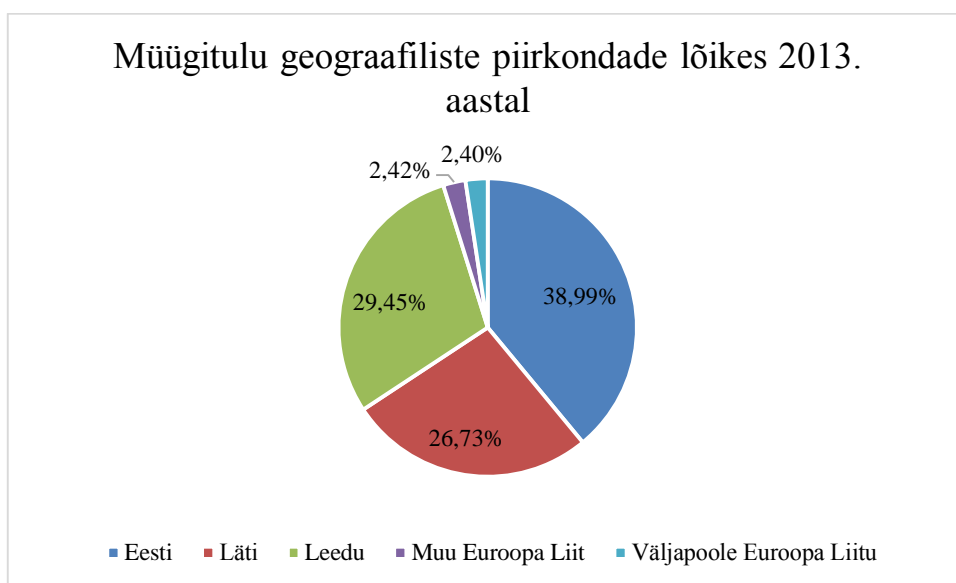
Hansabi klientide hulka kuulvad ka tervishoiuasutused, kelle seast Põhja-Eesti Regionaalhaiglale on paigaldatud integreeritud patsiendivoogude juhtimise süsteem ning Lääne-Tallinna Kesksaiglale iseteeninduslikud kioskid. Samuti on teostatud erinevate järjekorrasüsteemide lahendusi. Muudest valdkondadest on Hansabi poolt tehtud näiteks Rohuküla, Heltermaa, Virtsu ja Kuivastu sadamate läbipääsu ning turvalahenduste projekt, mille raames rajati Euroopas ainulaadne täisautomatiseeritud laadimissüsteem autodele ja jalakäijatele. (*Ibid.*) Hansab on teerajajaks innovatiivsete lahenduse loomisel Baltikumis.

Suurima osa käibest tekitavad Hansabile finantssektori ettevõtted - ligikaudu 40% kogukäibest, millele järgneb avalik sektor ligikaudu 30% ning jaekaubandus 10% (*Ibid.*). Grupi klientide hulka kuuluvad seega ettevõtted ning asutused erinevatest tegevusaladest ja sektoritest. Hansabi kliendiks võib olla põhimõtteliselt iga ettevõtte või asutus, seda eriti näiteks turvalahenduste poolelt. Kindlasti tuleb see ettevõttele kasuks, et nad ei sõltu vaid ühest konkreetsest kliendisegmendist. See võimaldab teatud tüüpi klientide vähenemisel korvata puudujääki teiste arvelt ning annab võimaluse turuosa kasvatamiseks. Samuti hajutab see riske rahavoogude genereerimise osas – ettevõtte ei sõltu vaid ühest tegevusharust või kliendisektorist.

Tulenevalt sellest, et Hansab Group'i tegevus jaguneb peamiselt kolme erineva sektori vahel, milleks on finants- ja pangandussektor, avalik sektor ning jaekaubandus, saab nende konkurendid jagada ära erinevate toodete ning teenuste lõikes. Hansabi konkurendid erinevad ka riikide lõikes – enamus konkurente tegutseb lokaalselt ega paku konkurentsi üle terve

Baltikumi. Üldistatult võib öelda, et mida spetsiifilisema või unikaalsema tootega on tegemist, seda väiksem on konkurents, millega Hansab peab silmitsi seisma.

Joonisel number 2 on välja toodud kontserni müügitulu geograafiliste piirkondade lõikes 2013. aastal (vt joonis 2). Hansabi peamised turud on Eesti, Läti ning Leedu, mis moodustavad selge enamuse ettevõtte kogukäibest. Väga väike osa Hansabi müügitulust tuleb ekspordist riikidesse, kus nende esindusi ei ole. Eelkõige tegeleb sellega Hansab UAB, kes on eelnevatel aastatel ekspordinud Valgevenesse, Skandinaaviasse ning Ukrainasse.



Joonis 2. Hansab Group müügitulu geograafiliste piirkondade lõikes 2013. aastal.

Allikas: Autori koostatud lisa 2 toodud andmete alusel (vt lisa 2).

Finants- ja pangandussektoris on Hansabi peamisteks konkurentideks Tieto Estonia Services OÜ, Opticom SIA ning G4S. Avalikus sektoris võib konkurentidena välja tuua AS Alarmtec, AS ATEA ning Pristise. Jaekaubanduses konkureeritakse peamiselt erinevate kaubakaitse ning üldise taristu arendamisega seotud ettevõtetega. Näiteks Modus Tetra SIA'ga ja aktsiaseltsiga New Vision. (Õunpuu 2014) Seega ettevõtte konkurendid on igas tegevusharus ning turul erinevad. Hansabil puudub selline konkurent, kellega saaks end ettevõtte väärtuse hindamise aspektist lähtuvalt võrrelda – teist sarnast üle terve Baltikumi ning just antud valdkondades tegutsevat ettevõtet ei ole.

2.3. Majanduskeskkonna analüüs

Ettevõtte majandustulemusi mõjutab kahtlemata see, millised muutused toimuvad majanduses tervikuna. Hansab Group'i puhul, mis tegutseb nii Eestis, Lätis kui ka Leedus, on mõistlik uurida, millised muutused on oodata Baltikumis. Viimasel kolmel aastal on Balti riikide majandus kasvanud ligikaudu samas tempos. Perioodil 2011-2013 on Eesti sisemajanduse koguprodukt (SKP) kasvanud kokkuvõttes 14,3%, Läti SKP 14,6% ning Leedu SKP 13,0% (Eurostat – real ... 2014). Eesti majanduses toimus suurem taastumine 2011. aastal, peale mida on majanduskasv mõnevõrra aeglustunud. Lätis ja Leedus on toimunud stabiilsem taastumine: 2013. aastal oli majanduskasv Eestis 0,8%, Lätis 4,1% ja Leedus 3,3% (Eurostat – real ... 2014).

Euroopa Komisjoni hinnangul hakkab Eesti majanduskasv 2014. aastast kiirenema, olles käesoleval aastal 2,3% ning 2015. aastal juba 3,6% (European 2014, 70). Rahandusministeeriumi kevadises majandusprognosis hinnatakse majanduskasvu üsna sarnaselt – 2014. aastal 2,0% ning 2015. aastal 3,5% (Ligi ... 2014). Majanduskasvu peamise põhjusena tuuakse välja väliskaubanduse elavnemine ning ekspordi kasv. Lätis prognoositakse ligikaudu konstantset majanduskasvu järgmisel kahel aastal. 2014. aastal prognoositakse majanduskasvuks 4,2% ning 2015. aastal 4,3% (European 2014, 86). Leedu puhul prognoosib Euroopa Komisjon jätkuvalt võrdlemisi tugevat majanduskasvu. 2014. aastal prognoositakse majanduskasvuks 3,5% ning 2015. aastal 3,9% (*Ibid.*, 89).

Mida suurem on inflatsioon, seda kallimaks muutuvad erinevad materjalid ning sisendid. Hansab Group ei pea otseselt toormaterjalide hinnatõusu pärast muretsema, sest eelkõige müüakse edasi valmistooteid ning pakutakse erinevaid teenuseid ning hoolduslahendusi. Küll aga mõjutab see ettevõtet kaudselt läbi tarnijate ning ka tööjõukulude. Eurostati andmetel on inflatsioon viimasel kolmel aastal vähenenud järjepidevalt nii Eestis, Lätis kui ka Leedus. 2013. aastal oli inflatsioon Eestis 3,2%, Leedus 1,2% ning Lätis sisuliselt puudus, olles 0,0% (Eurostat – inflation ... 2014).

Euroopa Komisjon prognoosib 2014. aastal inflatsiooni vähenemist Eestis tulenevalt globaalsest kaupade hindade vähenemisest. 2014. aastal on prognoositav inflatsioon 2,0% ning 2015. aastal 3,0%. 2015. aasta inflatsiooni kasvu mõjutab üldine palgakasv ning plaanitav alkoholiaktsiisi tõus. (European 2014, 70) Tulenevalt eesolevast majapidamiste elektrihindade reguleerimisest ning jätkuvast hinnatõusust teeninduses, prognoosib Euroopa

Komisjon Läti inflatsiooniks 2014. aastal 1,9% ning 2015. aastal 2,1 % (European 2014, 86). Ilmselt omab oma mõju hindadele ka hiljutine euro kasutuselevõtt. Leedus prognoositakse sarnaselt Eestile ja Lätile võrdlemisi madalat hindade tõusu järgneviks kaheks aastaks. 2014. aastal prognoositakse inflatsioonimääraks 1,1% ning 2015. aastal 1,9% (European 2014, 89). Hinnatõusu taga nähakse peamiselt palkade kasvu sarnaselt Eestile ning hinnataseme tõusu teenindussektoris sarnaselt Lätile.

Kokkuvõtlikult võib öelda, et majandus areneb prognooside kohaselt Eestis, Lätis ja Leedus üsna sarnases tempos. Kõikides riikides nähakse praeguste prognooside kohaselt majanduskasvu kiirenemist, jõudes 2015. aastal kõikides riikides ligikaudu samale tasemele, umbes 4% juurde. Ka hindade tõus Baltikumis liigub üsna sarnases tempos jäädes 3% piiridesse terves Baltikumis. Säärane stabiilne majanduskeskkond, kasvava majanduse ning võrdlemisi mõõduka hinnatõusuga, võiks ennustada ka stabiilseid kasvuvõimalusi siinses majanduskeskkonnas tegutsevatele ettevõtetele nagu seda on Hansab.

Hansabit on keeruline vaadelda kui vaid ühe tegevusharu ettevõtet. Grupi poolt pakutavate toodete ning teenuste kui ka nende võimalike klientide ring on niivõrd lai, et nende jaoks annab olulist infot peamiselt see, kuidas areneb üldine majanduskeskkond tervikuna. Mõnevõrra saab aga analüüsida mõju ettevõtte tegevusele lähemalt, kui vaadelda nende jaoks olulisemate käibesegmentide võimalikke arenguid. Suurima osa Hansabi käibest moodustab pangandus- ning finantssektor, millele järgneb avalik sektor ning mõnevõrra väiksema osakaaluga jaekaubandus.

2013. aastal oli Hansabi jaoks üheks suuremaks projektiks pangandus- ning finantssektoris euroseadmete müük Lätis. Praeguste plaanide järgi plaanib Leedu kasutusele võtta euro 2015. aastal. Tegemist on Hansabi jaoks positiivse sõnumiga, mis annab võimaluse osalemaks sarnase mahuga euroseadmete müügis. Suurim käibe kasv tuli 2013. aastal Hansabile antud segmendis läbi uute makseterminalide ning sularahaautomaatide hoolduslepingute sõlmimise (Hansab Group AA ... 2014). Üldises plaanis võib eeldada, et jätkub järkjärguline üleminek sularahata arveldusviisidele. SEB panga privaatpanganduse strateeg Peeter Koppeli hinnangul on jäänud sularahale arveldusviisina üldse kuni 5 aastat, tulenevalt tehnoloogia arengust ning riikide soovist suurendada maksutulu (Koppel ... 2013). Ilmselt ei kao sularaha täielikult käibelt veel niipea, kuid selle jätkuv vähenemine igapäevases kasutamises on väga tõenäoline, mis võiks omada positiivset mõju ja võimalusi Hansabi ettevõtetele: innovaatilised lahendused on osa nende spetsialiteedist.

