

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOO  
Majandusteaduskond  
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Joosep Kampus

**ETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS  
TALLINNA VESI NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava TABB09/02, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Kalle Ahi, MA

Tallinn 2019

Deklareerin, et olen koostanud töö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 6271 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Joosep Kampus .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 155600TABB

Üliõpilase e-posti aadress: joosep.kampus@gmail.com

Juhendaja: Kalle Ahi, MA:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

# SISUKORD

ABSTRAKT .....	4
SISSEJUHATUS .....	5
1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED .....	7
1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise olemus ja eesmärk .....	7
1.2. Tulumetod, sh diskonteeritud rahavoogude meetod .....	9
1.3. Turu võrdlusmeetod .....	14
2. AS TALLINNA VESI ÜLEVAADE .....	17
2.1. AS Tallinna Vesi tutvustus .....	17
2.2. AS Tallinna Vesi olulisemad sündmused .....	18
2.3. AS Tallinna Vesi OMX Baltikum aktsiaturul .....	20
3. AS TALLINNA VESI ÕIGLASE VÄÄRTUSE LEIDMINE .....	22
3.1. Ettevõtte AS Tallinna Vesi õiglase väärtuse leidmine diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel .....	22
3.2. Ettevõtte AS Tallinna Vesi õiglase väärtuse leidmine turu võrdlusmeetodiga .....	25
3.3. Analüüsi tulemused ja järeldused .....	27
KOKKUVÕTE .....	28
SUMMARY .....	30
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....	32
LISAD .....	34
Lisa 1. AS Tallinna Vesi koondkasumiaruanne ja prognoositud kasvumäärad .....	34
Lisa 2. AS Tallinna Vesi finantsseisundi aruanne .....	34
Lisa 3. AS Tallinna Vesi diskonteeritud rahavoogude analüüs .....	37
Lisa 4. AS Tallinna Vesi turu võrdlusmeetodi analüüs .....	39

## **ABSTRAKT**

Käesoleva lõputöö eesmärk on, läbi põhjaliku ettevõtte sisese ja tegevusharupõhise analüüsi, hinnata AS-i Tallinna Vesi õiglast väärtust. Esmalt uuriti ettevõtte õiglase väärtuse hindamise peamisi teoreetilisi põhimõtteid ja analüüsimismeetodeid. Töös rakendati kahte õiglase väärtuse leidmise meetodit: diskonteeritud rahavoogude meetod ja turu võrdlusmeetod. Diskonteeritud rahavoogude abil on võimalik analüüsida õiglast väärtust läbi ettevõtte varasemate finatstulemuste ja selle baasil prognoosida järgnevate aastate finantsnäitajad, antud meetod lähtub väärtuse leidmisel ettevõttest endast. Kasutades turu võrdlusmeetodit analüüsiti hindamisel oleva ettevõttega võrreldavaid ettevõtteid ning meetod lähtus sektoripõhisest analüüsist. Kahe analüüsi koondina leiti AS-i Tallinna Vesi õiglane väärtus.

Autor järeldab analüüsist, et :

- 1) AS Tallinna Vesi kaupleb täna märgatavalt üle oma õiglase väärtuse. 28.04.2019 seisuga on aktsiahind 11,85€, analüüsi tulemuseks sai autor õiglaseks väärtuseks 10,10€.
- 2) AS Tallinna Vesi on üldiselt stabiilse majandusseisundiga ettevõtte ning autor prognoosib tulevikus stabiilset müügitulu ja vaba rahavoo kasvu.

Analüüsi baasil kaardistas autor AS-i Tallinna Vesi peamiseks probleemiks/ohuks seaduste ja regulatsioonide käsitlemise, kuna läbi erinevate kohtuvaidluste on ettevõtte väärtusele märgatavalt liiga tehtud. Seoses kohtuvaidlustega on ettevõtte dividendipoliitika samuti kannatanud ning uue dividendipoliitika ülesehitamine mängib tulevaste investorite leidmisel ja olemasolevate investorite hoidmisel märkimisväärset rolli. Üldiselt prognoosib autor ettevõttele tulevikus stabiilset kasvu, eeldusel, et kohtuvaidlused lahendatakse ning neist ei teki liigset kahju ettevõttele. Ettevõtte ergonoomika ja sõnastatud missioon ja visioon on väga positiivsed ning on näha, et pannakse suurt rõhku töökeskkonnale ja heale klienditeenindusele. Autori hinnangul on hea töökeskkond ja selgelt sõnastatud eesmärgid eduka tuleviku alustalad.

Võtmesõnad: õiglane väärtus, AS Tallinna Vesi, diskonteeritud rahavoogude meetod, turu võrdlusmeetod.

## SISSEJUHATUS

Ettevõtte õiglase väärtuse hindamine on muutumas üheks detailsemaks ja olulisemaks vahendiks investeerimisotsuste tegemisel. Õiglase väärtuse leidmise ja analüüsimise abil on võimalik saada väga hea ülevaade, sellest kas ja kuidas ettevõtte toimib ning kas nende tegevus on jätkusuutlik. Samuti aitab õiglase väärtuse leidmine paremini mõista sekotrit, kus ettevõtte tegutseb, ja turgu üldiselt. Sellise metoodika kasutamine on üldiselt kasutuses investorite, kreditoride ja ettevõtete analüütikute poolt, kes saavad selle abil vajaliku sisendit otsuste tegemiseks või hetkeolukorra mõistmiseks. Õiglase väärtuse populaarsuse ja aktuaalsuse suurenemises mängib rolli ka pidev ja kiire meedia areng, mis omakorda mõjutab ühe rohkem investorite otsuseid. Emotsionaalsed otsused omakorda mõjutab ka börsil tegutsevate ettevõtete väärtusi ja aktsiahindasid, mille tagajärjel võib ettevõtte väärtus tugevalt erineda õiglasest väärtusest. Selleks, et investeerimistegevus oleks tulus, peab arvestama kõikide väärtust mõjutavate faktoritega ning olema teadlik investeeringuobjektide õiglastest väärtustest.

Teema valiku põhjuseks on autori isiklik huvi antud ettevõtte õiglase väärtuse hindamise suhtes ning soovi kinnistada ülikoolis õpitut. Lisaks sellele on AS Tallinna Vesi puhul toimunud viimaste aastate jooksul märkimisväärsed muutusi aktsiahinna suhtes ning sellest tulenevalt ka väärtuses. Sellest tulenevalt otsustas autor uurida, kas ja millises ulatuses on varasemad olukorrad mõjutanud/muutnud ettevõtte õiglast väärtust. Lõputöö eesmärk on välja selgitada, kas ettevõtte AS Tallinna Vesi kaupleb oma õiglase väärtuse hinnatasemel või on investorid ettevõtte osas liiga optimistlikult/pessimistlikult meelestatud.

Autor on sõnastanud hüpoteesi:

- 1) AS Tallinna Vesi on Balti börsil ülehinnatud.

Lõputöö koosneb kolmest osast. Esimene osa on teoreetiline ning käsitleb ettevõtte õiglase väärtuse hindamise teoreetilisi aluseid ja olemust. Seletatakse lahti erinevad meetodid, mille abil on võimalik õiglast väärtust leida. Teises osas antakse ülevaade AS Tallinna Vesi ettevõttes,

uurides täpsemalt erinevaid sündmusi, mis on ettevõtet mõjutanud ning analüüsida nende tagajärgi. Kolmandas osas leidatakse ettevõtte õiglase väärtus kahe meetodid alusel.

Ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks on enim tuntud ja kasutatud kaks meetodit:

- Tulumeetod & diskonteeritud rahavoogude meetod, mille abil diskonteeritakse ettevõtte tulevased rahavood tänasesse päeva, leides selle abil ettevõtte õiglase väärtuse
- Võrdlusmeetod, mille käigus võrreldakse ettevõtete peamiseid suhtarve ja seejärel antakse hinnang, kas valitud ettevõtte kaupleb valimiga (teiste sama tegevusala ettevõtetega) võrreldes diskonto või preemiaga.

Autor kasutab õiglase väärtuse leidmisel mõlemat meetodit, kuna nende lähenemine, vajalikud sisendandmed ja meetoodika on erinevad – seetõttu on protsessi käigus võimalik jälgida kui palju erinevate meetodite tulemused omavahel erinevad ning kui palju erineb aktsia turuhind saadud tulemustest. Uurimistöö praktilise osa algandmetena kasutatakse AS Tallinna Vesi mineviku finantsandmeid ja majandusaasta aruandeid, mis on kättesaadavad Nasdaq Baltic koduleheküljel. Võrdlusmeetodi võrreldavate ettevõtete ja nende finantsandmete kohta kogub autor infot naabruskonna börsidelt, leides neilt ettevõtteid, kes oleksid võimalikult sarnasel tegevusalal ning hindamisel oleva ettevõttega võrreldavad.

# **1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED**

Õiglase väärtuse hindamine on eduka investeringu kõige kriitilisem element. Liiga tihti tähtsustavad turuosalised üle lähitulevikku kajastavad uudised ja ei mõista, kas see teave on soodne või ebasoodne. Ajalugu näitab, et müra ja volatiilsus on peamised faktorid, mis turgu häirivad ja takistavad häid otsuseid. Halvimal juhul võivad nad julgustada otsuseid, mis on valed. (Pinto, 2010) Ettevõtte väärtuse hindamine aitab vähendada müra ja volatiilsuse mõju otsustele, kuna seeläbi saavad investorid reaalselt väärtuse kohta informatsiooni, mis aitab investeringut ratsionaalselt hinnata ning muudab otsuste langetamise lihtsamaks. Järgnevas peatükis annab autor ülevaate ettevõtte õiglase väärtuse hindamise olemusest, eesmärgist ning vaatleb kahe levinuma hindamismeetodi teoreetilist ülesehitust.

## **1.1. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamise olemus ja eesmärk**

Ettevõtted loovad omanikele väärtust, investeerides raha täna, eesmärgiga genereerida rohkem raha tulevikus. Väärtuse summa, mida nad loovad on rahavoogude ja investeringute erinevus, mida korrigeeritakse, kajastades asjaolu, et raha ajaväärtuse ja tuleviku rahavoogude riskantsuse tõttu on homsed rahavood väärt vähem kui tänased. Ettevõtte tulu investeeritud kapitalilt (ROIC) ja tulu kasv koos määravad, kuidas tulusid rahavoogudeks konverteeritakse. See tähendab, et väärtuse summa sõltub lõpuks ettevõtte ROIC-ist, tulu kasvust ja ettevõtte suutlikkusest mõlemat stabiilsena hoida. Meeles tuleb pidada, et ettevõtte loob väärtust ainult siis, kuid ROIC on suurem kui kapitali maksumus. Veelgi enam, ainult kui ROIC ületab kapitali maksumuse, saab ettevõtte väärtust suurendada. Kasv madalama tootluse juures, aga vähendab ettevõtte väärtust (Koller, Goedhart, & Wessels 2015, lk 17)

Ettevõtte väärtuse ja tegevusefektiivsuse hindamist võib pidada subjektiivseks, kuna vahendeid ja meetodeid on mitmeid. Väärtuse leidmiseks kasutatakse erinevaid sisendeid ning nendest tulenevalt võivad analüüsi tulemused drastiliselt erineda üksteisest. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid ei kajasta kõiki aspekte, mis enamasti ka tulemuste erinevuse põhjustajaks. Sestap on mõistlik

kasutada väärtuse leidmiseks mitut meetodit ning saadud tulemusi omavahel vaadelda ja võrrelda, kuna seeläbi on võimalik saada reaalsusele lähedasem väärtuse hinnang.