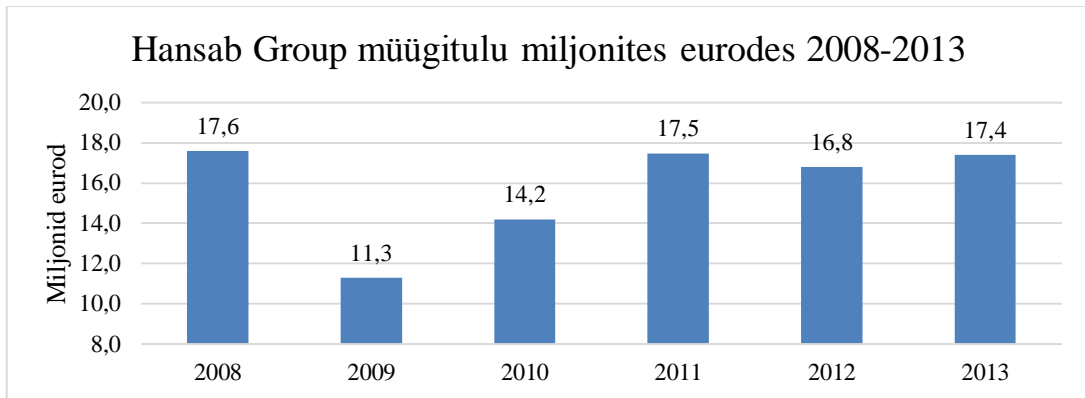
Avalikus sektoris ning jaekaubanduses teostas Hansab 2013. aastal mitmeid suuri projekte kõikides Balti riikides – Apranga keti kauplused Baltikumis, Prisma Lätis, IKEA Leedus. Samuti teostati hulgaliselt läbipääsu-, turva-, järjekorra-, raamatukogu- ning torustranspordi süsteeme kogu Baltikumis. Majanduskasvu kiirenemine ning stabiilsus järgnevatel aastatel annavad alust arvata, et ka lähiaastatel jätkub nii avalikus sektoris kui ka jaekaubanduses uute investeeringute tegemine. Avalikus sektoris mõjutab investeeringute mahtu ka see, mil määral on võimalik kasutada investeeringuteks Euroopa Liidu fondidest saadavat raha. Euroopa Liidu eelarveperioodil 2014-2020 on võimalik saada Eestil toetust 5,9 miljardit eurot, mida plaanitakse kasutada Eesti konkurentsivõime kasvatamiseks. Raha suunatakse peamiselt kuue valdkonna arendamisele: haridus, majandus, energeetika, keskkond, transport ja infotehnoloogia (Toberluts 2014). Pea kõikides valdkondades on võimalik Hansabil oma kaupade ning teenuste pakkumisega hangetel osaleda. Millises ulatuses suudetakse hankeid võita, sõltub juba ettevõttest endast ning sellest, mil määral suudetakse konkurentidega võistelda.

2.4. Kontserni finantsanalüüs

Ettevõtte rahanduslikust olukorrast ülevaate saamiseks viiakse läbi finantsanalüüs. Finantsanalüüsi käigus hinnatakse ettevõtte möödunud, käesolevat ja tulevikus oodatavat finantsolukorda (Udras ... 2006). See aitab üldistada ning selgitada finantsaruannetes sisalduvat informatsiooni ning avada selle sisu. Hansab Group'i finantsanalüüsi käigus analüüsitakse kontserni lähiajaloo majandustulemusi, arenguid ning trende. Seda kõike eesmärgiga, et saada sisendit ettevõtte väärtuse hindamisele ning alust rahavoogude prognoosimisele. Analüüsi läbiviimisel keskendutakse eelkõige finantsaruannete horisontaalanalüüsile, ehk jälgitakse muutusi aastast aastasse. Samuti kasutatakse suhtarvude analüüsi, et anda hinnang kontserni likviidsusele, varade kasutamise efektiivsusele, võõrkapitali kasutamisele ning tasuvusele. Kontserni finantsanalüüsi läbiviimisel tuginetakse Hansab Group konsolideeritud majandusaasta aruannetele.

Joonisel 3 on välja toodud kontserni müügikäive miljonites eurodes aastatel 2008-2013 (vt joonis 3). Arvestamata majanduskriisiaegset kõikumist müügitulus, on kontserni käive jõudnud teatud stabiilsele tasemele, olles ligikaudu 17 miljoni euro juures, mille järgi

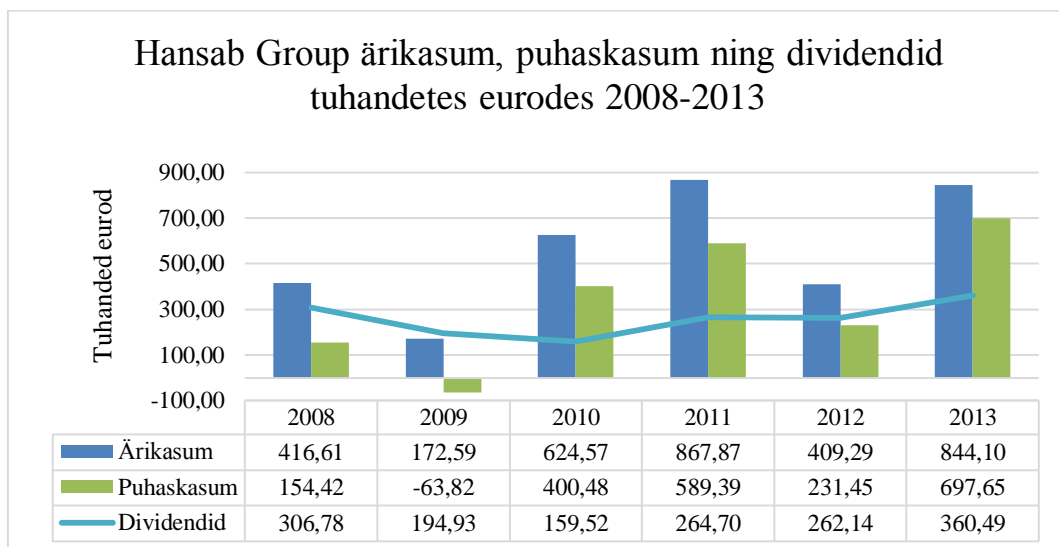
kuulub kontsern Euroopa mõistes keskmise suurusega ettevõtete hulka. Aastatel 2008-2009 langes kontserni müügitulu 35%. Languse põhjus seisnes eelkõige üldises majanduse madalseisus ning sellest tulenenud negatiivsetest mõjudest, millest ei jäänud puutumata ka kontserni ettevõtted. Järgneva kahe aastaga jõudis müügikäive majanduskriisi eelsele tasemel, kuhu ta on väikeste kõikumistega viimasel kahel aastal ka jäänud.



Joonis 3. Hansab Group müügitulu miljonites eurodes aastatel 2008-2013.

Allikas: Autori koostatud lisa 1 toodud andmete alusel (vt lisa 1).

Kontserni äritegevus on aastatel 2008-2013 olnud igal aastal kasumlik. Hansab Group ärikasum, puhaskasum ning makstud dividendid aastatel 2008-2013 on välja toodud joonisel 4.



Joonis 4. Hansab Group ärikasum, puhaskasum ning dividendid aastatel 2008-2013.

Allikas: Autori koostatud lisa 1 toodud andmete alusel (vt lisa 1).

Kuigi 2010. aasta käive oli 2008. aasta omast ligikaudu 3,5 miljonit eurot väiksem, siis suudeti tänu edukale kulude juhtimisele lõpetada aasta suurema ärikasumiga kui 2008. aastal. Kulude edukas juhtimine iseloomustab ettevõtte efektiivsust ning mõjutab omakorda positiivselt rahavoogude genereerimise võimet, mis on olulise tähtsusega ettevõtte väärtuse kasvatamiseks. Puhaskasum oli ettevõtte jaoks kõige raskemal, 2009. aastal väikses miinuses, kuid järgnevatel aastatel on olnud ka antud näitaja igal aastal plussis. Ettevõtte on maksnud igal aastal dividende. Kriisiaastatel tehti seda eelmiste perioodide jaotamata kasumi arvelt. 2013. aastal saavutati viimase 6 aasta suuruselt teine ärikasum ning suurim puhaskasum.

Tabelis number 1 on välja toodud Hansab Group maksevõimet ning likviidsust iseloomustavad näitajad.

Tabel 1. Hansab Group maksevõime ning likviidsuse näitajad perioodil 2011-2013

Näitaja Aasta	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Puhas käibekapital	497 604 €	758 940 €	789 087 €	637 897 €	48 954 €	606 788 €
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	1,12	1,24	1,18	1,14	1,01	1,09
Likviidsuskordaja	0,57	0,63	0,71	0,65	0,61	0,45
Rahaliste vahendite tase	0,22	0,09	0,13	0,18	0,10	0,15

Allikas: Autori arvutused lisa 1 toodud andmete alusel (vt lisa 1).

Puhas käibekapital on olnud igal aastal positiivne, ehk käibevara on ületanud lühiajalisi kohustusi. 2013. aasta lõpu seisuga saab öelda, et lühiajalised kohustused on piisavalt kaetud ning ettevõtte on tagasi tavapärasel puhaskäibekapitali tasemel. Majanduskriisi perioodil suurenesid ettevõtte likviidsuse ja maksevõime näitajad tulenevalt kohustuste ümberstruktureerimisest. Majanduskeskkonna stabiliseerudes ning tõusul on ettevõtte taas julgemalt lühiajalisi kohustusi suurendanud, mis on ka maksevõime ning likviidsuse näitajad allapoole viinud. Rahaliste vahendite taseme järgi on raha hulk kõikidel perioodidel olnud heal tasemel ehk ettevõttel on piisavalt kõrglikviidseid vahendeid.

Ettevõtte varade juhtimise efektiivsust iseloomustab tabel 2.

Tabel 2. Hansab Group varade juhtimise efektiivsus aastatel 2008-2013

Näitaja Aasta	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Koguvara käibekordaja	1,83	1,26	1,43	1,76	1,78	1,49
Põhivara käibekordaja	3,66	2,27	3,03	3,78	3,57	3,87
Varude käibevälde	80	118	91	78	68	158
Debitoorse võlgnevuse käibevälde	22	39	57	41	44	32
Kreditoorse võlgnevuse käibevälde	50	53	85	72	62	143
Ettevõtte rahatsükkel	52	104	62	47	50	47

Allikas: Autori arvutused lisa 1 toodud andmete alusel (vt lisa 1).

Märkused: Käibevälted on arvutatud päevades ning leitud arvestusega, et aastas on 365 päeva.

Koguvara ning põhivara käibekordajaid analüüsid saab väita, et ettevõtte käibekordajad on võrdlemisi stabiilsed. Positiivne on põhivara käibekordaja paranemine 2013. aastal. Natuke ebaefektiivsemaks on muutunud aga koguvarede kasutamine tulenevalt varude kasvust seoses 2013. aasta lõpus soetatud sularahaautomaatidega, mis müüdi aga 2014. aasta esimestel kuudel maha (Hansab Group AA ... 2014). Kreditoorse käibevälte suurenemisest võib järeldada, et tarnijate jaoks on Hansabi puhul tegemist usaldusväärse partneriga. Positiivne on ostjatelt raha laekumise aja vähenemine. 2013. aasta seisuga on ettevõtte rahatsükli pikkus viimaste aastate parimal tasemel.

Kontserni võõrkapitali kasutamist iseloomustab tabel 3.

Tabel 3. Hansab Group võõrkapitali kasutamist iseloomustavad näitajad 2008-2013

Näitaja Aasta	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Võlakordaja	0,63	0,64	0,65	0,62	0,62	0,65
Võõrkapitali ja omakapitali suhe	1,73	1,75	1,82	1,62	1,60	1,82
Intresside kattekordaja	1,91	0,76	3,38	5,41	3,24	9,92

Allikas: Autori arvutused lisa 2 toodud andmete alusel (vt lisa 1).

Kontsernil on läbi aastate olnud võrdlemisi kõrge, kuid see-eest väga stabiilne võlakordaja. Ettevõtte kasutab üsna julgelt võõrfinantseerimist, mis aga omakorda tähendab, et majanduslanguse korral võib osutuda laenude teenindamine ettevõtte jaoks üsna keeruliseks. Hästi joonistub see välja 2009. aasta näitajatest, mille puhul intresside kattekordaja on olnud kõigest 0,76. Üldjuhul hinnatakse, et kui intresside kattekordaja on alla kahe, siis eksisteerivad juba potentsiaalsed raskused finantskohustuste täitmisel. 2009. aastal oldigi sunnitud osa oma finantskohustusest täitma eelnevatel aastatel teenitud tulu arvelt. Teisest küljest iseloomustab julge võõrfinantseerimise kasutamine ettevõtte kvaliteeti: signaliseerimise teooria kohaselt kasutavad kõrgema kvaliteediga ettevõtted enam võõrkapitali (Grigore 2009, 127). Võõrkapitali ning omakapitali suhe on olnud läbi aastate sarnaselt võlakordajale võrdlemisi püsiv – ettevõtte väärtuse hindamise seisukohast on see oluline seetõttu, et võib eeldada, et ka edaspidi võiks ettevõtte kapitali struktuur olla üsna stabiilne. 2013. aasta intresside kattekordaja kõrge väärtus näitab, et ettevõttel ei ole mingeid probleeme laenude teenindamisega.

Hansab Group'i tegevuse tasuvust iseloomustavad näitajad on välja toodud tabelis 4.

Tabel 4. Hansab Group tasuvust iseloomustavad näitajad perioodil 2008-2013.

Näitaja Aasta	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Omakapitali puhasrentaablus	4,39%	-1,97%	11,37%	15,54%	6,37%	16,85%
Koguvarede puhasrentaablus	1,61%	-0,71%	4,03%	5,93%	2,45%	5,97%
Käibe puhasrentaablus	0,88%	-0,57%	2,82%	3,37%	1,38%	4,01%
Käibe ärirentaablus	2,37%	1,53%	4,40%	4,97%	2,44%	4,85%

Allikas: Autori arvutused lisa 1 toodud andmete alusel (vt lisa 1).

Rentaablust iseloomustavad näitajad on peale 2009. aastat olnud kõik positiivsed, kuid võrdlemisi kõikumad. Stabiilseim on olnud käibe ärirentaablus. Omakapitali ning koguvarede puhasrentaablus saavutas 2013. aastal viimase 6 aasta parima tulemuse.

Andmaks ülevaadet kulude struktuurist, on tabelis 5 välja toodud arvutused kontserni kuluartiklite osatähtsuse kohta müügitulust (vt tabel 5).

Tabel 5. Hansab Group erinevate kulude osatähtsus müügitulust aastatel 2008-2013

Näitaja Aasta	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Müüdüd toodangu kulu	61,46%	53,06%	59,07%	61,40%	60,15%	55,75%
Tööjõukulud	20,98%	27,15%	21,02%	19,86%	23,01%	24,96%
Tegevuskulud	12,93%	14,49%	12,32%	11,60%	11,62%	11,87%
Kulum	1,98%	3,52%	2,94%	2,00%	2,48%	2,44%
Intressikulud	1,24%	2,02%	1,30%	0,92%	0,75%	0,49%

Allikas: Autori arvutused lisas 1 toodud andmete alusel (vt lisa 1).

Kulude struktuuri uurides on näha, et suurim osatähtsus müügitulust on vastavalt müüdüd toodangu kulul ning tööjõukuludel. Müüdüd toodangu kulu osatähtsus on 2013. aastal võrreldes eelneva aastaga vähenenud. See-eest on mõnevõrra suurenenud nii tööjõukulude osatähtsus, mis näitab kasvavat trendi kui ka tegevuskulude osatähtsus, mis tundub olevat saavutanud teatud stabiilse taseme. Võrdlemisi stabiilne on ka kulumi osakaal. Vaadates viimast kuut aastat tervikuna, on 2013. aasta intressikulude osatähtsus kahanenud märgatavalt. Kulude struktuur ning suurus on oluline ärikasumi ja seeläbi ka vabade rahavoogude väärtuse kujunemisel.

Finantsanalüüsist selgus, et ettevõtte on saavutanud võrdlemisi stabiilse müügitulu taseme. Töötajate arv kui ka töötasu ühe töötaja kohta näitab aga samal ajal kasvavat trendi. Seega ettevõtte ühest küljest justkui suureneb, kuid müügitulu ei ole veel samasugust kasvu näidanud. See-eest on suudetud tõsta ettevõtte kasumlikkust, mis on tulenenud peamiselt efektiivsest kulude juhtimisest. Kuludest on suurima osatähtsusega müügitulust müüdüd toodangu- ning personalikulu. Kontserni iseloomustab stabiilne kapitali struktuur ning võrdlemisi aktiivne võrkapitali kaasamine, mis muudab ettevõtet avatumaks riskidele, kuid võimaldab seejuures tõsta ettevõtte väärtust, alandades kapitali hinda. Ettevõttel on piisavalt kõrglikviidseid vahendeid ning väga hea laenude teenindamise tase – intresside kattekordaja on 2013. aasta lõpu seisuga ligi 10. Varade juhtimist iseloomustab samuti stabiilsus – rahatsükkel on püsinud viimase kolme aasta jooksul samal tasemel. Stabiilsus erinevates näitajates iseloomustab autori hinnangul seda, et ettevõtte on oma küpsusfaasis ning usutavasti jätkuvad sarnased trendid ka tulevikus, kui ei leia aset ettenägematuid sündmusi.

2.5. Kontserni väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

Ettevõtte väärtuse leidmisel võetakse aluseks vaba rahavoog ettevõttele. Seda seetõttu, et leida ettevõtte koguväärtus, mitte vaid omakapitali väärtus. Ettevõtte väärtusest on võimalik omakorda avaldada omakapitali väärtus ning võõrkapitali väärtus, mistõttu annab valitud meetod parema ülevaate ettevõtte väärtusest tervikuna. Samuti on sobilik firma vaba rahavoo kasutamine seetõttu, et ettevõttel on võrdlemisi kõrge võõrkapitali osakaal ning läbi aastate olnud ka stabiilne kapitali struktuur. Tulenevalt sellest, et aluseks on vaba rahavoog ettevõttele, on kasutatavaks diskontomääraks WACC.

2.5.1. Ettevõtte vabade rahavoogude prognoos

Rahavoogude prognoosimise aluseks on ettevõtte poolt teenitav müügitulu. Müügitulu analüüsimisel vaadeldakse mõjureid käibele geograafiliste piirkondade lõikes, lähtuvalt tulevikuperspektiividest, tegevusaladest kui ka tütarettevõtete spetsiifikast. Lisaks võetakse arvesse majanduskeskkonnas ning kontserni jaoks olulistes tegevusharudes aset leidvad arengud. Eesmärgiks on anda võimalikult täpne hinnang ettevõtte müügitulus aset leidvatele võimalikele muutustele tulevikus.

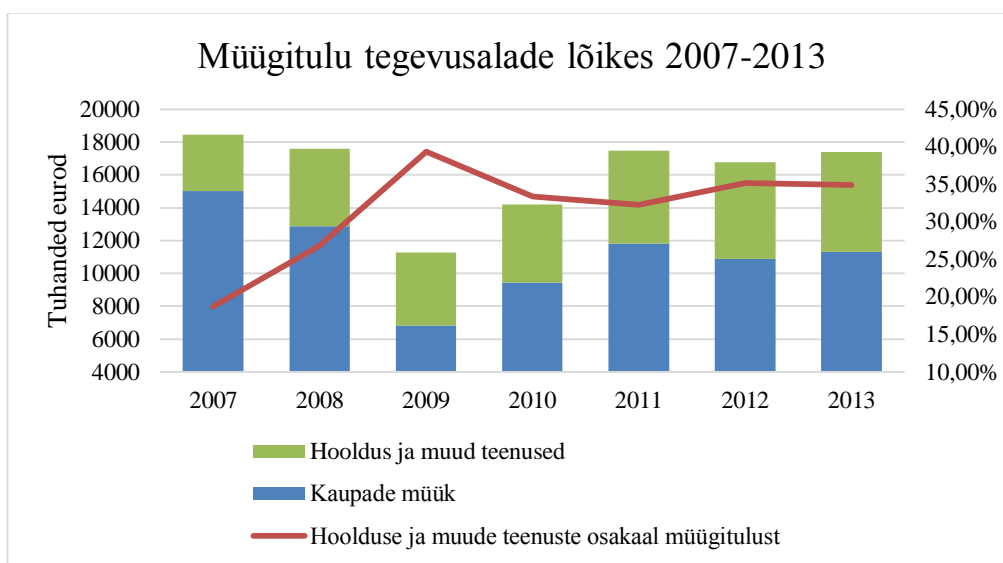
Finantsanalüüsist selgus, et Hansab Group käive on nii geograafiliste piirkondade lõikes kui ka kontserni jaoks tervikuna viimase seitsme aasta jooksul olnud võrdlemisi stabiilsel tasemel. Ainuke suurem kõikumine käibes leidis aset raskematel majanduskriisi aastatel, kui käive kukkus varasema tasemega võrreldes ligikaudu kuue miljoni euro võrra. Viimasel kolmel aastal on kontserni käive olnud koos väikeste kõikumistega 17 miljoni euro piires. Samal tasemel oli käive ka enne majanduskriisi. See annab alust arvata, et kontserni puhul on tegemist küpsusfaasi jõudnud ettevõttega, mille käibes ei ole oodata eriti suuri muutusi ilma suuremate investeeringuteta laienemisse.

Grupi 2013. aasta majandusaasta aruandest saab välja lugeda, et kontsern plaanib oma tegevust siiski laiendada. Nimelt soovib Hansab 2014. aastal hakata arendama uusi tooteid ja teenuseid ning müüki uuele kliendisektorile (Hansab Group AA ... 2014). Arvestades, et Hansabi näol on tegemist väga suure toodete ning teenuste valikuga ettevõttega, kelle portfelli on aastate jooksul pidevalt kasvanud, siis tundub antud eesmärk realistlik ning usutavasti teostatav. Hansabi poolt ellu viidud suured era- ning riiklikud projektid ja nende

aastatepikkune kompetents erinevate tehnoloogiliste lahenduste ja seadmete pakkumisel teeb neist usaldusväärse partneri, mis võiks aidata kaasa uutesse kliendisektoritesse sisenemisel.

Kontsern teeb ka ettevalmistusi Soome turule sisenemiseks (Hansab Group AA ... 2014). Hansab Group müüb juba praegu oma lahendusi väikses mahus Skandinaaviasse ning mujale Euroopa Liitu, kuid suuremat müüki hetkel väljaspool Balti riike ei toimu. Sisenemine Soome turule nõuab kindlasti investeringuid, kuid pakuks samal ajal ka võimalust kontserni tegevuse uuele tasemele viimiseks. Hetkel ollakse end sisse töötatud terves Baltikumis, kus omatakse üsna stabiilset positsiooni ja käivet. Sisenemine Soome turule võiks olla teguriks, mis mõjutaks ettevõtte müügitulu kasvu pikemas perspektiivis. Lisaks soovitakse arendada ja laiendada tegevust Valgevenes, kuhu on juba mitmeid oma tooteid ja teenuseid eksporditud.

Kontserni müügitulu saab jaotada tegevusalade lõikes kaheks suureks rühmaks: kaupade müük ning hooldus ja muud teenused. Joonisel number 5 on välja toodud kontserni müügitulu tuhandetes eurodes antud jaotuse järgi aastatel 2007-2013.



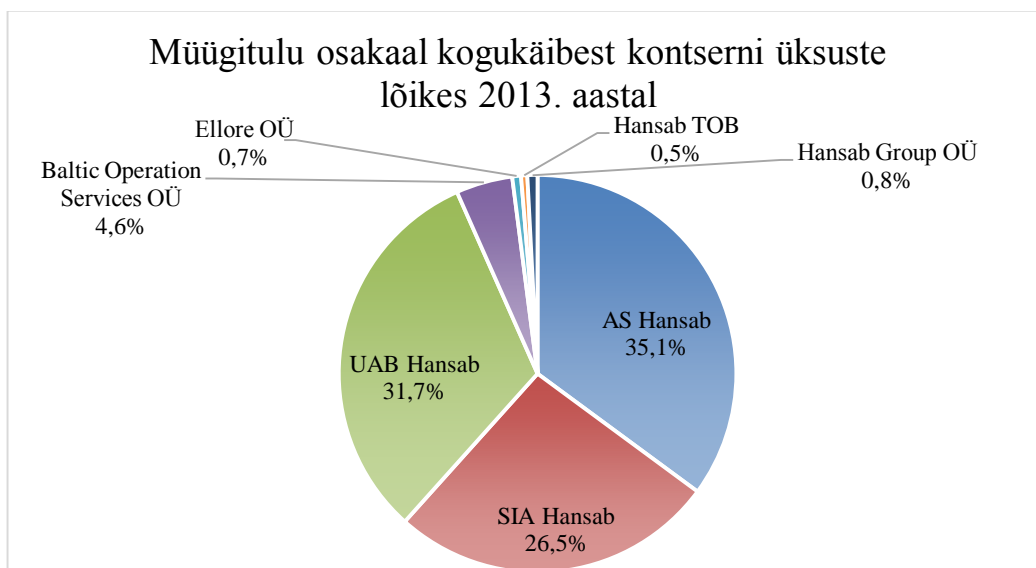
Joonis 5. Müügitulu tegevusalade lõikes.