Analüütikud kasutavad praktikas laia valikut mudeleid, mis ulatavad lihtsatest kuni väga keerulisteni. Need mudelid annavad sageli väga erinevaid oletusi, kuid neil on tihti mitmeid ühiseid tunnuseid, mida võib laiemalt liigitada. Sellisel klassifikatsioonil jaoks on mitmeid eeliseid: see aitab mõista kas individuaalne mudel läheb kokku suure pildiga, miks tulemused üksteisest erinevad ning fundamentaalsed loogikavead joonistuvad lihtsamini välja. (Damodaran 2012, lk 11)

Fundamentaalne analüüs on üks peamisi investorite poolt börsil kasutatavaid analüüsimeetodeid. Tehnilise analüüsi keskmeks on ettevõtte ise, samal ajal kui tehnilise analüüsi puhul pööratakse tähelepanu pigem ettevõtete aktsiatele ja aktsiagraafikutele. Fundamentaalanalüüsis kajastatakse ettevõtte majandusaruandeid, turusituatsiooni, uuritakse juhtkonna pädevust, hinnatakse ja prognoositakse potentsiaali, eesmärgiga välja selgitada kas ettevõtte turul alahinnatud või oodatust kiiremini kasvav. Samuti võib antud analüüsi puhul selguda, et ettevõtte on ülehinnatud, kuid üldiselt on see vähe esinev juhtum. Analüüsi käigus uuritakse ka aktsiahindade lühiajalist kõikumist ning nende põhjuseid, mida selgitavad enamasti investorite psühholoogiaga seotud otsuses. Fundamentaalanalüüsi põhiülesanne on ettevõtte õiglase väärtuse leidmine, milleks kasutatakse mitmeid mudeleid. (Kert, et al. 2007, lk 159-160)

Üldiselt kasutatakse hindamisel kolme lähenemisviisi. Esimene, diskonteeritud rahavoogude mudel (DCF), seob vara väärtuse tema tulevaste rahavoogude praeguse väärtusega (PV). Teine, suhtarvude baasil väärtuse leidmise mudel (*relative valuation*), vaatleb võrreldavate varade hinnakujundust läbi ühtsete muutujate, nagu kasum, rahavood, bilansiline väärtus või müük. Kolmas, tingimuslike nõuete hindamise mudel (*contingent claim valuation*), kasutab optiooni hinnastamise mudeleid selleks, et mõõta varade väärtusi, mis jagavad optiooni karakteristikuid. Osa nendest varadest on kaubeldavad finantsvarad, nagu ostutähed ja mõned neist optioonidest ei ole kaubeldavad ja põhinevad reaalvaradel (projektid, patendid, naftavarud). Viimaseid nimetatakse sageli reaaloptioonideks. Olenevalt sellest, millist lähenemisviisi kasutatakse, võivad tulemused olla märkimisväärselt erinevad. (Damodaran 2012, lk 11)

Tehniline analüüs võimaldab aga prognoosida aktsiahinna tulevase muutumise varem toimunud hinnamuutuste ja trendide põhjal. Seda meetodit on võimalik kasutada kõikide finantsvarade



analüüsimisel. Nendeks võib olla näiteks valuuta, väärismetallid, futuurid ja peamiselt aktsiad. Kui fundamentaalanalüüsi puhul kasutatakse sisendiks finantsaruandeid, siis tehnilise analüüsi puhul saadakse vajalikud andmed aktsia hinnast, käivest (*volume*) ja uuritavast ajaperioodist. Neid peamisi näitajaid kasutatakse aegrida saamiseks ja seeläbi aktsiahinna graafikute moodustamiseks, mis omakorda võimaldavad investoril järeldusi teha. (Pisang, et al. 2007, lk 171-184) Tehniline analüüs tuginev palju trendidel, mis ei kajasta väga selgelt eriolukordade toimumise riske, olgugi, et tehnilise analüüsi kasutajad võtavad aktsiahinda, kui näitajat, mis sisaldab endas kogu turgudel kättesaadavat informatsiooni. Paratamatult kaasneb iga ettevõttega teatud erijuhtumite risk, mis võib meedia poolt võimendust leida ning aktsiahinda ja ettevõtte väärtust drastiliselt muuta.

Ettevõtte õiglase väärtuse leidmine on omaette kunst, kus erinevaid muutujaid ja faktoreid on väga palju ning neid kõik ühte mudelisse kaasata on praktiliselt võimatu, sestap tulebki võimalikult täpse õiglase väärtusele leidmiseks rakendada mitut meetodit ning saadud tulemuste põhjal järelduseni jõuda.

## **1.2. Tulumeetod, sh diskonteeritud rahavoogude meetod**

Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks klassikalisemaid ettevõtte hindamise meetodeid. Diskonteeritud rahavoogude hindamine on üks kolmest peamisest lähenemisest õiglase väärtuse hindamiseks, mis on ka kõige enam aega nõudev. (LHV Pank, Investeerimisõpik 2018) Diskonteeritud rahavoogude meetoditega püütakse määrata ettevõtte väärtust, hinnates selle tulevase rahavooge ja seejärel diskonteerides need diskontomääraga, mis on vastavuses voogude riskantsusega. antud meetod põhineb sageli iga finantsobjekti iga perioodi üksikasjalikel prognoosidel, mis on seotud ettevõtte rahavoogude genereerimisega. (Fernandez, 2011) Enamik reaalses maailmas tehtud hindamisi on suhtelised väärtused, rahavoogude hindamine on alus, millel tuginevad enamus muud hindamismeetodid. Suhtelise hindamise õigeks teostamiseks peame mõistma diskonteeritud rahavoogude hindamise põhialuseid ning optioonihindamudelite rakendamiseks vara väärtuse määramisel peame sageli alustama diskonteeritud rahavoogude hindamisega. Sellepärast võib pidada diskonteeritud rahavoogude hindamise mudelit väga oluliseks osaks ettevõtte õiglase väärtuse leidmisel. (Damodaran 2012, lk 11)

Diskonteeritud rahavoogude meetodi järgi sõltub ettevõtte väärtus tulevikus teenitavate rahavoogude suurusel, mida on kaalutud nii riskitaseme, omanike nõutava tulunormi kui ka

muude teguritega. (Kert, et al. 2007, lk 166) Sellise lähenemisviisi aluseks on nüüdiväärtuse reegel, mille kohaselt vara väärtus on selle eeldatavate tulevaste rahavoogude nüüdisväärtus (Damodaran 2012, lk 11).

Diskonteeritud rahavoogude mudeli kasutamiseks on vaja määrata kindel periood, millele analüüsi teostatakse. Perioodi valimisel tuleb veenduda, et on olemas vajalik sisendinformatsioon, et valemit oleks võimalik rakendada. Vajalikuks informatsiooniks on rahavood ja nõutav tulumäär. Rahavood jagunevad vastavalt nende liikumisele: ettevõtte äritegevusest, investeringutest, finantseerimistegevusest ning rahast ja raha ekvivalentidest. Ettevõtte rahavoog koosneb tavaliselt ärikasumist, amortisatsioonist/kulumist, investeringutest. Nõutava tulumäära määramisel arvestatakse peamiselt riskitasemega, mis kaasneb äritegevusega. Diskonteeritud rahavoogude mudeli kasutamisel lähtutakse järgmisest valemist:

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

kus

$CF$ - prognoositav rahavoog

$r$ - nõutav tulumäär

$n$ - periood

$V$ - väärtus.

Rahavood varieeruvad varade kaupa - aktsiate, kupongide (intresside) ja võlakirjade nimiväärtuse dividendid ning tegeliku projekti puhul rahavood pärast maksustamist. Diskontomäär on hinnanguliste rahavoogude riskitegur, kusjuures riskantsemate varade puhul on kõrgemad määrad ja turvalisemate projektide puhul madalamad määrad. Spektri ühel otsal on maksevaba nullkupongivõlakiri, millel on tulevikus garanteeritud rahavoog. Selle rahavoo diskonteerimine riskivaba intressiga peaks andma võlakirja väärtuse. Veidi kõrgemal riskispektrist on ettevõtete võlakirjad, kus rahavood on kupongide vormis ja makseviivituse risk on olemas. Neid võlakirju võib hinnata, diskonteerides rahavood intressimäära alusel, mis kajastab maksejõuetuse riski. Liikudes riskiredelil üles, jõuame aktisadesse, kus oodatavate rahavoogudega kaasneb märkimisväärne ebakindlus. Väärtus siinkohal peaks olema nüüdisväärtus diskontomäära juures, mis peegeldab riski. (Damodaran 2012, lk 12)

Ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks on vaja laiendada diskonteeritud rahavoogude meetodit, hinnates ettevõtte vabu rahavooge (*free cash flow to firm, FCFF*) ja omakapitali vabu rahavooge (*free cash flow to equity, FCFE*). Erinevalt dividendidest, FCFF ja FCFE ei ole kättesaadav valmis

kujul. Need väärtused kalkuleeritakse läbi kättesaadavate, avalike finantsandmete, mis vajab selget arusaama rahavoogude toimimise põhimõtetest ning oskust informatsiooni analüüsida ja tõlgendada. (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe 2010, lk 146)

Alustada tuleb ettevõtte varasemate finantsandmete analüüsimisega, selleks on soovitatav uurida vähemalt viimast kolme aastat, eesmärgiga kaardistada ettevõttega kaasnevad eriärasused, sesoonsed mõjurid ning suuremas pildis tegevusharu ja turu karakteristikud. Arvesse tuleb võtta ka ebatavalised juhtumid, mis on ettevõtete tagasivaadatava perioodi vältel mõjutanud ning arvestada nende mõju tulevaste rahavoogude prognoosimisel.

Vaba rahavoog ettevõttele (*FCFF*) on ettevõtte kapitali käsutuses olev rahavoog pärast seda, kui kõik tegevuskulud (sealhulgas maksud) on tasutud ja vajalikud investeeringud käibekapitali (nt varud) ja põhikapitali (nt seadmed) on tehtud. *FCFF* on operatsioonide rahavoog miinus kapitalikulutused. Ettevõtte kapitali tarnijateks on ühised aktsionärid, võlakirjaomanikud ja mõnikord eelistatud aktsionärid. *FCFF* leidmisel kasutatakse erinevaid valemeid, sõltuvalt kättesaadavatest finants- ja raamatupidamisandmetest. Vaba rahavoog on olulises seoses ettevõtte netosissetulekuga, operatsioonide rahavoogudega ja selliste meetmetega nagu *EBITDA* (kasum enne intresse, makse, kulumit, amortisatsiooni). *EBITDA* leidmine on üks esimesi analüüsi osi. Vaba rahavoo analüüsi kasutamine hindamisel on keerulisem kui dividendide kasutamine, sest vaba rahavoo prognoosimisel peab integreerima ettevõtte rahavood investeerimis- ja finantseerimistegevustega. Kuna *FCFF* on kõigile kapitalitarnijatele minev maksujärgne rahavoog, hinnatakse ettevõtte väärtust diskonteerides *FCFF*-i kaalutud keskmise kapitali hinna alusel (*WACC*). Seejärel on võimalik leida ettevõtte omakapitali väärtus, lahutades ettevõtte eeldatavast väärtusest võla väärtus. (Pinto et al. 2010, lk 147) Rahavoogude hindamisel on peamiseks probleemiks hindamisrisk. Ükski finantsmodeleerija ei suuda tulevikku õigesti ja järjekindlalt prognoosida. Hinnangu risk tuleneb tulevaste rahavoogude ja diskontomäärade täiuslikust prognoosimisest. (Larsen, Discounted Cash Flow Methods for Equity Valuation, 2012)

Ettevõtte väärtuse leidmisel on samuti vaja leida terminaalkväärtus. Ettevõtte kasvades muutub veelgi raskemaks kõrge kasvu säilitamine ja kasv ühtlustub lõpuks tegevusharu majanduse kasvumääraga. Ettevõtte tulevaste rahavoogude prognoosi ei ole võimalik lõpmatuseni ennustada, seega leitakse lõppväärtus, mis kujutab kõiki rahavoogusid peale viimast kasutatavat prognoosipunkti. Eeldatavasti jätkab ettevõtte tegevust peale viimast prognoosi aastat, seega võetakse terminaalkväärtus viimaseks perioodiks, kuna peegeldab ettevõtte rahavoogusid

lõpmatuseni. Terminaalväärtuse leidmiseks on mitmeid viise, kuid levinuim on ettevõtte varade likvideerimisväärtus, mille puhul eeldatakse, et ettevõtte varade müüakse viimasel tegevusaastal. Perpetuiteedi kasvu mudelit kasutades, eeldatakse, et ettevõtte terminaalaasta vaba rahavoog kasvab konstantse määra alusel lõpmatuseni. (Damodaran 2012, lk 306-308)

Ettevõtte väärtuse hindamise valem rahavoogude baasil:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \quad (2)$$

kus

EV (*enterprise value*) – ettevõtte väärtus

FCFF (*free cash flow to firm*) – tulevased vabad rahavood

WACC (*weighted average cost of capital*) – kaalutud keskmine kapitali hind

TV (*terminal value*) – terminaalväärtus

i – esimene periood

n – perioodide arv

Ettevõtte väärtuse leidmise oluliseks osaks on ka ettevõtte kapitali kaalutud keskmise hinna leidmine (WACC). Selle kaudu tuuakse ettevõtte tulud ja kulud tänasesse väärtusesse läbi diskonteerimise. WACC on tulumäär, mida kõik äriühingu investorid, omakapital ja võlakohustused eeldavad teenida oma finantsvahendite investeerimise pealt, ühes konkreetses ettevõttes, võrreldes teiste samasuguse riskitaseme juures olevate investeeringutega. Kuna ettevõtte investorid teenivad kapitali maksumust, kui ettevõtte vastab ootustele, kasutatakse kapitali maksumust vaheldumisi eeldatava tuluga. Kapitali kaalutud keskmisel hinnal on kolm põhilist komponenti: omakapitali maksumus, võla maksujärgne maksumus ja ettevõtte sihtkapitali struktuur. WACC-i hindamine on keeruline, sest investorite kapitali maksumust, eriti omakapitali kulusid ei ole võimalik otseselt mõõta. WACC-i kindlaksmääramine on samas oluline ülesanne ja sageli tuleb võtta arvesse ajalooliste volatiilsuste alusel mõõdetavat riski (Fernandez, 2011). Lisaks on aastate jooksul kasutuses olnud traditsioonilised lähenemisviisid keerulisemaks muutunud, kuna 2007. - 2009. aastal aset leidnud finantskriisi mõju rahapoliitikale on viinud riigivõlakirjade intressimäärad ebatavaliselt madalale tasemele. Kapitali hinna leidmiseks kasutatakse erinevaid mudeleid ja ligikaudseid hinnanguid, mis põhinevad ettevõtte rahanduse teoorial empiirilistel vaatlustel ettevõtete turuväärtuse kohta. Need mudelid hindavad sarnase riskiga alternatiivsete investeeringute eeldatavat tulu. (Koller, Goedhart, & Wessels 2015, lk 283)

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times (r_e) + \frac{D}{D + E} \times r_d \times (1 - t) \quad (3)$$

kus

WACC (*weighted average cost of capital*) – kapitali kaalutud keskmine hind

E (*equity*) – omakapitali osakaal

D (*debt*) – võõrkapitali osakaal

$r_e$  – omakapitali hind

$r_d$  – võõrkapitali hind

t – tulumaksu määr

Omakapitali hind määratakse kindlaks, hinnates turuportfelli eeldatavat tulu, mida on kohandatud hinnatava ettevõtte riskidega. Peamiselt kasutatakse ettevõtte riskide korrigeermisteguri hindamiseks kapitalivara hindamise mudelit (*capital asset pricing model, CAPM*). CAPM kohandub ettevõtte spetsiifilise riskiga läbi beeta kasutamise, mis mõõdab kuidas ettevõtte aktsiahinnad reageerivad turu üldisele liikumisele. Kuna varade ja turu kõrge korrelatsioon suurendab turuportfelli volatiilsust, nõuavad investorid teatud aktsia hoidmiseks kõrget tulu. Järelikult on oodatav tulu kõrgem suurema beetaga aktsiate puhul, vastupidiselt väiksema beeta puhul madalam tulu ootus. Praktikas on beeta mõõtmised üldiselt suhteliselt ebatäpsed. Seetõttu kasutatakse ettevõtte beeta hindamiseks finantsvõimendusega korrigeeritud võrreldavaid ettevõtteid. (*Ibid.*)

CAPM mudel:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (4)$$

kus

$K_e$  – omakapitali hind

$R_f$  – riskivaba tulumäär

$\beta$  - beetakordaja

$R_m$  – oodatav turu tulumäär

$(R_m - R_f)$  – tururiski preemia

CAPM mudel eeldab, et investorid on pessimistlikud iga täiendava riskiühiku suhtes ning lähtuvad otsuste tegemisel potentsiaalsest tulust ja kaasnevatest riskidest, eesmärgiga katta riskid piisava tulumääraga. Samuti on mudeli kasutamise eelduseks hästi hajutatud investeerimisportfelli olemasolu. Selle mudeli abil on investoritel võimalik hinnata riski läbi riskivaba tootluse ja süstemaatilise riskipremia summeerimise, mille läbi jõutakse investori nõutava tulumäärani. (Pinto et al. 2010, lk 57-58)

### 1.3. Turu võrdlusmeetod

Kuigi varude ja ettevõtete hindamine on väga tugevalt kallutatud diskonteeritud rahavoogude meetodite kasutamise suunas, on võimatu eirata asjaolu, et paljud analüütikud kasutavad omakapitali ja tervete ettevõtete väärtustamiseks muid meetodeid. Esmane alternatiivne hindamismeetod on suhteline hindamine ehk turu võrdlusmeetod. Nii diskonteeritud rahavood kui ka suhtelised hindamismeetodid nõuavad tugevaid eeldusi ja ootusi tuleviku suhtes. (Larsen, Applied Equity Valuation: Discounted Cash Flow Method, 2008) New Orleansi ülikooli poolt läbiviidud laiabaasilise uuringu tulemustel kasutab 92,8% professionaalsetest investoritest suhtearvude meetodit ettevõtte hindamiseks (Pinto, Robinson, & Stowe, 2018). Seda meetodit võib pidada mõnevõrra lihtsamaks ja kiiremaks viisiks ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks. Samas saadud tulemused ei pruugi olla kõige täpsemad, kuna need põhinevad rohkem turul, kui ettevõttel endal. Uurimuses kasutatakse erinevaid ettevõtte finantsnäitajaid nagu näiteks müügitulu (*sales*), omakapitali väärtus (*equity value*), puhaskasum (*net profit*).

Võrdlusmeetod viitab vara väärtuse määramisele võrreldavate (sarnaste) suhtarvude alusel, see tähendab hindamine, mis põhineb kordajate võrdlemisel. Sarnaseid varasid võib nimetada võrreldavateks, kompenseeritavateks või suunavateks varadeks (või omakapitali hindamise puhul suunissetevõteteks). Näiteks hinna ja tulu (P/E) võrdväärse väärtuse korrutamine ettevõtte EPS-iga (tulu aktsia kohta) annab kiire hinnangu ettevõtte aktsia väärtuse kohta, mis võib olla võrreldav aktsia turuhinnaga. Samamoodi peaks vara tegeliku hinnakordaja võrdlemine asjakohase võrdlusnäitajaga viima analüütiku samale järelduse selle kohta, kas varud on suhteliselt õiglaselt hinnatud, alahinnatud või ülehinnatud. Antud meetodi puhul on oluline meeles pidada, et analüüs on väga suhteline. Sõna suhteline on vajalik. Vara võib olla võrreldava vara või varade grupi suhtes alahinnatud ning analüütik võib seega eeldada, et vara ületab võrreldava vara või varasid

suhteliselt. Kui võrdlusvara või -varad ise ei ole efektiivselt hinnatud, ei pruugi vara olla alahinnatud - seda võidakas õiglaselt hinnata või isegi ülehinnata. (Pinto et al. 2010, lk 259)

Kõige levinumaks suhtarvuks on läbi aegade olnud kasumi suhtarvud. Nendeks on peamiselt kasutatavad P/E (*price to earnings*) ja EV/EBITDA (*enterprise value / earnings before interest taxes depreciation & amortization*). Eelpool mainitud uuringu tulemustel kasutab antud suhtarve vastavalt 88,1% ja 76,7% investoritest (Pinto, Robinson, & Stowe, 2018). Sisuliselt kujutab kasumi suhtarv endast ettevõtte eest makstava väärtuse ja aasta jooksul toodetud kasumi jagatist.