Allikas: Autori koostatud lisa 2 toodud andmete alusel (vt lisa 2).

Kaupade müük on kõikumavam ning mõjutatum üldisest majanduskeskkonnast: kui majanduses tervikuna läheb hästi, siis on oodata ka kaupade müügi suurenemist ning vastupidi. Hooldus ja muud teenused, mille raames on sõlmitud klientidega püsivad ning pikaajalised hoolduslepingud, on stabiilsem ning sõltub tunduvalt vähem üldisest majanduskeskkonnast. Kriisiaastatel jäi hooldusest ja teenustest saadav müügitulu

majanduslanguse eelsele tasemele ega teinud läbi kukkumist, mis leidis aset kaupade müügis. Viimastel aastatel on nende maht ning osatähtsus müügitulust stabiilselt kasvanud, jõudes 2013. aastal ligi 6 miljoni euroni. Hoolduse ja teeninduse puhul on tegemist tuludega, mis laekuvad ettevõttele sõltumata sellest, kas konkreetsel aastal õnnestub uusi tooteid müüa või mitte. Teeninduse ja hoolduse osatähtsuse kasv müügitulus muudab seetõttu ettevõtet stabiilsemaks ning lisab pikaajalises perspektiivis kindlust positiivsete rahavoogude genereerimise suutlikkuse osas. Kontserni eesmärgiks on stabiilselt laekuvate tulude osakaalu suurendamine, investeerides ka edaspidi antud valdkonda (Hansab Group AA ... 2014).

Tütarettevõtete lõikes toovad kontsernile enim müügitulu Hansabi ettevõtted – Hansab AS, Hansab SIA ning Hansab UAB. Joonisel 6 on välja toodud Hansab Group müügitulu osakaal kogukäibest üksuste lõikes. Antud joonisel on kajastatud ka Hansab TOB, Ukraina tütar-ettevõtte, mis kuulus veel 2013. aastal kontserni koosseisu, kuid mis müüdi eelmise aasta kevadel maha.



Joonis 6. Hansab Group müügitulu osakaal kontserni üksuste lõikes 2013. aastal.

Allikas: Autori koostatud lisa 2 toodud andmete alusel (vt lisa 2).

Üle 90% kontserni müügitulust teenivad Hansabi Eesti, Läti ja Leedu üksus. Hansabi jaoks olulisemas piirkonnas, Baltikumis, on majandus järgnevatel aastatel stabiilselt kasvamas koos mõõduka hinnatõusuga. On oodata järkjärgulist üleminekut elektroonilistele seadmetele kogu jaekaubanduses ning finants- ja pangandussektoris. Tulenevalt majanduse stabiilsest arengust on oodata uute investeeringute jätkumist nii jaekaubanduses kui ka avalikus sektoris,

mida toetavad Euroopa Liidu uuest eelarveperioodist saadavad toetused. Keskkonna stabiilsus ning tasakaalukas areng võiks mõjuda Hansabi ettevõtetele positiivselt.

Tütarettevõtetest omavad Ellore ning Baltic Operation Services võrdlemisi marginaalset osatähtsust kontserni müügitust. Ellore käive on viimastel aastatel olnud stabiilne ega ole teinud läbi suuremaid kõikumisi. Mida suurem on kaardimakseterminalide müük Hansabi ettevõtete poolt, seda suurem on ka terminalides kasutatava tarkvara müük. Sularahata arveldusviisidele üleminek võiks omada positiivset mõju Ellore käibe.

Baltic Operation Service müügikäive koosneb peamiselt taaraautomaatide müügist ning nende opereerimise ja hoolduse pakkumisest. Arvestades seda, et pea kõikides kaubanduskettides ning ka suuremates asutustes nagu koolid, spordikeskused ning ametiasutused minnakse või ollakse juba üle mindud automatiseeritud pandipakendite kogumisele, on antud valdkonnas oodata stabiilset kasvu. Lisaks taaraautomaatide opereerimisele pakub Baltic Operation Services ka taara tagastamise lahendusi ettevõtetele.

Lähtuvalt analüüsitust saab võtta kokku peamised tegurid, mis omavad enim mõju kontserni käibele ning kujundada seeläbi hinnang prognoositavale müügitulule järgneva viie aasta jooksul. Üldine majanduskasv Baltikumis jääb lähitulevikus ligikaudu 4% piirsesse aastas. On tõenäoline, et ettevõtte kasvab majandusega sarnases tempos või isegi natukene aeglasemalt: kontsern on oma küpsusfaasis, mistõttu ei ole oodata käibe märgatavat kasvu lähiaastatel. Plaanid laiendada uutesse segmentidesse ning Soome võiksid olla nendeks teguriteks, mis soosivad enim müügitulu mõõdukat kasvu lähitulevikus. Hoolduse ning muude teenuste müügi osatähtsuse järkjärguline suurenemine kogutulus annab teatava stabiilsuse müügitulu laekumise osas, vähendades sõltuvust hangete võitmisest ning uute kaupade müügist. Viimastel aastatel tehtud suured projektid avalikus sektoris ning erasektoris on autori hinnangul kontserni usaldusväärset tõstnud ning on tõenäoline, et ka tulevikus osaletakse hangetel edukalt.

Kokkuvõttes prognoositakse, et ettevõtte müügitulu kasvab järgmisel viiel aastal 3% aastas, olles seega viie aasta perspektiivis kõrgem kui viimaste aastate müügitulu kasv, kuid jäädes ikkagi alla siinse piirkonna majanduskasvu ülemisele piirile. Võrdluseks kontserni viimase viie aasta keskmine müügitulu kasv on olnud 2,5% aastas. Suurimat mõju käibele omavad endiselt Hansabi ettevõtted, kuid on oodata Baltic Operation Service käibe stabiilset kasvu ning suurenevat mõju kontserni müügitulule tervikuna. Käibekapitali vajadus sõltub

otseselt ettevõtte müügitulust, mistõttu arvestatakse, et investeeringud puhtasse käibekapitali kasvavad sarnaselt müügitulule 3% aastas.

Ettevõtte ärirentaablus on olnud ajalooliste andmete põhjal ligikaudu 3,6%. Ettevõtte teeb iga-aastaselt investeeringuid, et muuta protsesse efektiivsemaks. 2013. aasta majandusaasta aruandes tuuaksegi kontserni peamiste tegevuseesmärkidena välja efektiivsuse tõstmine erinevatel tasemetel. See võiks omada positiivset mõju ettevõtte kulutustele, mistõttu prognoositakse ärirentaabluse mõningast suurenemist tulevikus, jõudes stabiilselt 4% tasemele, kus ta on viimase kolme aasta jooksul kahel korral ka olnud.

Ajalooliselt on kulum kasvanud ligikaudu 2,5% aastas. Prognoositakse selle jätkumist ka edaspidi. Lähiaastatel on oodata põhivarasse tehtavate investeeringute mõningast suurenemist, tulenevalt plaanidest laieneda Soome ning uutesse kliendisektoritesse. Seetõttu prognoositakse, et investeeringud põhivarasse kasvavad kiiremini kui kulum. Oodata on järkjärgulist laienemist, mistõttu prognoositakse, et investeeringud põhivarasse kasvavad järgneva viie aasta jooksul 5% aastas.

Konserni tulumaks sõltub sellest, milline on Leedu ja Läti üksuste kasum ning kui suur osa kasumist Eesti üksustes dividendidena välja makstakse. Makstav tulumaks on ajalooliste andmete põhjal moodustunud ligikaudu 18,6% ärikasumist. Maksumäärade ning dividendide väljamaksmise stabiilsusest lähtuvalt prognoositakse sarnast osakaalu ka järgneva viie aasta jooksul. Tabelis number 7 on välja toodud ettevõtte vaba rahavoo prognoos aastateks 2014-2018.

Tabel 7. Hansab Group ettevõtte vaba rahavoo prognoos 2014-2018 (tuhandetes eurodes)

	2013 (korrigeeritud baasandmed)	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu	17 410,1	17 932,4	18 470,3	20 154,4	19 595,2	20 183,1
Ärikasum	844,1	717,3	738,8	761,0	783,8	807,3
Tulumaks	100,6	133,4	137,4	141,5	145,8	150,2
Kulum	425,4	436,0	446,9	458,1	470,0	481,3
Investeering puhtasse käibekapitali	21,8	22,5	23,2	23,9	24,6	25,3
Investeering põhivaradesse	292,5	307,1	322,5	339,0	355,5	373,3
FCFF	854,6	690,3	702,7	715,1	727,5	739,9

Allikas: Autori arvutused lisas 2 ning tabelis 6 toodud andmete alusel.

Prognoosimisel on võetud 2013. aasta näitajad baasandmeteks. Erakorralistest investeeringutest ning käibekapitali kõikumistest tulenevalt on korrigeeritud investeeringud puhtasse käibekapitali ning põhivarasse, mille puhul on võetud baasandmeteks viimase viie aasta keskmised näitajad, eesmärgiga saada tõesurum pilt tegelikest investeeringu mahtudest. Prognoosi kohaselt kasvab vaba rahavoog ettevõttele aeglaselt tempos, aga stabiilselt, jõudes 2018. aastal ligikaudu 740 tuhande euron.

2.5.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna ning terminaalväärtuse leidmine

Kapitali kaalutud keskmise hinna leidmiseks on tarvis teada nii omakapitali kui ka võõrkapitali hinda. Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse eelnevalt tutvustatud CAPM mudelit. Mudeli kohaselt tuleb leida nii riskivaba tulumäär, turu riskipremia kui ka ettevõttespetsiifilist riski näitav beetakordaja.

Riskivaba tulumäära arvutamisel võetakse aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta tootlus. Antud andmetest lähtuvalt saab välja arvutada, et riskivabaks tulumääraks valitud perioodil on 2,33% (Long-Term ... 2014). Turu riskipremia leidmiseks tuginetakse ajaloolistele aktsiaturgude andmetele. Aastatel 1903-2002 oli USA aktsiaturu keskmiseks riskipremiaks ligikaudu 5,5% (Koller *et al.* 2005, 308). Võrdluseks Damodarani andmetel oli 2013. aasta lõpu seisuga USA aktsiaturgude riskipremiaks 5,78% (2014a). Eesti riigiriski preemia 2014. aastal on 0,99% (Juhend ... 2014). Soovituslik on kasutada riskipremia leidmisel võimalikult pikka perioodi ning arvestada ka turu eripäradega. Seetõttu võetakse turu riskipremiaks USA aktsiaturu keskmine riskipremia aastatel 1903-2002, millele on otsa liidetud Eesti riigiriski preemia, ehk kasutatavaks turu riskipremiaks on 6,5%.

Beetakordaja leidmiseks võetakse aluseks ajalooliste andmete alusel leitud sarnaste tööstusharude beetakordajad. Damodarani andmetel oli USA aktsiaturul 2014. aasta alguse seisuga (2014b): 1) elektriliste seadmete müügiga tegelevate ettevõtete finantsvõimendusega beetakordaja 1,07; 2) elektroonikaga tegelevate ettevõtete beetakordaja 1,00; 3) tervishoiusektori seadmetega tegelevate ettevõtete beetakordaja 0,77; 4) Masinatega tegelevate ettevõtete beetakordaja 0,96. Lähtudes sellest, et Hansab Group tegelebki peamiselt erinevate tehnoloogiliste lahenduse müümise ning hooldusega, siis võib võtta antud beetakordajate keskmise aluseks, kui sarnaste tegevusharu ettevõtete keskmise beeta.

Finantsvõimenduse ta beetaks kujuneb seeläbi 0,95. Hansabi võõrkapitali ja omakapitali ajalooline suhe on 1,73. Kasutades Milleri valemit ning võttes aluseks nii tegevusharu finantsvõimenduse ta beetakordajate keskmise kui ettevõtte võõrkapitali ja omakapitali suhte, saab leida kontserni beetakordaja väärtuse, milleks on 2,59.