P/E suhtarvu positiivsed ja negatiivsed omadused väärtuse hindamisel:

- Tuluvõimsus on investeringute väärtuse peamine tõukejõud ja EPS, P/E suhtarvu nimetaja, on tõenäoliselt riski maandavate investorite tähelepanu keskmes. P/E suhtarvu peetakse üldiselt turupõhises hindamises kasutatavate suhtarvude seas kõige olulisemaks. (*Ibid.*)
- P/E suhtarv on investorite poolt laialdaselt kasutatud, ühiselt mõistetav ja tunnustatud.
- EPS võib olla hinna suhtes null, negatiivne või ebaoluliselt väike väärtus. P/E ei anna sellistel juhtudel olulist majandusanalüütilist sisendit. (*Ibid.*)
- Jooksva või korduva tulu komponendid, mis on sisemise väärtuse määramisel kõige olulisemad, võivad praktikas olla raskesti eristatavad mööduvatest komponentidest. (*Ibid.*)

Madal P/E võib näidata, et ettevõtte on alahinnatud. Samuti võib see peegeldada turu ebakindlust ettevõtte tulude püsimise jätkusuutlikkusele. Pikemas perspektiivis võib konkurentidest või turu keskmisest madalama P/E-ga ettevõtte osutada investori poolt soosituimaks. P/E suhet võrrelda ettevõtete kasumi kasvu kiirusega: kui kiiresti kasvava ettevõtte P/E suhe on suhteliselt madal, võib see viidata ettevõtte soodsale hinnatasemele (Investeerimise teejuht 2007, lk 168). Samas peab meeles pidama, et madalast P/E suhtest ei ole võimalik automaatselt eeldada aktsiahinna tõusu. (Hänni, et al. 2008, lk 27)

Teiseks peamiseks suhtarvuks kasutatakse raamatupidamisliku ja asendusväärtuse suhtarve. Enim kasutatust leidev neist on P/BV (*price to book value*). P/B suhtarvu kasutab ligi 60% investoritest (Pinto, Robinson, & Stowe, 2018). Väärtusinvestorid kasutavad ettevõtte ala- või ülehinnatusele esmase hinnangu andmiseks aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhet. See suhe näitab, kui mitu korda ületab ettevõtte aktsia turuhind tema raamatupidamisväärtust (mõnikord

nimetatakse seda ka likvideerimisväärtuseks). Kui ettevõtte aktsiaga kaubeldakse allpool raamatupidamislikku väärtust ( $P/B < 1$ ), viitab see kahele võimalusele: investorid kas hindavad ettevõtte varade väärtust väga pessimistlikult või on ettevõtte varade tootlus väga madal. Tegevusharudes, kus ettevõtete äritegevus näeb ette suuri investeeringuid põhivarasse, kauplevad ettevõtted tihtipeale madalamatel P/B tasemetel kui väiksema kapitalivajadusega ettevõtted. P/B suhtarvu võib kasutada ka näiteks pankade omavaheliseks võrdlemiseks. (Hänni, et al. 2008, lk 29)

Kolmandaks kasutatakse müügitulu suhtarvu. Enimlevinud on P/S (*price to sales*) ja EV/S (*enterprise value to sales*). New Orleansi ülikooli uuringu tulemustel kasutab P/S suhtarvu 40,3% investoritest (Pinto, Robinson, & Stowe, 2018). P/S kasutatakse peamiselt välja selgitamiseks turuosaliste valmidust maksta ühe ühiku müügitulu eest, mida ettevõtte on suuteline perioodi jooksul tootma. Samuti on see hea vahend alahinnatud aktsiate väljaselgitamiseks. Investorid hindavalt antud suhtarvu vägagi vajalikuks, kuna müügitulu on võrdlemisi konkreetne finantsnäitaja, mida ei mõjuta teised fundametaalnäitajad. Müügitulu on üks esimesi andmeridu aruannetes, seega ei mängi erinevad raamatupidamislikud standardid ka antud suhtarvu puhul suurt mõjuri rolli. P/S leiab tihti kasutus olukorras, kus EPS on negatiivne ning P/E suhtarv annaks irrelevantset sisendit. Sama käib ka muude ebatavaliste EPS väärtuste juures, kus investorid lähtuvad pigem P/S-ist, kuna müügitulu on üldiselt stabiilsem kui väärtus aktsia näitaja. (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe 2010, lk 306-307)

Turu võrdlusmeetodi kasutamiseks on vaja leida hinnatava ettevõttega sarnaseid ettevõtteid, kelle alusel võrdlust läbi viia. Need on soovitatavalt naaberturgudel tegutsevad ettevõtted. Lisaks sellele on võimalik kasutada võrdluseks sektoripõhiseid suhtarvusi, mis on üldiselt palju laiemabaasilised ning kuvavad ülemaailmset sektori keskmist, kaotades ära geograafilised ja riigispetsiifilised mõjurid.



## **2. AS TALLINNA VESI ÜLEVAADE**

Antud peatükis analüüsitakse ettevõtte AS Tallinna Vesi üldist profiili, millega ettevõtte tegeleb, millised on põhilised ärisuunad, viimaste aastate olulisemad sündmused. Samuti uuritakse turgu, millel ettevõtte tegutseb, selgitades konkurentsieeliseid ning üldist turuseisu. Sündmuste puhul analüüsitakse meediakajastust ja selle mõju ettevõtte väärtusele, samuti andakse ülevaade aktsiagraafiku liikumistest, selgitades põhilisi muutusi täpsemalt.

### **2.1. AS Tallinna Vesi tutvustus**

AS Tallinna Vesi loodi 1967. aastal ettevõtte eelkäija Tallinna Veevarustuse ja Kanalisatsiooni Valitsuse algatusel. Aktsiaseltsistaatus on ettevõttel alates 1997. aastast. Erastamisprotsess oli Tallinna Linnavolikogus arutamisel mitmel korral. Esimest korda 1997. aastal, kuid sel korral lükati erastamise ettepanek tagasi. Teine kord esitati ettepanek 1999. aastal, siis oli Volikogu põhimõtteliselt nõus, kui erastatakse kolmandik aktsiaid. Lõpuks erastati ettevõtte 2001. aastal. Tallinna Vesi on Eesti suurim vee-ettevõtte, mis pakub joogivee- ning reoveeteenuseid üle 460 000 inimesele Tallinnas ning mitmes ümbruskaudses omavalitsuses. Ettevõtte kasutab vee kogumiseks 2000 km<sup>2</sup> suurust pinnaveehaarde süsteemi ning opereerib varasid, mis on vajalikud vee puhastamiseks, tarbijateni toimetamiseks, reovee ja sadevee kogumiseks ning puhastamiseks. Tallinna Vesi on teinud läbi olulise arengu: 100%-liselt munitsipaalomanduses olnud vee-ettevõttest, mis erastati 2001. aastal sai 2005. aasta juunis Tallinna börsil noteeritud ettevõtte. Täna on Ettevõtte aktsionärideks: 35,3% UU Tallinn B.V., 34,7% Tallinna Linn ning 30% aktsiatest on vabalt kaubeldavad. (Nasdaq Baltic 2019)

Ettevõtte pakub kõrge kvaliteediga vee- ja kanalisatsiooniteenust, millest tulenevalt on ettevõtte tegevusriskid madalad. Praegune Teenusleping kehtib kuni 2020. aastani, kuid Tallinna teeninduspiirkonnas on ettevõttel vee- ja kanalisatsiooniteenuste osutamise ainuõigus kuni aastani 2025. Aastatepikkune kogemus selles valdkonnas tegutsemisest võimaldab ettevõttel vajadusel teeninduspiirkonda ka laiendada. (AS Tallinna Vesi aastaaruanne 2018) Ettevõtte missiooniks on tagada puhta veega varustamise läbi parem elukvaliteet, visiooniks on olla kõigile meelepärane

koostööpartner ja tööandja ning edukalt teeninda kliente üle terve Baltikumi. (Tallinnas Vesi 2019) Ettevõtte paneb palju rõhku ergonomikale, töökeskkonnale ja eetikale, mida äritegevuses kasutatakse. Seda võib pidada ka üheks põhjuseks, miks ettevõtte omab jätkuvalt suurt turuosa. Ettevõtet on tunnustatud ka kui üht Euroopa kõrgemini hinnatud kommunaalettevõtet, suuresti tänu kõrge kvaliteediga klienditeenindusele. (*Ibid.*)

Ettevõttel on kaks puhastusjaama: Ülemiste veepuhastusjaam ja Paljassaare reoveepuhastusjaam. Jaamades puhastatakse igapäevaselt keskmiselt 60 000 kuupmeetrit vett ja 120 000 ruutmeetrit reovett. Ettevõtte koosseisu arvestatakse ka mitut vee- ja heitveelaborid. Ühisveevärgisüsteem koosneb ligi 1150 km veetorustikkest, 18 veepumplast ja 64 põhjavee puurkaevpumplast kokku 93 puurkaevuga. (AS Tallinna Vesi aastaaruanne 2018)

AS-i Tallinna Vesi kontsern koosneb kahest ettevõttest: NASDAQ OMX Balti põhinimekirjas noteeritud AS Tallinna Vesi ja tütarettevõtte OÜ Watercom. Tütarettevõtte OÜ Watercom moodustati 2010. aastal, eesmärgiga pakkuda teenuseid emalettevõttele, kuid sellest enamgi veel laiendada pakutavate teenuste valikut ning arendada välja põhitegevusväliseid teenuseid. Tütarettevõtte kuulub täielikult AS-ile Tallinna Vesi ning selle tulemused on konsolideeritud kontserni tulemustesse. Kontserni struktuur on püsinud viimastel aastatel muutumatuna. (*Ibid.*)

## **2.2. AS Tallinna Vesi olulisemad sündmused**

AS-i Tallinna Vesi on viimase ligi 10 aasta jooksul mõjutanud üks pikaajaline kohtuvaidlus. 2011. aastal sai algust tariifivaidlus Konkurentsiametiga, mis sai riigikohtust otsuse alles 2017. aasta lõpus. Antud vaidlus on suuresti mõjutanud ettevõtte väärtust viimase kümnekonna aasta jooksul.

Konkurentsiamet on alates 2011. aasta maist keeldunud rahuldama AS Tallinna Vesi poolt esitatud vee- ja reoveeteenuse hinnataotlusi. 2011. aasta oktoobris tegi Konkurentsiamet AS-ile Tallinna Vesi ettekirjutuse tariifide vähendamiseks. Konkurentsiamet ei ole oma seisukohta muutnud hoolimata sellest, et Eesti kohtud on tunnistanud AS-i Tallinna Vesi ja Tallinna Linna vahel 2001. aastal sõlmitud teenuslepingu tariife puudutava osa halduslepinguks. AS Tallinna Vesi on seisukohal, et halduslepingut peab riik haldusmenetluse seaduse alusel järgima kuni lepingu muutmise või kehtetuks tunnistamiseni. (AS Tallinna Vesi börsiteade 2017)

AS Tallinna Vesi kaebas Konkurentsiameti kohtusse, kuna Konkurentsiamet ei olnud korduvalt nõus kinnitavama AS Tallinna Vesi poolt esitatud tariife kinnitama. Tallinna linna ja AS Tallinna vesi sõlmisid 2007. aastal teenuselepingumuudatuse, millega fikseeriti veetariif ja anti õigus AS-ile Tallinna Vesi tõusta hinda igal aastal tarbijahinnaindeksi võrra. Hiljem jõustunud seadus pani aga hinna kooskõlastamise kohustuse konkurentsiametile ja sätestas, et veeteenuse hind peab põhinema põhjendatud kuludel ja tulukusel, mitte tarbijahinnaindeksil. Sel põhjusel ei olnud konkurentsiamet nõus veetariife kinnitama, mille tulemusel AS Tallinna Vesi kohtuse pöördus. 12.12.2017 langetas Riigikohus lõpliku otsuse, kus leidis, et konkurentsiamet ei pea järgima veetelevõtja ja Tallinna linna vahel erastamisel sõlmitud kokkulepet veeteenuste hindade kohta. Kohus leidis, et konkurentsiametil oli õigus mitte kooskõlastada kõrgemat hinda. Konkurentsiamet oli peale kohtulahendit seisukohal, et tarbijatel on õigus nõuda kompensatsiooni veefirmalt rohkem makstud tasu eest. Siiani ei ole suudetud saavutada AS Tallinna Vesi ja konkurentsiameti vahel kokkulepet veetariifide üle. (Eesti Rahvusringhääling 2017)

Lisaks kohalikele kohtuvaidlustele, leidis aset ka rahvusvahelise arbitraažikohtuvaidlus. 2014. aasta oktoobris alustasid AS Tallinna Vesi ja Hollandi Kuningriigis registreeritud aktsionär United Utilities (Tallinn) B.V. Eesti Vabariigi vastu rahvusvahelist arbitraažimenetlust Hollandi Kuningriigi ja Eesti Vabariigi vahel sõlmitud investeeringute soodustamise ja vastastikuse kaitse lepingu rikkumise tõttu (AS Tallinna Vesi börsiteade 2019). Rahvusvahelise arbitraažimenetluse istungid toimusid 2016. aasta novembris. Kohtuotsust oodatakse 03.05.2019. Kui arbitraažikohus leiab, et investori huve on rikutud, siis on kahjusaajal õigus kompensatsioonile, mis võib ulatuda mitmekümne miljoni euro suuruseks (Eesti Rahvusringhääling 2017).

Antud vaidlus on mõjutanud tugevalt ka ettevõtte dividendipoliitikat. Kuni 2017. aastani rakendas ettevõtte dividendipoliitikat, mille kohaselt säilitati, et dividendide kasv on võrdeline inflatsiooniga. 2017. aastal pidi ettevõtte vähendama 2016. aasta eest makstavaid dividendimakseid 60%-le, põhjuseks oli kohaliku ja rahvusvahelise kohtuvaidluse tulemuste ebaselgus. 2018. aastal maksti dividendidena välja 100% ettevõtte eelmise aasta puhaskasumist. Tulenevalt eelpoolmainitud kohtuvaidlustest jäi 2017. aasta puhaskasum tavapärasest väiksemaks, kuna oli vaja maha arvestada eraldi võimalike kolmandate osapoolte nõuete katteks, mis kaasnesid kohtulahendi tulemusega. Ettevõtte plaanib dividendipoliitikat uuesti üle vaadata ja korrigeerida 2019. aastal pärast uute tariifide kinnitamist konkurentsiameti poolt. (AS Tallinna Vesi aastaaruanne 2018)

### 2.3. AS Tallinna Vesi OMX Baltikum aktsiaturul

Võrreldes aktsiahindasid perioodil 2014-2018 on selgelt näha kohtuvaidluste mõju ettevõttele. Nimelt langes 2017. aastal keskmine aktsiahind kõige madalamale tasemele, alates ettevõtte noteerimisest. Kõige madalam aktsia hind oli 8,52€. Samuti on näha, et kaubeldavate aktsiate hulk on langenud keskmiselt ligi 30% viimase kolme aasta jooksul. Samadel põhjustel on dividend aktsia kohta väga madalal tasemel, 0,36€ aktsia kohta. Vaadeldaval perioodil joonistub aktsiagraafikul välja langev trend, mille põhjuseks on taaskord pidevad kohtuvaidlused ja sellega kaasnev meediakajastus, mis on pannud investorid ettevõtte aktsiast lahti ütleva. 2019. aasta esimese kvartali jooksul on näha aktsiahinna paranemist ja taas stabiliseerumist (vt tabel 1.)

Tabel 1. AS Tallinna Vesi aktsia statistika perioodil 2014-2018

EUR	2018	2017	2016	2015	2014
Avamishind	10,20	13,70	13,80	13,10	12,00
Aktsia hind, aasta lõpus	9,60	10,20	13,80	13,80	13,10
Aktsia hind, madalaim	9,54	8,52	13,30	12,80	11,80
Aktsia hind, kõrgeim	11,35	14,00	15,10	15,60	13,60
Aktsia hind, keskmine	10,39	12,81	14,12	13,88	12,91
Kaubeldud aktsiaid, tuhat	765	1,346	1,048	1,581	1,239
Käive, miljon EUR	7,95	16,48	14,71	21,74	15,95
Turuväärtus, miljon EUR	192	204	276	276	262
Kasum aktsia kohta	1,21	0,36	0,92	0,99	0,90
Dividend aktsia kohta	n/a*	0,36	0,54	0,90	0,90
Dividend/puhaskasum	n/a	100%	58%	91%	100%
P/E	7,93	28,33	15,00	13,94	14,56
P/BV	1,9	2,4	3,1	3,1	3,0

*P/E = aktsia hind aasta lõpus / kasum aktsia kohta*

*P/BV = aktsia hind aasta lõpus / omakapital aktsia kohta*

*Turuväärtus = aktsia hind aasta lõpus \* aktsiate arv*

*2005. aastal börsil noteerimise hind oli 9,25 eurot*

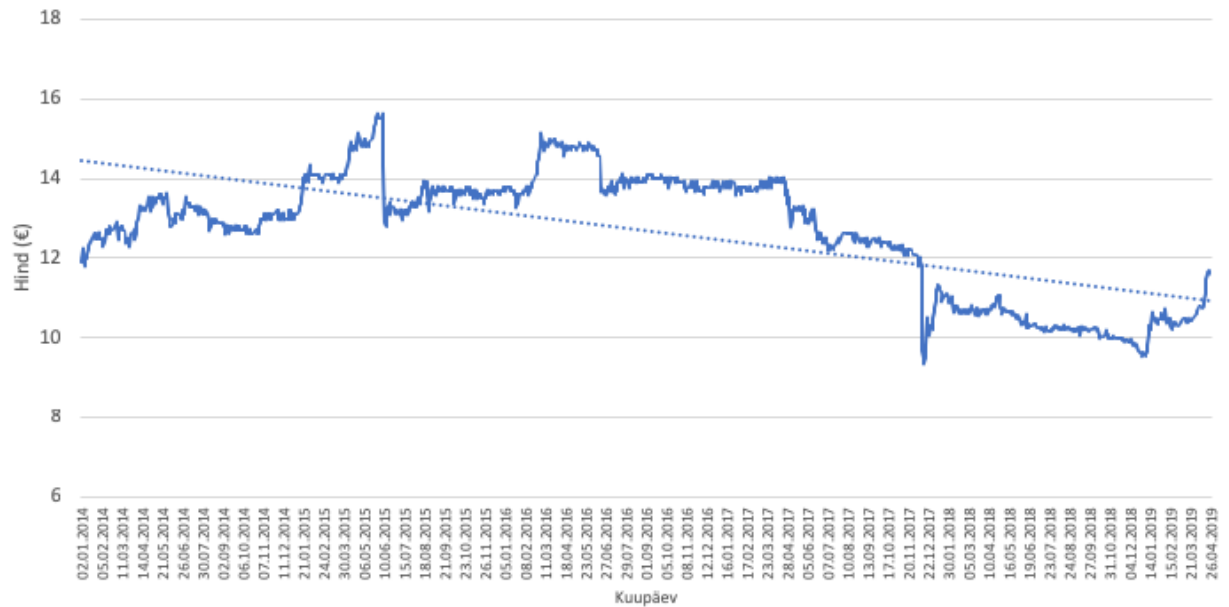
*\* 2018. aasta dividendid ei ole aruande esitamise ajaks veel kinnitatud*

Allikas: AS Tallinna Vesi aastaaruanne 2018

Kohtuvaidluste mõju on näha pea igas statistilises andmes. Näiteks langes ettevõtte kasum viimase 2 aasta jooksul ligi 45%. Samuti on näha ligi 4€ suurust aktsiahinna langust, läbi mille vähenes ka

turvaväärtus ligi 30%. Aktsiahinna trend on viimase viie aasta jooksul kujunenud samuti tugevalt negatiivseks. (vt joonis 1)

Joonis 1. AS Tallinna Vesi aktsiagraafik perioodil jaanuar 2014 – aprill 2019



Allikas: Autori koostatud, Nasdaq Baltic põhjal

Aktsiagraafikust joonistuvad selgelt välja kohtuvaidluste otsuste avalikustumise hekted, mil hind on langenud märkimisväärselt. Samuti on aktsiagraafikust võimalik välja lugeda hinna korrigeerumine. Aktsiahind on lühiperioodil, 2019. aasta esimeses kvartalis, kasvavas trendis. Sellest tulenevalt on võimalik prognoosida ka ettevõtte kasumi ja turuväärtuse paranemist.

### **3. AS TALLINNA VESI ÕIGLASE VÄÄRTUSE LEIDMINE**

Järgnevas peatükis leiab autor ettevõtte õiglase väärtuse kasutades AS-i Tallinna Vesi finants- ja raamatupidamisandmeid. Õiglase väärtuse välja selgitamiseks kasutatakse kahte meetodit: diskonteeritud rahavoogude meetod ja turu võrdlusmeetod. Autor selgitab analüüsis tehtavate arvutuste sisu ja kasutatud andmete olemust. Lisaks annab autor tulemustest ülevaate ning teeb järeldusi, samuti tehes ettepanekuid tulevikuks.

#### **3.1. Ettevõtte AS Tallinna Vesi õiglase väärtuse leidmine diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel**

AS-i Tallinna Vesi õiglase väärtuse leidmiseks analüüsis autor esmalt ettevõtte auditeeritud finantsaruandeid perioodil 2014-2018. Autor koostas ettevõtte koondkasumiaruande, finantsseisundi aruande ja diskonteeritud rahavoogude analüüsi. Eesmärgiks oli samuti välja selgitada suurimate muutuste põhjused ning nende mõju ettevõtte tuleviku väärtustele.