Kontsern võlakirju emiteerinud ei ole. Sellest tulenevalt võetakse Hansab Group võõrkapitali hinna leidmiseks aluseks intressimäär, millega ettevõtte viimati laenu sai. 2013. aasta lõpu seisuga on ettevõttele antud laenu intressimääraga 2,8%. Lisaks kasutab kontsern kapitalirenti, mis on samuti intressi kandev kohustus intressimääraga 5,5%. Võõrkapitali kaalutud keskmiseks hinnaks kujuneb seeläbi 2013. aasta lõpu seisuga 3,26%.

Tabelis 8 on välja toodud ettevõtte kapitali kaalutud keskmise hind ja selle leidmine.

Tabel 8. Hansab Group kapitali kaalutud keskmise hinna leidmine

Tegur	Väärtus
Riskivaba tulumäär (R_f)	2,33%
Turu riskipreemia (R_m)	6,50%
Beetakordaja (β)	2,59
Ettevõtte omakapitali hind (K_e)	19,13%
Ettevõtte võõrkapitali kaalutud hind (K_d)	3,26%
$OK/(VK+OK)$	0,37
$VK/(VK+OK)$	0,63
Kapitali kaalutud keskmine hind (WACC)	9,09%

Allikas: Autori koostatud lisa 3 toodud andmete alusel (vt lisa 3).

Tabelist number 8 on näha, et ettevõtte kapitali kaalutud keskmiseks hinnaks antud andmetest ning arvutustest lähtuvalt kujunes 9,09%. Saadud tulemust kasutatakse prognoositud rahavoogude diskonteerimisel praegusesse hetkesse. Kapitali hinna puhul tuleb arvestada, et tulenevalt täpse info puudumisest Leedu ja Läti üksuse võõrkapitali kasutamise osas, ei olnud võimalik maksukilpi arvutustes arvesse võtta.

Terminaalväärtuse leidmisel võetakse aluseks Gordoni kasvumudel, mille sisendiks on viimane prognoosiperioodi rahavoog ning stabiilne kasvumäär. Viimase prognoosiperioodi vaba rahavoog ettevõttele on 739,9 tuhat eurot. Stabiilse kasvumäära hindamisel arvestatakse, et ettevõtte ei saa kasvada pikas perspektiivis kiiremini kui üldine majanduskeskkond ning et kasvumäär ei tohiks ületada ka riskivaba tulumäära. Arvestades, et Baltikumi majandus kasvab prognoositavalt 3-4% aastas ning et riskivaba tulumäär on 2,33%, hinnatakse ettevõtte stabiilseks kasvumääraks 1,5%. Ligikaudse hinnanguna vastab see mõlemale eelpool toodud

tingimustele, millega peaks arvestama. Diskonteerimata terminaalkäätuseks tuleb lähtuvalt eelpooltoodud andmetest 9 895,5 tuhat eurot.

2.5.3. Ettevõtte väärtus ning sensitiivsusanalüüs

Eelnevate sammudega on leitud prognoositud vabad rahavood ettevõttele järgneva viie aasta jooksul, WACC ning ettevõtte terminaalkäätus. Viimase sammuna diskonteeritakse prognoositud rahavood ning terminaalkäätus praegusesse hetkesse, et leida ettevõtte väärtus. Tabelis number 9 on välja toodud Hansab Group väärtuse hinnang.

Tabel 9. Hansab Group väärtuse hinnang (tuhandetes eurodes)

Näitaja	Väärtus
Diskonteeritud FCFF (2014-2018) summa	2 766,7
Diskonteeritud terminaalkäätus	6 405,3
Ettevõtte põhitegevuse väärtus	9 172,0
Kinnisvara väärtus	3 745,3
Ettevõtte väärtus	12 917,2
Võla bilansiline väärtus	3 470,3
Omakapitali väärtus	9 446,9

Allikas: Autori koostatud lisa 4 toodud andmete alusel (vt lisa 4).

Arvutuste tulemusel saadi Hansab Group väärtuseks 12 917,2 tuhat eurot. Ettevõtte põhitegevusest tulenevatele rahavoogudele liideti grupile kuuluva kinnisvara turuväärtus. Seejuures põhitegevusest tulenev väärtus oli 9 172,0 ning kinnisvara väärtus 3 745,3 tuhat eurot. Rohkem põhitegevusega mitteseotud arvestatavaid varasid kontsernil ei ole. Lahutades ettevõtte väärtusest maha võla väärtus, saadi kontserni omakapitali väärtuseks 9 446,9 tuhat eurot. Tegemist on hinnanguga, sest nii täpselt ei ole võimalik väärtust määratleda ning ilmselt jääb kontserni väärtus teatud vahemikku. Vahemiku väljaselgitamiseks teostatakse sensitiivsusanalüüsid ning Monte Carlo simulatsioonid.

Sensitiivsusanalüüsi käigus vaadeldakse, kuidas muutub ettevõtte väärtus kapitali hinna ning ärikasumi osakaalu ja kapitali hinna ja stabiilse kasvumäära muutumisel (vt tabel 10). Muud näitajad jäävad samaks, mis nad olid esialgse hinnangu andmisel. Kapitali hind võtab arvesse mitmeid väärtuse hindamise käigus prognoositud näitajaid, ärikasumi osakaal

müügitulust on baasiks vaba rahavoo leidmisel ning stabiilne kasvumäär omab suurimat mõju ettevõtte väärtusele pikas perspektiivis.

Tabel 10. Kontserni väärtuse sõltuvus kapitali hinnast ja ärikasumi osakaalust müügitulust ning kapitali hinnast ja stabiilsest kasvumäärast (tuhandetes eurodes)

Ärikasumi osakaal müügitulust	WACC				
	8,00%	8,50%	9,09%	9,50%	10,00%
3,00%	11 553,8	10 996,7	10 434,7	10 091,3	9 718,5
3,50%	13 004,7	12 343,2	11 676,0	11 268,2	10 825,6
4,00%	14 455,6	13 689,7	12 917,2	12 445,2	11 932,7
4,50%	15,906,5	15 036,2	14 158,5	13 622,0	13 040,0
5,00%	17,357,4	16 382,7	15 399,4	14 799,0	14 147,0
Stabiilne kasvumäär	WACC				
	8,00%	8,50%	9,09%	9,50%	10,00%
1,00%	13 858,0	13 181,2	12 491,7	12 066,8	11 602,4
1,25%	14 145,7	13 426,7	12 697,7	12 250,2	11 762,9
1,50%	14 455,6	13 689,7	12 917,2	12 445,2	11 932,7
1,75%	14 790,2	13 972,2	13 151,8	12 652,7	12 112,9
2,00%	15 152,8	14 276,4	13 402,8	12 874,0	12 304,3

Allikas: Autori arvutused lisa 4 toodud andmete alusel (vt lisa 4).

Tabelist number 10 on näha, et Hansab Group väärtus jääb kapitali hinna ning ärikasumi osakaalu muutumisel vahemikku 9,7 kuni 17,4 miljonit eurot. Diskonteeritud rahavoogude meetodil leitud ettevõtte väärtus on näha tabeli keskosas – 12,9 miljonit eurot. Minimaalne väärtus moodustab hinnanguna leitud ettevõtte väärtusest ligikaudu 75% ning maksimaalne väärtus 135%. Tõenäolisemad väärtused jäävad ilmselt tabeli keskossa. Selle jaoks, et WACC tõuseks, peaks ettevõtte kapitali hinnad tegema läbi märkimisväärse tõusu. Samuti ei ole tõenäoline, et ärikasumi osakaal müügitulust muutuks võrreldes eelnevate aastatega olulisel määral, sest ettevõtte tegevuses ei ole plaanis laiapõhjalisi muudatusi. Stabiilse kasvumäära ning kapitali hinna muutumisel jääb kontserni väärtus vahemikku 11,6 kuni 15,1 miljonit eurot. Minimaalne väärtus moodustab esialgsest hinnangust ligikaudu 90% ning maksimaalne 117%. Sensitiivsusanalüüsides saab järeldada, et ettevõtte väärtusele omab vaadeldud teguritest suurimat mõju ärikasumi suurus. Analüüsimeks seda, kuidas muutub ettevõtte väärtus, kui kõik sisendid mudelis võivad muutuda, teostatakse järgnevalt Monte Carlo simulatsioonid.

2.5.4. Monte Carlo simulatsioonid

Kontserni väärtuse detailsemaks analüüsimiseks kasutatakse Monte Carlo simulatsiooni. Simulatsiooni eeliseks tundlikkuse analüüsi ees on uuritavate stsenaariumite suur hulk, mis võimaldab anda tõenäosuslikku hinnangut ettevõtte väärtusele ning võtta arvesse erinevaid riske. Samuti võimalus muuta kõikide sisendite väärtuseid samaaegselt – anda igale sisendile teatud tõenäosuslik vahemik. Simulatsiooni läbiviimiseks kasutatakse Crystal Ball tarkvara. Antud töös teostatakse kaks Monte Carlo simulatsiooni, mille käigus rakendatakse mudelit mõlemal korral 10 000 korda. Kasutatavaks usaldusnivooks on 95%.

Esimese simulatsiooni puhul on mudeli sisenditeks: 1) müügitulu kasv, 2) ärikasumi osakaal müügitulust, 3) tulumaksu suurus ärikasumist, 4) puhtasse käibekapitali tehtavate investeeringute kasv, 5) põhivarasse tehtavate investeeringute kasv, 6) stabiilse kasvumäära ning WACC suurus. Sisenditele antakse tõenäosuslikud vahemikud ning uuritakse, milliseks kujuneb seeläbi prognoositav ettevõtte põhitegevuse väärtus. Stabiilse kasvumäära ning WACC puhul kasutatakse normaal-, ülejäänud sisendite puhul kolmnurkajaotust tulenevalt sisendite väärtuste kindlamatest piiridest ning prognoositavast jaotumisest. Väärtuse arvutamisel on aluseks töös eespool kasutatud 2013. aasta korrigeeritud baasandmed. Lisas 5 on näha sisendid ning nende prognoositavad miinimum, maksimum ja tõenäolisim väärtus (vt lisa 5). Tõenäolisimad väärtused on eelneva prognoosimise käigus leitud väärtused, mida kasutati ettevõtte väärtuse hindamisel.

Simulatsiooni tulemusena saadi ettevõtte põhitegevuse keskmiseks väärtuseks 9 108,4 ning mediaanväärtuseks 9 070,7 tuhat eurot, standardhälbega 1 799,3 tuhat eurot. Kontserni põhitegevuse minimaalseks väärtuseks on 4 147,6 ning maksimaalseks 15 481,9 tuhat eurot. Kõige tundlikum on ettevõtte põhitegevuse väärtus ärikasumi suhtes, mis kirjeldab ära tervelt 84,3% lõppväärtusest. 85% tõenäosusega jääb kontserni põhitegevuse väärtus vahemikku 6 484,9 kuni 11 756,8 tuhat eurot (vt lisa 6).

Tulenevalt kontserni põhitegevuse väärtuse suurimast mõjutatusest ärikasumist, otsustati teostada teine Monte Carlo simulatsioon, mille puhul võetakse ärikasum komponentideks. Selle puhul ei vaadelda ärikasumit tervikuna, vaid iga ärikasumit mõjutav näitaja prognoositakse iseseisvalt ning ärikasum leitakse prognoositud tulu- ja kuluartiklite summana. Ärikasumi osakaalu müügitulust seega eraldi ei prognoosita.

Teise simulatsiooni puhul on mudeli sisenditeks uute näitajatena: 1) müüdü toodangu kulu osakaal müügitulust, 2) tööjõukulude osakaal müügitulust, 3) tegevuskulude osakaal müügitulust, 4) muude äritulude osakaal müügitulust, 5) muude äriikulude osakaal müügitulust. Sisendite prognoosimisel võeti aluseks töö finantsanalüüsi osas teostatud viimase viie aasta kulude struktuur ning sealt välja loetavad trendid. Tegevuskulud, muud äritulud ja kulud on olnud viimase viie aasta jooksul olnud võrdlemisi stabiilsed. Väikestviisi kahanevat trendi on näidanud müüdü toodangu kulu ning vastupidiselt kasvavat trendi tööjõukulud. Ärikasumi osakaalu müügitulust seega eraldi ei prognoosita ning muud kasutatavad sisendid on samad, mis esimese simulatsiooni puhul. Sarnaselt eelmisele simulatsioonile kasutatakse stabiilse kasvumäära ning WACC puhul normaaljaotust ning teiste näitajate puhul kolmnurkjaotust. Lisas number 5 on näha teise simulatsiooni puhul kasutatud sisendeid ning nende miinimum, maksimum ja tõenäolisim väärtus (vt lisa 5).