Koondkasumiaruandest on näha, et ettevõtte on oma äritegevuse poolest vaadeldava perioodi jooksul kasumlik olnud, kasvatades müügitulu keskmiselt 4,6% aastas. (vt Lisa 1) Viimase aastaga kasvas müügitulu 5%, kuid perioodil 2016-17 oli kasv kõige väiksem (1%), mis oli kohtuvaidlustest konkurentsiametiga. Kasumlikkust tõestab ka puhaskasum, mida ettevõtte on stabiilselt suutnud hoida keskmiselt 20 miljoni euro juures, välja arvatud 2017 aasta, kus puhaskasum oli alla 8 miljoni euro. 2017. aasta madalama kasumlikusse raamatupidamislik põhjendus on kahjunõuete tarvis moodustatud eraldi. (vt Lisa 1.) Muud äritulud ja -kulud ulatusid 2018 1,84 miljoni euro suuruste kuludeni, vähenedes 16,01 miljonit eurot (AS Tallinna Vesi aastaaruanne 2018). Kulude alanemine tulenes peamiselt 15,98 miljoni euro võrra madalamast kulust seoses võimalike kolmandate osapoolte kahjunõuete tarvis moodustatud eraldisega, juhul kui kohus peaks neid tunnustama (*Ibid.*). Eraldis koosneb 3 aasta võimalikest tariifide erinevust, võrreldes Tallinna linna poolt 2010. aastal kinnitatud tariife ja Konkurentsiameti meetodika alusel kujunevaid tariife. (*Ibid.*)

Üldiselt peegeldab ettevõtte 5 aasta koondkasumiaruanne ühtselt stabiilset majandustegevust ning madalat riski investori seisukohast. Kõik andmereal aruandes muutuvad keskmiselt aastas 5%, mida võib pidada väga stabiilseks, lisaks väärub mainimist müügitulu kasvutempo, mis oli vaadeldava perioodi jooksul 4,2%. Lähtuvalt eelnevast prognoosib autor tulevasi rahavooge samuti stabiilseks ja mõõduka kiirusega kasvavaks. Prognoosi tulemusel kujunes vaba rahavoo kasvukiiruseks 5,3%.

Edasivaatavaks perioodiks valiti 2019-2024. Prognoosi koostamisel otsustas autor kasutada vastavate andmeridade keskmisi aastaseid kasvutemposid, prognoosimaks järgnevate aastate summasid. (vt tabel 2) Müügitulu terminaalväärtuse puhul kasutas autor pikaajaliseks kasvumääraks Euroopa Keskpanga prognoositud pikaajalise inflatsioonimäära 1,8% (European Central Bank 2019), mida võib pikas perspektiivis reaalseks pidada, kuna hetkel ettevõtte taastub eelmise aasta suuremast langusest ning on tõenäoliselt terminaaliks saavutanud taas stabiilsuse ning ka kasvutempo on aeglustunud umbes sellisele pikaajalise inflatsioonimääraga sarnasele tasemele.

Tabel 2. AS Tallinna Vesi finantsandmete prognoos ja FCFF väärtus perioodil 2018-2024 ja terminaalaasta.

<i>EUR'000</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2021</i>	<i>2022</i>	<i>2023</i>	<i>2024</i>	<i>Terminal</i>
Müügitulu	62 780	63 973	65 188	66 427	67 689	68 975	70 286	71 551
Puhaskasum	24 150	19 310	19 677	20 051	20 432	20 820	21 216	21 598
Amortisatsioon	5 790	6 710	6 838	6 968	7 100	7 235	7 372	7 505
CAPEX	-10 736	-13 143	-13 392	-13 647	-13 906	-14 170	-14 440	-14 700
Netokäibekapitali muut	109	-504	-514	-523	-533	-544	-554	-564
Finantstulu (kulu)	-989	-1 008	-1 027	-1 046	-1 066	-1 087	-1 107	-1 127
Tulumaks	-1 800	-2 880	-2 880	-2 880	-2 880	-2 880	-2 880	-2 880
<b>FCFF</b>	<b>16 524</b>	<b>8 486</b>	<b>8 702</b>	<b>8 922</b>	<b>9 146</b>	<b>9 375</b>	<b>9 607</b>	<b>9 832</b>

Allikas: autori koostatud, lisa 1 toodud andmete põhjal

Puhaskasumi, amortisatsiooni, CAPEX-i, netokäibekapitali muutuse ja finantstulude(kulude) prognoosimisel kasutas autor ettevõtte viimase viie aasta vastavaid keskmiseid näitajaid, eeldades, et ettevõtte jätkab ka tulevikus ajalooliselt stabiilselt trendi. Dividendipoliitika puhul on väga keeruline hetkel tulumaksu arvutada, kuna ettevõtte on uut dividendipoliitikat rajamas ning see saab valmis orienteeruvalt 2019 aasta vältel. Dividendidelt makstava tulumaksu prognoosimise

võttis autor aluseks viimase viie aasta keskmise dividendi väljamakse suuruse ja eeldas, et dividend aktsia kohta on tulevikus ligikaudu 0,70€. Tulumaksumääraks kasutas autor 20%. Tulumaksukulu kujunes läbi keskmise dividendi väljamakse ja tulumaksumäära korrutise. Prognooside eelpool mainitud näitajaid järgmiseks kuueks majandusaastaks ja ka terminaalaastaks, leidis autor ettevõtte vabad rahavood (FCFF).

Olles leidnud vabad rahavood ettevõttele, jätkas autor rahavoogude diskonteerimisega. Selleks arvutas autor ettevõttele kapitali kaalutud keskmise hinna (WACC). Omakapitalihinna leidmiseks leidis autor Eesti Vabariigile vastavad sisendid: riskivaba tulumäär, riskipreemia, riigi riskipreemia ja ettevõttele vastav beeta. Riskivaba tulumäära leidmisel kasutas autor Slovakkia 10-aastase võlakirja tulumäära. Autor kasutas Slovakkia kohta käivaid määrasid, kuna neid võib pidada kõige ligilähedasemaks Eesti Vabariigi määradele. Riskivabaks tulumääraks oli 0,57%. Riskipreemia ja riigiriskipreemia leidsid autor akadeemiku Aswath Damodarani hinnangutest. Leitud määradeks olid vastavalt 6,94% ja 0,98%. Autor pidas vajalikuks arvutusse kaasata riigi riskipreemia ehk täiendava preemia, mis võtab arvesse riigi geograafilise asukohaga kaasnevaid riske. Omakapitali hinna leidmiseks oli tarvis välja selgitada ka ettevõttele vastav beeta, mille autor leidis samuti akadeemiku Damodarani hinnangute alusel. Beetaks kasutati Euroopa regioonile vastavat vee kommunaalteenuse võimendusega beetat, milleks oli 0,78. Järgmiseks arvutas autor välja võõrkapitali osakaalu, liites kokku AS Tallinna Vesi konsolideeritud finantsseisundi aruandest leitud intresse kandvad laenukohustised ning jagades saadud summa kogu kapitaliga, omakapitali väärtuse arvutas autor läbi turuväärtuse (28.04.2019 seisuga). Tulemuseks sai autor omakapitali väärtuseks 237 miljonit eurot ja võõrkapitali osakaaluks kujunes 28,8%. Võõrkapitali hinna leidis autor ettevõtte aastaaruandest ning selleks oli 1,37%. WACC kokku on autori arvutuste läbi 5,4%. (vt tabel 3)

Tabel 3. AS Tallinna Vesi kapitali kaalutud keskmine hind

Riskivaba tulumäär	0,57%
Riskipreemia	6,94%
Beeta	0,78
Riigi risikipreemia	0,98%
Omakapitali hind	6,96%
Võõrkapitali osakaal	28,8%
Võõrkapitali hind	1,37%
<b>WACC</b>	<b>5,4%</b>

Allikas: autori koostatud, AS Tallinna Vesi 2018. aastaaruanne, Damodarani arvustuste põhjal



Saadud tulemust võib pidada realistlikuks, kuna AS Tallinna Vesi puhul on tegu stabiilse kommunaalteenuseid pakkuva ettevõttega, kelle puhul võib üldiselt riski madalaks hinnata.

Ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks diskonteeris autor arvutuste baasil leitud vabad rahavood ettevõttele läbi leitud kapitali kaalutud keskmise hinnaga. Diskonteeritud rahavoogude läbi sai autor ettevõtte väärtuseks 251,86 miljonit eurot. Järgnevalt arvutas autor välja ettevõtte omakapitali väärtuse. Esmalt leides ettevõtte neto vaba raha, liites kokku ettevõtte laenud ning lahutades saadud summast raha ja raha ekvivalendid, tulemuseks sai autor 33,97 miljonit eurot. Lahutades ettevõtte väärtusest netolaenud, sai autor omakapitali väärtuseks 217,89 miljoni eurot. Ettevõtte õiglase aktsia hinna leidmiseks jagas autor omakapitali väärtuse läbi kogu aktsiate arvuga, milleks on AS Tallinna Vesi puhul 20 miljonit, tulemuseks kujunes aktsia hinnaks 10,89€. (vt lisa 3) 28.04.2019 seisuga on AS Tallinna Vesi turuhind 11,85€.

### **3.2. Ettevõtte AS Tallinna Vesi õiglase väärtuse leidmine turu võrdlusmeetodiga**

AS Tallinna Vesi õiglase väärtuse leidmiseks kasutas autor ka turu võrdlusmeetodit. Analüüsi läbi viimiseks leiti AS-ile Tallinna Vesi sarnaseid ettevõtteid, et neid omavahel võrrelda. Sarnaste ettevõtte leidmiseks kasutas autor Nasdaq Baltic ja Nasdaq Nordic börsi. Lisaks võrreldavatele ettevõtetele kasutas autor ka CSI Marketi poolt esitletud sektoripõhiseid suhtearve. Paraku ei leidunud lähipiirkonnas noteeritud ettevõtteid, kes tegeleks otseselt sama äritegevusega nagu AS Tallinna Vesi. Sellest tulenevalt otsustas autor kasutada teisi kommunaalteenuseid pakkuvaid noteeritud ettevõtteid. Võrdluses kasutati Leedu ettevõtteid Lietuvos Energijos Gamyba AB ja Energijos Skirstymo Operatorius, kes mõlemad tegutsevad peamiselt elektrienergia valdkonnas. Lisaks kasutati võrdluses Soome ettevõtet Fortum OYJ, kelle põhitegevuseks on taastuvenergia tootmine ja jaotamine. Viimasena võeti võrdlusesse Taani Ørsted AS, suurema profiiliga energia ettevõtte, kes tegutseb ka taastuvenergiaga. CSI Marketsi suhtarvudest kasutati informatsiooni 2019 aasta esimese kvartali veevarustustööstuse andmetest.

Analüüsis kasutati valitud ettevõtete finantsaruannetest ja Nasdaq Baltic, Nordic kodulehelt. Autori poolt koostatud analüüsis kasutatakse andmeid 28.04.2019 seisuga. Võrdlusmeetodi läbi viimiseks leiti ettevõtete aktsiahinnad, aktsiate hulk, turukapitalisatsioon ja 2018. aasta

puhaskasum, müügitulu ja omakapitali väärtus. Leitud andmete puhul arvutati P/E, P/S, P/B suhtarvud. Vaata täpsemaid tulemusi tabelist 4.

Tabel 4. Turu võrdlusmeetodi andmete koond.