Teise simulatsiooni käigus saadud hinnangu alusel on ettevõtte põhitegevuse väärtus mõnevõrra väiksem. Keskmiseks ettevõtte põhitegevuse väärtuseks saadi 8 719,6 ning mediaanväärtuseks 8 683,3 tuhat eurot. Seejuures standardhälve on kasvanud, jäädes 2 781,9 tuhande euro juurde. Teise simulatsiooni tulemusi iseloomustab väärtuste suurem hajuvus üle terve skaala: minimaalseks ettevõtte väärtuseks saadi 203,8 tuhat eurot ning maksimaalseks 18 875,4 tuhat eurot. 85% tõenäosusega jääb ettevõtte põhitegevuse väärtus vahemikku 4 682,3 kuni 12 788,8 tuhat eurot (vt lisa 6).

Tabelis number 11 on välja toodud teise simulatsiooni alusel kontserni põhitegevuse väärtust enim mõjutavad tegurid.

Tabel 11. Kontserni põhitegevuse väärtuse tundlikkus erinevate tegurite suhtes

Näitaja	Tundlikkus ja mõju suund
Müüdü toodangu kulu	-54,3%
Tööjõukulud	-35,0%
Müügitulu kasv aastas	3,0%
WACC	-3,0%
Tegevuskulud	-2,4%
Põhivaradesse tehtavad investeeringud	-1,6%

Allikas: Autori koostatud teise Monte Carlo simulatsiooni alusel.

Teise simulatsiooni käigus analüüsiti ettevõtte väärtuse tundlikkust ärikasumi suurust mõjutavate tulu- ja kuluartiklite suhtes. Suurimat mõju ettevõtte põhitegevuse väärtusele

omab müüdü toodangu kulu, millele järgnevad kulutused tööjõule. Eelpool mainitud kaks näitajat on mõlemad ka suurima osakaaluga müügitulust. Müügitulu kasv on ettevõtte väärtuse aspektist lähtuvalt alles kolmandal kohal. Antud simulatsioonist saab järeldada, et kui soovitakse kasvatada ettevõtte väärtust, siis tuleks pöörata enim tähelepanu kulude vähendamisele. Kindlasti omab oma mõju sensitiivsusele ka see, millised võimalikud vahemikud anti erinevatele sisenditele. Mida täpsemini õnnestub vahemikke ja tõenäosuslikke väärtuseid prognoosida, seda täpsem on ka hinnang väärtusele.

2.6. Hinnang saadud tulemustele ning arutelu

Kontserni väärtusele anti hinnang kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit. Selle jaoks prognoositi tuleviku rahavooge mõjutavad näitajad, rahavood ise, kapitali hind ning stabiilne kasvumäär. Tulemuseks oli võrdlemisi konkreetne number. Mida põhjalikum on eeltöö ja prognoositavaid väärtuseid toetavad faktid, seda kindlam on ka ettevõtte väärtuse hinnangu tõele vastavus. Kindlasti ei ole aga võimalik öelda, et saadud tulemuseks on täpne väärtus. Selle jaoks, et leida vahemik, kuhu ettevõtte väärtus kuuluda võiks, teostati sensitiivsusanalüüs ning Monte Carlo simulatsioonid. Sensitiivsusanalüüsi käigus tuli välja, kuidas mõjutab äri kasumi osakaal müügitulust, kapitali hind ning stabiilne kasvumäär ettevõtte väärtust. Monte Carlo simulatsioonide käigus leiti läbi erinevate stsenaariumite läbimängimise ettevõtte väärtus, mis põhineb statistilistel arvutustel ning on konkreetse tõenäosuse ja usaldusväarsusega. Tabelis number 12 on välja toodud esialgse prognoosimise käigus leitud ettevõtte väärtus ning kahe Monte Carlo simulatsiooni abil leitud ettevõtte keskmine väärtus.

Tabel 12. Hinnangud Hansab Group väärtusele (tuhandetes eurodes)

Väärtuse leidmise viis	Ettevõtte põhitegevuse väärtus	Ettevõtte väärtus
Esialgne hinnang	9 172,0	12 917,2
Esimene Monte Carlo simulatsioon	9 108,4	12 853,6
Teine Monte Carlo simulatsioon	8 719,6	12 464,8

Allikas: Autori koostatud lisa 4 ja lisa 7 toodud andmete alusel (vt lisa 4 ja lisa 7).

Esialgse hinnangu käigus leitud kontserni väärtus on võrreldes simulatsioonide keskmistega suurem. Kui esimese simulatsiooni käigus prognoositi sarnaselt esialgsele hinnangule ärikasumi osakaalu müügitulust tervikuna, siis teise simulatsiooni käigus prognoositi ärikasumit kujundavaid tulu- ja kulukomponente eraldi, leides seeläbi nende summana ärikasum. Samas võib öelda, et mõlema simulatsiooni käigus leitud keskmine väärtus jääb esialgse hinnanguga samasse piirkonda: väikseim hinnang ettevõtte väärtusele moodustab kõrgeimast ligikaudu 95%.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi abil saadi Hansab Group väärtuseks seega 12,9 miljonit eurot. Monte Carlo simulatsioonide abil leiti vahemikud, kuhu kõige tõenäolisemalt ettevõtte väärtus kuulub. Esimese simulatsiooni alusel saadi ettevõtte väärtuseks vahemik 11,1-14,7 miljonit eurot. Teise simulatsiooni järgi leiti, et ettevõtte väärtus kuulub kõige tõenäolisemalt vahemikku 9,9-15,5 miljonit eurot. Autor soovitaks lähtuda ettevõtte müümisel tabelis number 16 leitud keskmistest tulemustest, ehk vahemikust 12,4 kuni 12,9 miljonit eurot. Samas tasub kindlasti kaaluda kõiki pakkumisi, mis on vähemalt 9,7 miljonit eurot – esimese sensitiivsusanalüüsi käigus leitud minimaalne hinnang ettevõtte väärtusele. Ettevõtte väärtuse kasvatamise seisukohast tasuks pöörata tähelepanu kulude vähendamisele: Monte Carlo simulatsioonist selgus, et kõige tundlikum on ettevõtte väärtus müüdü toodangu kulu ning tööjõukulude suhtes.

Tulenevalt sellest, et Hansabi puhul on tegemist börsil noteerimata ettevõttega, võib reaalse ostu-müügitehingu puhul rakenduda vähesest likviidsusest tulenev allahindlus, mis jääb tavaliselt vahemikku 20-30% ettevõtte väärtusest. Ilmselt Hansabi puhul ei oleks tegemist niivõrd suure allahindlusega, sest kontsern genereerib positiivseid rahavooge, omab võrdlemisi palju likviidseid varasid ning on tervisliku finantsseisundiga. Küll võib mõningane allahindlus rakenduda seoses juhtkonna lahkumisega – praegune ettevõtte CEO on ka ettevõtte suuromanikuks. Allahindluste tegelik suurus ja kasutamine selgub aga juba võimalike läbirääkimiste käigus.

KOKKUVÕTE

Töö eesmärgiks oli uurida, milles seisneb ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil ning rakendada saadud teadmisi konkreetse ettevõtte, Hansab Group'i, väärtuse hindamiseks. Eesmärgi saavutamiseks analüüsiti töö teoreetilises osas diskonteeritud rahavoogude meetodit, selle komponente ning rakendamist. Töö teises osas hinnati ettevõtte väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil.

Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil kujutab endast ettevõtte poolt terve tema eluea jooksul genereeritavate rahavoogude nüüdisväärtuse leidmist. Diskonteeritud rahavoogude meetodi üheks aluseks on ettevõtte äritegevuse olemuse mõistmine. Seetõttu anti Hansab Group'i väärtuse hindamiseks esimese etapina ülevaade kontserni ülesehitusest, tütarettevõtetest, omanikestruktuurist, tegevusaladest ning konkurentidest. Eesmärgiks oli õppida tundma ettevõtte äritegevust, selle tausta ning mõjureid. Järgmisena analüüsiti majanduskeskkonnas ning ettevõtte jaoks strateegiliselt olulistes tegevusharudes aset leidvaid võimalikke trende. Hansabi jaoks on olulisemad Baltikumi majanduses tervikuna ning avalikus sektoris, finants- ja pangandussektoris ning jaekaubanduses aset leidvad arengud. Ärikeskkonna analüüsile järgnevalt teostati ettevõtte finantsanalüüs, eesmärgiga uurida ettevõtte finantsseisundit ning erinevaid trende, mis võiksid ettevõtte väärtuse seisukohalt olulist rolli mängida. Finantsanalüüsist selgus, et ettevõtte omab võrdlemisi stabiilset kapitali struktuuri ja rahatsüklit ning kasutab aktiivselt võõrkapitali. Kontsernis juhitakse efektiivselt kulusid, mida ilmestab rentaabluuse kasv sõltumata viimastel aastatel toimunud käibe stabiliseerumisest 17 miljoni euro juures. Müügitulu on jäänud küll teatud tasemel hetkel võrdlemisi püsivaks, kuid töötajate arvu lõikes on kontsern aasta-aastalt järjest suurenenud.

Peale tehtud eeltööd, nii teooria kui ka kontserni ja selle äritegevust mõjutavate tegurite analüüsimist, asuti prognoosima ettevõtte poolt genereeritavaid rahavoogusid, mis on aluseks ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil. Rahavoogude prognoosimise käigus tuli välja, et suurimat mõju ettevõtte müügitulu kasvule võiksid omada laienemine uutesse sektoritesse ning turgudele, majanduskeskkonna stabiilne areng terves

Baltikumis ja Hansabi jaoks olulistest tegevusharudes ning stabiilselt laekuvate hoolduse ja teeninduse müügitulude kasv. Vabade rahavoogude prognoosimisele järgnevalt selgitati välja ettevõtte kapitali hind ning terminaalväärtus, peale mida saigi läbi vabade rahavoogude diskonteerimise anda esialgse hinnangu kontserni väärtusele. Väärtuse leidmiseks võeti aluseks vaba rahavoog ettevõttele ning diskontomäärana kasutati kapitali kaalutud keskmist hinda. Hansab Group väärtuseks saadi diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades ligikaudu 12,9 miljonit eurot. Seejuures ettevõtte põhitegevuse väärtuseks saadi ligikaudu 9,2 miljonit eurot.

Kontserni väärtuse tundlikkuse analüüsimiseks teostati sensitiivsusanalüüs, mille käigus uuriti, kuidas muutub ettevõtte väärtus ärikasumi, kaalutud keskmise kapitali hinna ning stabiilse kasvumäära muutudes. Esimese sensitiivsusanalüüsi järgi, mille puhul pandi muutuma nii ärikasumi osakaal müügitulust kui kapitali hind, saadi ettevõtte väärtuse vahemikuks 9,7 kuni 17,4 miljonit eurot. Teise sensitiivsuanalüüsi puhul, kus muudeti stabiilset kasvumäära ning kapitali hinda, saadi ettevõtte väärtuseks 11,6 kuni 15,1 miljonit eurot. Selgus, et enim omab antud mudeli puhul ettevõtte väärtusele mõju ärikasumi suurus.

Viimase etapina teostati Monte Carlo simulatsioon, eesmärgiga analüüsida, kuidas muutub ettevõtte väärtus, kui kõik väärtuse hindamisel kasutatavad sisendid võivad teatud tõenäosuslikes vahemikes muutuda. Esimese simulatsiooni tulemusel saadi Hansab Group keskmiseks väärtuseks 12,8 miljonit eurot standardhälbega 1,8 miljonit eurot. Simulatsiooni põhjal selgus, et ärikasum seletab ära tervelt 81,1% väärtuse kõikumisest. Tulenevalt ärikasumi suurimast mõjust ettevõtte väärtusele, otsustati teostada ka teine simulatsioon, mille puhul prognoositi kõiki ärikasumit kujundavaid tulu- ja kulukomponente eraldi. Teise simulatsiooni tulemusena saadi kontserni väärtuseks ligikaudu 12,4 miljonit eurot standardhälbega 2,8 miljonit eurot. Simulatsioonist selgus, et ettevõtte väärtus on kõige tundlikum müüdüd toodangu kulu ning tööjõukulude suhtes.

Autori hinnangul on töö täitnud oma eesmärgi, andes teoreetilises osas ülevaate diskonteeritud rahavoogude meetodist ja selle kasutamisest ning leides praktilises osas Hansab Group'i väärtuse eespool tundma õpitud meetodil. Ettevõttele hinna määramisel soovitaks autor lähtuda vahemikust 12,4-12,9 miljonit eurot, mis saadi esialgse hinnangu ning kahe Monte Carlo simulatsiooni keskmistest tulemustest. Kõiki pakkumisi, mis jäävad aga sensitiivsusanalüüsi ning simulatsioonide kaudu leitud vahemikesse, tasuks võtta kaalumisele.

VIIDATUD ALLIKAD

- Baltic Operation Services OÜ koduleht. (2014). [WWW] <http://www.moya.ee/> (14.04.2014).
- Cost of Debt. (2010). Accounting Education – Excel yourself in the field of Accounting. [WWW] <http://www.svtuition.org/2010/04/cost-of-debt.html> (08.04.2014).
- Damodaran, A. (2010). The Little Book of Valuation. New York: John Wiley & Sons.
- Damadoran, A. (2002). Investment Valuation. 2nd Edition. Chapter 12. Closure in valuation: Estimating terminal value. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 1-25.
- Damadoran, A. (2002). Investment Valuation. 2nd Edition. Chapter 24. Valuing private firms. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 1-38.
- Damodaran Online. (2014). Implied ERP. [WWW] <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (28.04.2014).
- Damodaran Online. (2014). [WWW] Betas by Sector. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (28.04.2014)
- Ellore OÜ koduleht. (2014). [WWW] <http://www.ellore.ee/> (14.04.2014).
- E-äriregistri üld- ja isikuandmete väljatrükk Hansab Group OÜ (2014). [WWW] <http://www.rik.ee/et/e-ariregister> (17.04.2014).
- European Economic Forecast. Winter 2014. (2014). – The European Economy series. Belgium: European Commission.
- Eurostat – real GDP growth rate. (2014). [WWW] <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00115> (24.04.2014).
- Eurostat – inflation rate. (2014). [WWW] <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00118> (24.04.2014).
- Fernandez, P. (2013). Company valuation methods. – *Social Science Research Network*. Spain: IESE Business School, University of Navarra, pp. 1-20.
- Fruham, W. E. (1998). Note on Alternative Methods for Estimating Terminal Value. – *Harvard Business School Cases*. pp. 1-8.

Grigore, M. Z. (2009). Theoretical Aspects of Firms' Financing Decisions. – *The International Conference on Economics and Administration*. Romania: University of Bucharest, pp. 122-129.

Hansab AS koduleht. (2014). [WWW] <http://www.hansab.ee/firmast/> (11.04.2014).

Hansab Group koduleht. (2014). [WWW] <http://www.hansab.com/company/> (15.04.2014).

Hansab Group AA konsolideeritud 2013. (2014).

Hansab Group majandusaasta aruanne 2012. (2013).

Hansab Group Annual Report 2012. (2013).

Hansab Group majandusaasta aruanded 2008-2013.

Hansab Kinnisvara OÜ majandusaasta aruanne 2012 (2013).

Juhend 2014. a kaalutud keskmise kapitali hinna leidmiseks. (2013). Tallinn : Konkurentsiamet.

Juhkam, A. (2010). Kuidas hinnatakse ettevõtte väärtust? – *raamatupidaja.ee*, 07.04.2010. [WWW] <http://www.raamatupidaja.ee/?PublicationId=db239f68-d99c-453f-a88c-d72ee9cd8124> (22.03.2014)

Kataloog Hansabi pool teostatud suurematest ja huvitavamatest projektidest. (2013). Hansab Group OÜ.

Koller, T., Doobs, R., Huyett, B. (2011). *Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance*. McKinsey & Company. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

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.

Koppel, P. (2013). Koppel: sularahale on jäänud alla viie aasta. ERR uudised. [WWW] <http://uudised.err.ee/v/eesti/7136755a-1112-4df3-93ee-f783aba79403> (24.04.2014).

Laide, A. (2004). *Kasum, rentaablus ja ettevõtte väärtus*. Tallinn : Netekspert.com.

Ligi, J. (2014). Rahandusministeeriumi 2014 kevadine majandusprognoos. [WWW] <http://www.slideshare.net/rahamin/rahandusministeeriumi-kevadine-majandusprognoos?ref=http://www.fin.ee/majandusprognoosid> (24.04.2014).

Long-Term Government Bond Yields. (2014). *Federal Reserve Bank on St. Louis Economic Research*. [WWW] <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/IRLTLT01DEA156N> (28.04.2014)

Parrish, S. (2012). If You Value Your Business, You Should Value Your Business. – *Forbes*. [WWW] <http://www.forbes.com/sites/steveparrish/2012/08/14/if-you-value-your-business-you-should-value-your-business/> (23.03.2014)

Peterson, D. (2013). Three Approaches to Valuing A privately Held Company. – *Financial Executive*.

Radican, G. (2012). Why you need to know what your business is worth. – *The Washington Post*. [WWW] http://www.washingtonpost.com/business/on-small-business/why-you-need-to-know-what-your-business-is-worth/2012/02/14/gIQAP4W3dR_story.html?wpisrc=emailtoafriend (22.03.2014)

Rotkowski, A., Clough, E. (2013). How to Estimate the Long-Term Growth Rate in the Discounted Cash Flow Method. – *Forensis Analysis Insights-Business Valuation*. 9-20.

Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., McLeavey, D. W. (2007). Equity Asset Valuation. 2nd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Zirnask, V. (2008). Strateegiline finantsjuhtimine: idee kohtub rahakotiga. Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda.

Tieto Oyj Stock. (2014). *Reuters*. [WWW] <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=TIE1V.HE> (28.04.2014)

Toberluts, T. (2014). Euroopa Liidu toetused 2014-2020. Euroopa Liidu struktuuritoetus. [WWW] <http://www.struktuurifondid.ee/el-toetused-2014-2020/> (24.04.2014).

Udras, U. (2006). Finantsanalüüs hoiab laeva kursil. – *raamatupidaja.ee*, 23.03.2006. [WWW] <http://www.raamatupidaja.ee/167921art> (25.04.2014).

Õunpuu, J. (2014). Hansab Group konkurendid ning kinnisvara – kirjavahetus kontserni finantsjuhiga.

SUMMARY

VALUATION OF HANSAB GROUP USING DISCOUNTED CASH FLOW METHOD

Sander Salurand

Warren Buffet has said that if business schools could offer just one course, it should be rather boring, but critically important discipline of business valuation (Parrish 2012). This statement by one of the most successful investors of all time shows, how valuable and actual in today's financial world is business valuation. The topic of the thesis was selected mainly because of author's interest in financial management and because of Hansab Group's interest in finding out its business value.

The aim of this thesis is to describe how to value a company using discounted cash flow method and to use this method for valuing Hansab Group - one of the leading companies in innovative technology solutions in the Baltics. In order to achieve the aim, an overview of business valuation using discounted cash flow method is given in the first chapter. The second chapter focuses on the valuation of Hansab Group. Valuation process consists of overview and financial analysis of Hansab Group, analysis of the economic environment, prognosis of free cash flow to firm, estimation of the weighted average cost of capital and finally valuation using all the collected, analyzed and projected data. Additionally, sensitivity analysis and Monte Carlo simulations are used, in order to specify the possible range of company value.

The result of the Hansab Group valuation using discounted cash flow method showed that the company is valued at approximately 12.9 million euros. Value of operations was approximately 9.2 million euros. After first estimation of company value, two sensitivity analyses were conducted, where EBIT, the weighted average cost of capital and stable growth rate were used as variable inputs. Out of these variables, EBIT had the biggest influence on the value of the company.

Finally, two Monte Carlo simulations were conducted. The first simulation stated that Hansab Group mean value is about 12.8 million euros with standard deviation of 1.8 million euros. Furthermore, the simulation showed again that the value of EBIT had biggest influence on company value, describing about 81.1% of its final value. In order to analyze it further, second simulation was conducted, where all costs and revenues, which make up the value of EBIT, were analyzed individually. According to the second simulation, mean value of Hansab Group was about 12.4 million euros with standard deviation of 2.8 million euros. Simulation showed that Hansab Group value was most sensitive to value of cost of sales and labor costs.

This thesis provides valuable information about Hansab Group value to its owners and managers. Information about Hansab Group value, which was estimated and analyzed additionally by sensitivity analysis and Monte Carlo simulations, could be used in the process of selling the company or part of it. Moreover, the thesis gives valuable information about company valuation using discounted cash flow method to everyone interested in the topic.

LISAD

Lisa 1. Hansab Group bilanss ja kasumiaruanne eurodes ning lisainfo 2008-2013

Bilanss	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Raha	930 813	297 066	556 903	855 096	493 354	984 657
Ostjatele laekumata arved	1 071 073	1 273 023	2 209 746	1 950 664	2 032 711	1 538 280
Muud nõuded ja ettemaksud	436 121	449 979	388 099	229 797	353 594	460 760
Varud	2 368 082	1 942 651	2 086 711	2 291 624	1 880 081	4 190 807
Kokku käibevara	4 806 089	3 962 720	5 241 459	5 327 181	4 759 740	7 174 504
Põhivara	4 815 074	4 977 511	4 686 785	4 618 854	4 698 502	4 502 268
Aktiva kokku	9 621 164	8 940 231	9 928 244	9 946 035	9 458 242	11 676 772
Lühiajaline laen	1 833 357	1 653 541	1 240 777	1 484 770	1 871 209	1 651 187
Võlad tarnijatele	1 491 401	863 400	1 962 350	2 118 392	1 722 013	3 798 148
Muud võlad ja ettemaksud	983 728	636 941	1 249 245	1 086 122	1 117 564	1 118 381
Lühiajalised kohustused kokku	4 308 486	3 153 881	4 452 372	4 689 284	4 710 786	6 567 716
Pikaajalised kohustused	1 791 932	2 489 867	1 953 539	1 463 125	1 114 070	969 233
Omakapital	3 520 746	3 296 483	3 522 333	3 793 626	3 633 386	4 139 823
Passiva kokku	9 621 164	8 940 231	9 928 244	9 946 035	9 458 242	11 676 772
Kasumiaruanne						
Müügitulu	17 605 381	11 288 560	14 193 140	17 475 659	16 791 162	17 410 105
Muud äritulud	32 074	68 812	18 850	23 113	24 021	32 774
MTOM	-10 820 883	-5 989 687	-8 384 404	-10 730 836	-10 100 192	-9 705 469
Mitmesugused tegevuskulud	-2 275 905	-1 635 614	-1 749 275	-2 027 821	-1 950 763	-2 066 957
Tööjõukulud	-3 694 157	-3 064 765	-2 983 332	-3 471 017	-3 863 441	-4 344 813
Kulum	-349 274	-397 875	-417 345	-350 001	-415 833	-425 404
Muud ärikulud	-80 628	-96 841	-53 064	-51 227	-75 668	-56 135
Ärikasum	416 608	172 590	624 570	867 870	409 286	844 101
Intressi- ja finantstulud ja kulud	-168 318	-179 936	-154 087	-132 680	-93 732	-45 861
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	248 290	-7 346	470 483	735 190	315 554	798 240
Tulumaks	-93 868	-56 479	-70 008	-145 797	-84 108	-100 591
Puhaskasum	154 422	-63 825	400 475	589 393	231 446	697 649
Lisainfo						
Töötajate arv	150	143	149	169	175	190
Palgakulu töötaja kohta kuus	-2 052,3	-1 786,0	-1 668,5	-1 711,5	-1 839,7	-1 905,6
Dividendid	306 776	194 931	159 523	264 700	262 136	360 487

Allikas: Hansab Group majandusaasta aruanded 2008-2013.

Lisa 2. Hansab Group müügitulu eurodes piirkondade, tegevusalade ning üksuste lõikes

Müügitulu piirkondade lõikes	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Eesti	8 216 861	7 076 508	5 248 584	7 396 708	7 199 416	6 344 452	6 788 875
Läti	5 252 590	4 871 720	2 337 206	1 839 419	2 711 082	4 336 027	4 653 646
Leedu	4 662 259	5 236 469	3 517 148	4 456 958	6 686 601	5 588 754	5 127 442
Muu Euroopa Liit	247 243	378 487	37 336	241 248	468 738	264 430	422 122
Väljapoole Euroopa Liitu	102 212	42 197	148 286	258 807	409 822	257 499	418 020
KOKKU	18 481 166	17 605 381	11 288 560	14 193 140	17 475 659	16 791 162	17 410 105

Müügitulu tegevusalade lõikes	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kaupade müük	15 007 456	12 876 333	6 833 256	9 457 817	11 839 423	10 878 885	11 325 664
Seadmete hooldus	3 065 895	4 242 332	3 833 522	3 891 552	4 668 961	4 860 870	5 170 740
Seadmete rent	372 713	333 779	117 838	234 298	221 972	533 436	127 387
Teenuste müük	20 896	24 350	476	79 411	118 355	9 930	0
Pandipakendi käitlemine	0	116 031	479 147	525 705	626 382	507 195	783 738
Muud	14 206	12 555	24 321	4 357	566	846	2 576
KOKKU	18 466 960	17 592 826	11 264 238	14 188 783	17 475 093	16 790 316	17 410 105

Müügitulu üksuste lõikes	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AS Hansab	5 337 743	3 987 849	6 498 310	6 419 489	5 602 470	6 112 205
SIA Hansab	5 011 560	2 351 661	1 882 341	2 740 123	4 305 276	4 619 663
UAB Hansab	5 536 199	3 739 244	4 657 750	7 051 385	5 849 953	5 521 489
Baltic Operation Services OÜ	150 609	489 836	551 418	653 495	759 402	801 258
Ellore OÜ	1 522 154	606 414	296 708	117 542	156 500	124 140
Hansab TOB	0	517	199 639	360 143	192 929	88 166
Hansab Group OÜ	46 924	113 039	106 974	133 482	149 539	143 184
KOKKU	17 605 189	11 288 560	14 193 140	17 475 659	17 016 069	17 410 105

Allikas: Hansab Group majandusaasta aruanded 2008-2013.

Lisa 3. Kapitali kaalutud keskmise hinna leidmine

Riskivaba tulumäär

Saksamaa 10-a võlakirja tootlus 2009-2013

Riskivaba tulumäär 2,33%

Turu riskipremia

USA 1903-2002 5,50%

Eesti riigiriski premia 0,99%

Turu riskipremia 6,5%

Süsteemaatiline risk, Beeta

Võimenduseta beeta sektorite kaupa

Electrical equipment 1,07

Electronics 1

Healthcare equipment 0,77

Machinery 0,96

Keskmine beeta 0,95

VK/OK 1,73

Beeta 2,59

Võõrkapitali hind

Laenu hind 2013. aastal: Euribor + 2,3%

12 kuu Euribor (02.12.2013): 0,5%

Laenu hind: 2,80%

Kapitalirendi hind 2013. aastal: 5,5%

Laenu 2160972

Kapitalirenti 457349

Võõrkapitali hind 3,27%

Intressid 85066

Võõrkapitali 2618321

Võõrkapitali hind 3,25%

Keskmine võõrkapitali hind	3,26%
-----------------------------------	--------------

WACC

Omakapitali hind 19,13%

Võõrkapitali hind 3,26%

Omakapitali hind 19,13%

OK/(OK+VK) 0,37

VK/(VK+OK) 0,63

WACC	9,09%
-------------	--------------

Ettevõtte omakapitali hind	19,13%
-----------------------------------	---------------

Allikad: Hansab Group majandusaasta aruanded 2008-2013; Damodaran Online, Juhend ... 2014; Long-Term ... 2014; Koller *et al.* 2005, 308; autori arvutused.

Lisa 4. Ettevõtte väärtuse arvutamine eurodes

	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu	17 932 408	18 470 380	19 024 492	19 595 227	20 183 083
Ärikasum	717 296	738 815	760 980	783 809	807 323
Tulumaks dividendidelt	133 417	137 420	141 542	145 788	150 162
Kulum	436 039	446 940	458 114	469 566	481 306
Invest puht käibekapitali	22 492	23 167	23 862	24 578	25 315
Invest põhivaradesse	307 116	322 472	338 596	355 526	373 302
FCFF	690 310	702 697	715 094	727 484	739 850
Diskonteeritud FCFF	632 797	590 484	550 837	513 692	478 898

Terminaalväärtus	9 895 513
Diskonteeritud	
terminaalväärtus	6 405 280
Aastate 2014-2018	
diskonteeritud väärtus	2 766 708
Ettevõtte väärtus	
põhitegevusest	9 171 987

WACC	9,09%
g	1,50%

Kinnisvara väärtus	3 745 254
Ettevõtte väärtus	12 917 241

Võla turuväärtus	3 470 321
Omakapitali väärtus	9 446 920

Laenujäägid 31.12.2013

Hansab Turtas	280 000
Hansab Kinnisvara	572 000
Hansab Group	2 618 321
KOKKU	3 470 321

Kinnisvara väärtus 31.12.2013

Keevise 11, Tallinn

Aastane renditulu: 155 000 eurot. Eeldame, et renditulu kasvab vastavalt inflatsioonile 3% aastas. Periood 15 aastat.

NPV	1 470 048
-----	-----------

Vilniuse kinnistu

Aastane renditulu: 145 000 eurot. Eeldame, et renditulu kasvab vastavalt inflatsioonile 3% aastas. Periood 15 aastat.

NPV	1 375 206
-----	-----------

Riias asuv maa

Soetusmaksumus	900000
----------------	--------

KOKKU kinnisvara väärtus	3 745 254
---------------------------------	------------------

Allikad: Hansab Group majandusaasta aruanded 2008-2013; Õunpuu 2014; autori arvutused.

Lisa 5. Monte Carlo simulatsioonide sisendite väärtused

Lisa 5.1. Esimese Monte Carlo simulatsiooni sisendid

Sisend	Miinumum	Tõenäolisim väärtus	Maksimum
Müügitulu kasv aastas	0,00%	3,00%	5,00%
Ärikasumi osakaal müügitulust	2,00%	4,00%	6,00%
Tulumaksu osakaal ärikasumist	15,00%	18,6%	23,00%
Puhtasse käibekapitali tehtavate investeeringute kasv aastas	0,00%	3,00%	5,00%
Kulumi kasv aastas	1,00%	2,50%	5,00%
Põhivarasse tehtavate investeeringute kasv aastas	1,00%	5,00%	10,00%
Stabiilne kasvumäär	1,00%	1,50%	2,00%
WACC	8,00%	9,09%	10,00%

Allikas: Autori koostatud.

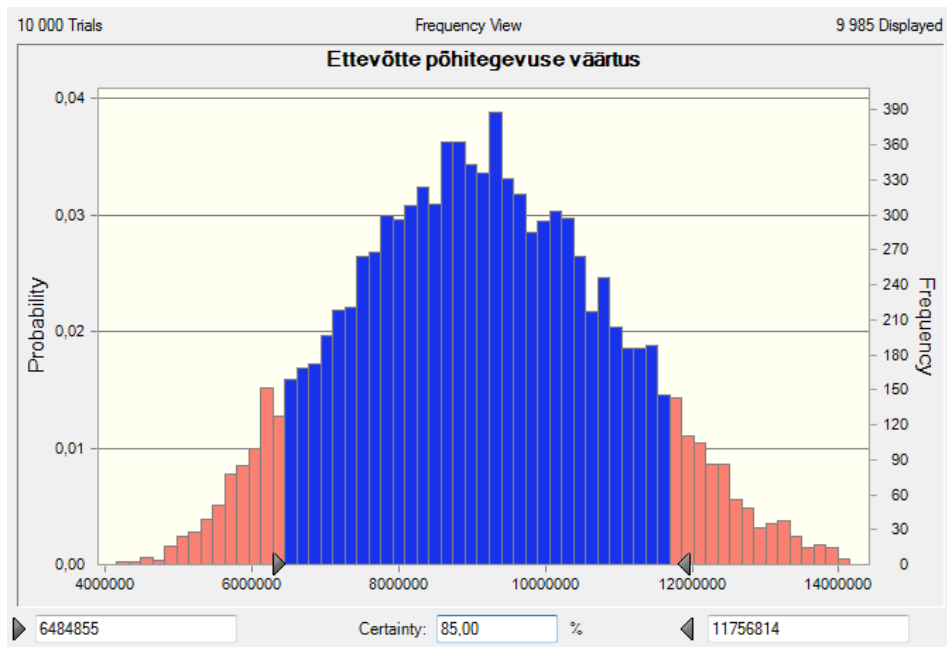
Lisa 5.2. Teise Monte Carlo simulatsiooni sisendid

Sisend	Miinumum	Tõenäolisim väärtus	Maksimum
Müügitulu kasv aastas	0,00%	3,00%	5,00%
Müüdnud toodangu kulu osakaal müügitulust	53,00%	55,00%	58,00%
Tööjõukulude osakaal müügitulust	24,00%	26,50%	28,00%
Tegevuskulude osakaal müügitulust	11,50%	12,00%	12,50%
Muude äritulude osakaal müügitulust	0,10%	0,20%	0,30%
Muude ärikulude osakaal müügitulust	0,30%	0,40%	0,50%
Tulumaksu osakaal ärikasumist	15,00%	18,60%	23,00%
Puhtasse käibekapitali tehtavate investeeringute kasv aastas	0,00%	3,00%	5,00%
Kulumi kasv aastas	1,00%	2,50%	5,00%
Põhivarasse tehtavate investeeringute kasv aastas	1,00%	5,00%	10,00%
Stabiilne kasvumäär	1,00%	1,50%	2,00%
WACC	8,00%	9,09%	10,00%

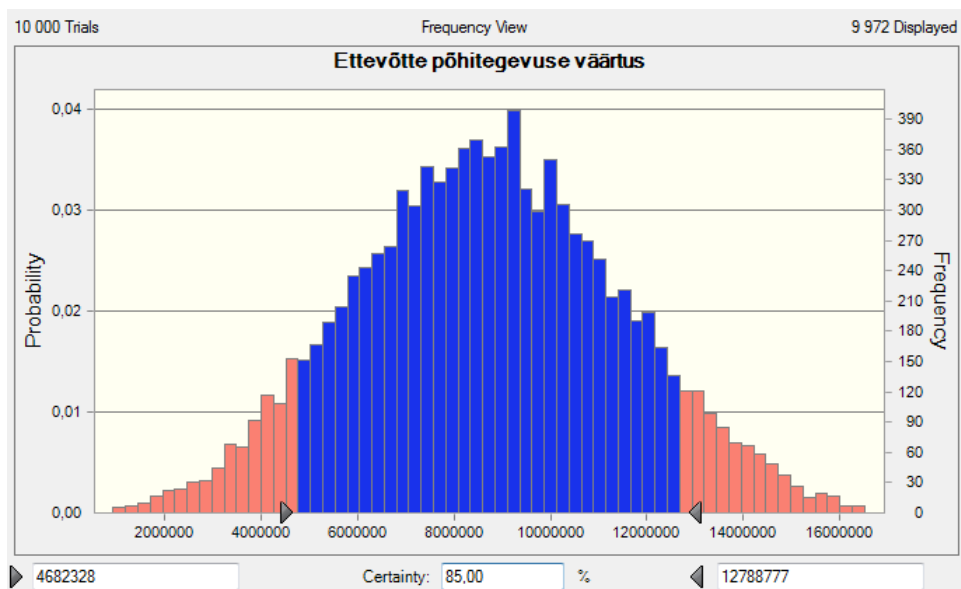
Allikas: Autori koostatud.

Lisa 6. Monte Carlo simulatsioonide tulemused

Lisa 6.1. Esimese Monte Carlo simulatsiooni tulemused



Lisa 6.2. Teise Monte Carlo simulatsiooni tulemused



Lisa 7. Monte Carlo simulatsioonide statistika

Lisa 7.1. Esimese Monte Carlo simulatsiooni statistika

10 000 Trials		Statistics View	9 985 Displayed
Statistic	Forecast values		
Trials	10 000		
Base Case	9171987		
Mean	9108379		
Median	9070718		
Mode	---		
Standard Deviation	1799281		
Variance	3237412970965		
Skewness	0,1198		
Kurtosis	2,62		
Coeff. of Variation	0,1975		
Minimum	4147855		
Maximum	15481857		
Mean Std. Error	17993		

Lisa 7.2. Teise Monte Carlo simulatsiooni statistika

10 000 Trials		Statistics View
Statistic	Forecast values	
▶ Trials	10 000	
Base Case	8919288	
Mean	8719554	
Median	8683309	
Mode	---	
Standard Deviation	2781874	
Variance	7738821678546	
Skewness	0,0918	
Kurtosis	2,80	
Coeff. of Variation	0,3190	
Minimum	203815	
Maximum	18875393	
Mean Std. Error	27819	