	Tallinn a Vesi AS	Lietuvos energijos gamyba AB	Energijos Skirstymo Operatorius	Fortum OYJ	Orsted AS	CSI Market data
28.04.2019						
Aksia hind (EUR/DKK)	11,85	0,54	0,676	18,665	508,4	Kommunaalteenu ste sektori hindamine -> Veevarustuse hindamine -> Q1
Aksiate hulk (tuh)	20 000	648 003	894630	888294	420381	
Turukapitalisatsioon (EUR/DKK'000)	237 000	349 921	604 770	16 580 016	213 721 741	
Netokasum FY18 (EUR/DKK'000)	24 150	29 644	15665	843000	18251000	
Müügitulu FY18 (EUR/DKK'000)	62 780	130 651	598325	5242000	67059000	
Bilansiline väärtus FY18 (EUR/DKK'000)	102 765	386 636	640034	1184100 0	81727000	
P/E	9,81	11,80	38,61	19,67	11,71	
P/S	3,78	2,68	1,01	3,16	3,19	1,73
P/B	2,31	0,91	0,94	1,40	2,62	1,31

Allikas: autori koostatud, Nasdaq Baltic, Nasdaq Nordic, CSI Market andmete põhjal

Järgnevalt koostati suhtarvude võrdlusanalüüs, kus leiti valimi suhtarvude mediaan. Autor otsustas kasutada mediaankeskmised väärtusi, likvideerimaks suhtarvude kohati suurt erinevust ning saades seeläbi täpsem võrdlustulemus. Vaata tulemusi tabelist 5.

Tabel 5. Valimi väärtussuhtarvud

	Min	Max	Keskmine	CSI Market	TVEAT
P/E	11,71	38,61	20,45	10,78	9,81
P/S	1,01	3,19	2,51	1,73	3,78
P/B	0,91	2,62	1,47	1,31	2,31

Allikas: autori koostatud, aluseks lisas 4 esitatud andmed

Kasutades autori poolt prognoositud 2019 aasta AS-i Tallinna Vesi puhaskasumit, müügitulu ja omakapitali väärtust, leiti, uute suhtarvude baasil, uus turukapitalisatsiooni väärtus, läbi mille arvutas autor aksia õiglase väärtuse. Kasutades võrreldavate ettevõtete mediaankeskmisi

suhtarvused saadi õiglaseks aktsia hinnaks 10,58€. Läbi CSI Market suhtarvude saadi tulemuseks 7,91€. (vt. lisa 4)

### **3.3. Analüüsi tulemused ja järeldused**

Õiglase väärtuse leidmiseks viis autor läbi kaks peamist analüüsi: diskonteeritud rahavoogude meetod ja turu võrdlusmeetod. Diskonteeritud rahavoogude meetodi läbi saadi õiglaseks aktsia hinnaks 10,89€, mis on võrreldes tänase aktsia hinnaga, milleks on 11,85€ (28.04.2019 seisuga), ligi 10% madalam. Turu võrdlusmeetodi tulemusel saadi tulemuseks 11,80€, võrreldes lähipiirkonna sarnaste ettevõtetega, ja CSI Marketi suhtarvude läbi 7,58€. Mõlema tulemuse puhul on näha, et õiglane hind on taaskord keskmiselt ligi 20% madalam tänasest hinnast. Analüüsides üldiseks keskmiseks kujunes 10,10€, mida võib pidada kogu töö raames läbiviidud analüüsi tulemuseks.

Autor sõnastas hüpoteesi, et AS Tallinna Vesi on Balti börsil ülehinnatud. Tehtud analüüsi tulemustel võib järeldada, et hüpotees on saanud kinnitust, kuna AS Tallinna Vesi kaupleb täna märgatavalt üle oma õiglase väärtuse.

Lähtudes läbiviidud analüüsides ning rahavoogude prognoosist, julgeb autor väita, et veevarustus ja reoveepuhastus ettevõtte AS Tallinna Vesi on ka tulevikus stabiilne. Ettevõttel on saavutatud Baltikumis praktiliselt monopol, mis annab ettevõttele hea positsiooni tegevust jätkusuutlikult ja pidevalt kasvades jätkata. Analüüsides ka konkurentsi naaberriikides, leidis autor, et otsene konkurents on tõepoolest madal, mis annab ettevõttele veelgi eeliseid. Peamise probleemina ja ohuna kaardistaks autor AS-i Tallinna Vesi seaduste ja regulatsioonide käsitlemise, kuna läbi erinevate kohtuvaidluste on ettevõtte väärtusele märgatavalt liiga tehtud. Seoses kohtuvaidlustega on ettevõtte dividendipoliitika samuti kaatanud ning uue dividendipoliitika ülesehitamine mängib tulevast investorite leidmisel ja olemasolevate investorite hoidmisel märkimisväärset rolli.

Üldiselt prognoosib autor ettevõtte tuleviku stabiilselt kasvavaks, eeldusel, et kohtuvaidlused lahendatakse ning neist ei teki liigset kahju ettevõttele. Ettevõtte ergonoomika ja sõnastatud missioon ja visioon on väga positiivsed ning on näha, et pannakse suurt rõhku töökeskkonnale ja heale klienditeenindusele. Autori hinnangul on hea töökeskkond ja selgelt sõnastatud eesmärgid eduka tuleviku alustalad.

## KOKKUVÕTE

Käesoleva lõputöö eesmärk oli, läbi põhjaliku ettevõttesisese ja tegevusharupõhise analüüsi, hinnata AS-i Tallinna Vesi õiglast väärtust. Esmalt uuriti ettevõtte õiglase väärtuse hindamise peamisi teoreetilisi põhimõtteid ja analüüsimismeetodeid. Töös rakendati kahte õiglase väärtuse leidmise meetodit: diskonteeritud rahavoogude meetod ja turu võrdlusmeetod. Autor otsustas kasutada antud meetode, kuna need on kõige levinuma meetodid ettevõtte väärtuse hindamiseks. Läbi diskonteeritud rahavoogude on võimalik analüüsida õiglast väärtust läbi ettevõtte varasemate finatstulemuste ja selle baasil prognoosida järgnevate aastate finantsnäitajad, antud meetod lähtub väärtuse leidmisel ettevõttest endast. Kasutades turu võrdlusmeetodit analüüsiti hindamisel oleva ettevõttega võrreldavaid ettevõtteid ning meetod lähtus sektoripõhisest analüüsist. Kahe analüüsi koondina leiti AS-i Tallinna Vesi õiglane väärtus.

Autori hüpotees „AS Tallinna Vesi on Balti börsil ülehinnatud ehk investorid on ettevõtte suhtes liiga optimistlikud“ leidis kinnitust. Diskonteeritud rahavoogude meetodi läbi saadi õiglaseks aktsia hinnaks 10,89€, mis on võrreldes tänase aktsia hinnaga, milleks on 11,85€ (28.04.2019 seisuga), ligi 10% madalam. Turu võrdlusmeetodi tulemusel saadi tulemuseks 11,80€, võrreldes lähipiirkonna sarnaste ettevõtetega, ja CSI Marketi suhtarvude läbi 7,58€. Mõlema tulemuse puhul on näha, et õiglane hind on taaskord keskmiselt ligi 20% madalam tänasest hinnast. Analüüsides üldiseks keskmiseks kujunes 10,10€.

Autor järeldab analüüsist, et :

- 3) AS Tallinna Vesi kaupleb AS Tallinna Vesi kaupleb täna märgatavalt üle oma õiglase väärtuse.
- 4) AS Tallinna Vesi on üldiselt stabiilse majandusseisundiga ettevõtte ning autor prognoosib tulevikus stabiilset müügitulu ja vaba rahavoo kasvu.

Analüüsi baasil kaardistas autor AS-i Tallinna Vesi peamiseks probleemiks/ohuks seaduste ja regulatsioonide käsitlemise, kuna läbi erinevate kohtuvaidluste on ettevõtte väärtusele märgatavalt

liiga tehtud. Seoses kohtuvaidlustega on ettevõtte dividendipoliitika samuti kaatanud ning uue dividendipoliitika ülesehitamine mängib tulevast investorite leidmisel ja olemasolevate investorite hoidmisel märkimisväärset rolli.

Üldiselt prognoosib autor ettevõttele tulevikus stabiiset kasvu, eeldusel, et kohtuvaidlused lahendatakse ning neist ei teki liigset kahju ettevõttele. Ettevõtte ergonoomika ja sõnastatud missioon ja visioon on väga positiivsed ning on näha, et pannakse suurt rõhku töökeskkonnale ja heale klienditeenindusele. Autori hinnangul on hea töökeskkond ja selgelt sõnastatud eesmärgid eduka tuleviku alustalad.

## **SUMMARY**

### **ASSESSMENT OF FAIR VALUE OF ENTERPRISE TALLINNA VESI INC.**

Joosep Kampus

The aim of this thesis was to evaluate the fair value of Tallinna Vesi Inc. through an in-depth analysis of the company. Firstly the main theoretical principles and methods of valuation were analyzed. Two fair value valuation methods were applied to the work: the discounted cash flow method and the market benchmark method. The author decided to use these methods as these are the most common methods for assessing the value of a business. Through discounted cash flows it is possible to analyze the fair value through the previous financial results of the company and on that basis to forecast the financial indicators of the following years, this method is based on the values of the company itself. Using a market benchmark method, companies comparable to the company were under review and analyzed, this method was based on a sectoral analysis. As a combination of two analyzes, the fair value of Tallinna Vesi Inc. was found.

The author's hypothesis "Tallinna Vesi Inc. is overpriced on the Baltic stock" was confirmed. The discounted cash flow method resulted in a fair share price of € 10,89, which is about 10% lower compared to today's share price of € 11,85 (as it stood on 28.04.2019). As a result of the market comparison method, the result was € 11,80 compared to similar companies in the surrounding area, and based on the CSI Market ratios, the fair value resulted in share price of € 7,58. Both results show that the fair price is again on average about 20% lower than today's price. The overall average of the analyzes was € 10,10.

The author concludes from the analysis that:

- 1) Tallinna Vesi Inc. trades significantly over its fair value today.
- 2) Tallinna Vesi Inc. is a company with a generally stable economic situation and the author predicts stable revenue and free cash flow to firm growth in the future.

On the basis of the analysis, the author charted the handling of laws and regulations as the main problem / threat to Tallinna Vesi Inc., because through various litigation the value of the company has been significantly overstated. With regard to litigation, the Company's dividend policy has also plummeted, and building a new dividend policy will play a significant role in future investor-finding and retention of existing investors.

In general, the author predicts a stable growth for the company in the future, provided that the litigations are resolved and those do not cause excessive damage to the company. The company's ergonomics and formulated mission and vision are very positive and there is a strong emphasis on the working environment and good customer service. In the author's opinion, a good working environment and clearly defined goals are the foundation of a successful future.

## KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Alber, A., Zirnask, V., Naaber, H., Viks, K., Johanson, K., Ruusalepp, K., . . . V. (2007). *Investeeringimise teejuht*. Tallinn: AS Äripäev.
- AS Tallinna Vesi. (2015). *AS Tallinna Vesi: Consolidated Annual report*. Allikas: [https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/tve/2015\\_ar\\_en\\_eur\\_con\\_00.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/tve/2015_ar_en_eur_con_00.pdf)
- AS Tallinna Vesi. (2016). *AS Tallinna Vesi: Consolidated Annual report*. Allikas: [https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/tve/2016\\_ar\\_en\\_eur\\_con\\_00.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/tve/2016_ar_en_eur_con_00.pdf)
- AS Tallinna Vesi. (26. 1 2017. a.). *Tallinna Vesi Börsiteade: Ringkonnakohus jättis AS-i Tallinna Vesi ja Konkurentsiameti vahelises tariifivaidluses ettevõtte poolt esitatud apellatsioonikaebuse rahuldamata*. Allikas: AS Tallinna Vesi: <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=755319&messageId=947360>
- AS Tallinna Vesi. (2018). *AS Tallinna Vesi: Consolidated Annual report*. Allikas: [https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/tve/2018\\_ar\\_et\\_eur\\_con\\_00.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/tve/2018_ar_et_eur_con_00.pdf)
- AS Tallinna Vesi. (2019). Allikas: AS Tallinna Vesi: <https://tallinnavesi.ee/ettevõtte/>
- AS Tallinna Vesi. (18. 03 2019. a.). *AS Tallinna Vesi Börsiteade: Rahvusvaheline vahekohus teeb otsuse 3. maiks 2019*. Allikas: AS Tallinna Vesi: <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=879943&messageId=1107555>
- CSI Market. (2019). *Water Supply Industry Valuation Q1*. Allikas: [https://csimarket.com/Industry/Industry\\_Valuation.php?ind=1203](https://csimarket.com/Industry/Industry_Valuation.php?ind=1203)
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets* (Kd. 3). Hoboken: Wiley.
- Damodaran, A. (January 2019. a.). *Betas by Sector*. Allikas: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Damodaran, A. (2019). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Allikas: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- Damodaran, A. (January 2019. a.). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*. Allikas: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm)



- Eesti Rahvusringhääling. (12. 12 2017. a.). *Konkurentsiamet väljus tariifivaidlusest Tallinna Veega võitjana*. Allikas: ERR.ee: <https://www.err.ee/648162/konkurentsiamet-valjus-tariifivaidlusest-tallinna-veega-voitjana>
- ENERGIJOS SKIRSTYMO OPERATORIUS AB. (2018). *ENERGIJOS SKIRSTYMO OPERATORIUS AB: Annual report*. Allikas: [https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/eso1/2018\\_q4\\_en\\_eur\\_con\\_ias.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/eso1/2018_q4_en_eur_con_ias.pdf)
- Ettevõttest: Tallinna Vesi*. (2019). Allikas: Nasdaq Baltic: <https://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100026436&list=2&pg=details&tab=company&lang=et>
- European Central Bank. (2019). *HICP Inflation forecasts*. Allikas: European Central Bank: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/table\\_hist\\_hicp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html)
- Fernandez, P. (2011). Standard Valuation Methods for M&As. *The Art of Capital Restructuring: Creating Shareholders Value Through Mergers and Acquisitions*, 132.
- Äripäev. (2007). *Investeerimise teejuht*. Allikas: Nasdaq Baltic: [https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Investeerimise\\_teejuht.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Investeerimise_teejuht.pdf)
- Hänni, K., Võrklaev, E., Lukas, A., Roosa, K., Vallikivi, A., Plees, R., & Zirnask, V. (2008). *Väärtpaberi teejuht*. Allikas: Nasdaq Baltic: [https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Vaartpaberite\\_teejuht.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Vaartpaberite_teejuht.pdf)
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (Kd. 6). Hoboken: Wiley.
- Larsen, G. A. (2008). Applied Equity Valuation: Discounted Cash Flow Method. *Handbook of Finance, III*.
- Larsen, G. A. (2012). Discounted Cash Flow Methods for Equity Valuation. *Encyclopedia of Financial Models, II*, 710.
- LHV Pank. (2018). *Investeerimisõpik*. Allikas: Investeerimisõpik: <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/347#mark01>
- LIETUVOS ENERGIJOS GAMYBA, AB. (2018). *LIETUVOS ENERGIJOS GAMYBA, AB: Annual report*. Allikas: [https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/lnr/2018\\_ar\\_en\\_eur\\_con\\_ias.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/market/upload/reports/lnr/2018_ar_en_eur_con_ias.pdf)
- Pinto, J. E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2018). Equity valuation: A Survey of professional practice. *The review of financial economics*, 219-233.
- Pinto, J., Henry, E., Robinson, T., & Stowe, J. (2010). *Equity Asset Valuation* (Kd. 2). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- World Government Bonds. (2019). *Slovakia Government Bonds - Yields Curve*. Allikas: <http://www.worldgovernmentbonds.com/country/slovakia/>

## LISAD

### Lisa 1. AS Tallinna Vesi koondkasumiaruanne ja prognoositud kasvumäärad

<i>EUR'000</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Müügitulu	53241	55928	58982	59815	62780
Müüdnud toodete/teenuste kulu	-22399	-23679	-25721	-25725	-28594
<b>Brutokasum</b>	<b>30842</b>	<b>32249</b>	<b>33261</b>	<b>34090</b>	<b>34186</b>
<i>Brutomarginaal</i>	<i>57,9%</i>	<i>57,7%</i>	<i>56,4%</i>	<i>57,0%</i>	<i>54,5%</i>
Üldhalduskulud	-5973	-6521	-8164	-5384	-5411
Muud äritulud/kulud	-41	-150	-470	-17841	-1836
<b>Ärikasum</b>	<b>24828</b>	<b>25578</b>	<b>24627</b>	<b>10865</b>	<b>26939</b>
<i>Kasumimarginaal</i>	<i>46,6%</i>	<i>45,7%</i>	<i>41,8%</i>	<i>18,2%</i>	<i>42,9%</i>
D&A	-5851	-6184	-6406	-6170	-5790
<b>EBITDA</b>	<b>30679</b>	<b>31762</b>	<b>31033</b>	<b>17035</b>	<b>32729</b>
<i>EBITDA marginaal</i>	<i>57,6%</i>	<i>56,8%</i>	<i>52,6%</i>	<i>28,5%</i>	<i>52,1%</i>
Finantstulud	432	95	41	15	21
Finantskulud	-2532	-1315	-1778	-959	-1010
<b>EBT</b>	<b>22728</b>	<b>24358</b>	<b>22890</b>	<b>9921</b>	<b>25950</b>
Dividendide tulumaks	-4785	-4500	-4500	-2700	-1800
<b>Puhaskasum</b>	<b>17943</b>	<b>19858</b>	<b>18390</b>	<b>7221</b>	<b>24150</b>
<i>Net margin</i>	<i>33,7%</i>	<i>35,5%</i>	<i>31,2%</i>	<i>12,1%</i>	<i>38,5%</i>
CAPEX	-9646	-13495	-14526	-9761	-10736

Allikas: autori koostatud, AS Tallinna Vesi 2014-2018. aastaaruande põhjal

## Lisa 1 järg

<i>EUR'000</i>	<i>Kasvumäärad</i>				<i>Keskmine kasv</i>
	<i>2015/2014</i>	<i>2016/2015</i>	<i>2017/2016</i>	<i>2017/2018</i>	
Müügitulu	5,0%	5,5%	1,4%	5,0%	4,2%
Müüdnud toodete/teenuste kulu	6%	9%	0%	11%	8%
<b>Brutokasum</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>	3%
Üldhalduskulud	9%	25%	-34%	1%	-3%
Muud äritulud/kulud	266%	213%	3696%	-90%	255%
<b>Ärikasum</b>	<b>3%</b>	<b>-4%</b>	<b>-56%</b>	<b>148%</b>	3%
D&A	6%	4%	-4%	-6%	0%
<b>EBITDA</b>	<b>4%</b>	<b>-2%</b>	<b>-45%</b>	<b>92%</b>	2%
Finantstulud	-78%	-57%	-63%	40%	-64%
Finantskulud	-48%	35%	-46%	5%	-26%
<b>EBT</b>	<b>7%</b>	<b>-6%</b>	<b>-57%</b>	<b>162%</b>	5%
Dividendide tulumaks	-6%	0%	-40%	-33%	-28%
<b>Puhaskasum</b>	<b>11%</b>	<b>-7%</b>	<b>-61%</b>	<b>234%</b>	10%

Allikas: autori koostatud, AS Tallinna Vesi 2014-2018. aastaaruande põhjal

## Lisa 2. AS Tallinna Vesi finantsseisundi aruanne

EUR'000	2014	2015	2016	2017	2018
Raha ja raha ekvivalendid	38560	37819	33987	44973	61769
Nõuded ostjate vastu, viitlaekumised ja ettemaksed	8261	7174	7167	7716	7631
Varud	412	447	449	457	498
<b>Käibevara kokku</b>	<b>47233</b>	<b>45440</b>	<b>41603</b>	<b>53146</b>	<b>69898</b>
Tuletisinstrumentid	0	142	0	0	0
Materiaalne põhivara	157481	162732	171177	174451	179185
Immateriaalne põhivara	862	758	830	811	665
<b>Põhivara kokku</b>	<b>158343</b>	<b>163632</b>	<b>172007</b>	<b>175262</b>	<b>179850</b>
<b>Varad kokku</b>	<b>205576</b>	<b>209072</b>	<b>213610</b>	<b>228408</b>	<b>249748</b>

Aktiikapital	12000	12000	12000	12000	12000
Ülekurss	24734	24734	24734	24734	24734
Kohustuslik reservkapital	1278	1278	1278	1278	1278
Jaotamata kasum	49138	50995	51384	47804	64753
<b>Omakapital kokku</b>	<b>87150</b>	<b>89007</b>	<b>89396</b>	<b>85816</b>	<b>102765</b>
Pikaajaliste laenukohustiste lühiajaline osa	261	328	264	264	3823
Võlad tarnijatele ja muud võlad	4855	5586	7030	6200	6047
Tuletisinstrumentid	1078	523	610	578	207
Ettemaksed	2631	1983	2735	2609	2955
<b>Lühiajalised kohustised kokku</b>	<b>8825</b>	<b>8420</b>	<b>10639</b>	<b>9651</b>	<b>13032</b>
Tulevaste perioodide tulu liitumistasudelt	12567	15030	17050	19632	22745
Laenukohustised	96250	95974	95795	95565	91919
Tuletisinstrumentid	761	628	715	178	173
Eraldis võimalike kolmandate osapoolte nõuete katteks	0	0	0	17522	19068
Muud võlad	23	13	15	44	46
<b>Pikaajalised kohustised kokku</b>	<b>109601</b>	<b>111645</b>	<b>113575</b>	<b>132941</b>	<b>133951</b>
<b>Kohustised ja omakapital kokku</b>	<b>205576</b>	<b>209072</b>	<b>213610</b>	<b>228408</b>	<b>249748</b>
netokapital	3818	2035	586	1973	2082
muutus netokapitalis		-1783	-1449	1387	109

Allikas: autori koostatud, AS Tallinna Vesi 2014-2018. aastaaruande põhjal

### Lisa 3. AS Tallinna Vesi diskonteeritud rahavoogude analüüs

EUR'000	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
Müügitulu	62 780	63 973	65 188	66 427	67 689	68 975	70 286	71 551
Puhaskasum	24 150	19 310	19 677	20 051	20 432	20 820	21 216	21 598
Amortisatsioon	5 790	6 710	6 838	6 968	7 100	7 235	7 372	7 505
CAPEX	-10 736	-13 143	-13 392	-13 647	-13 906	-14 170	-14 440	-14 700
Netokäibekapitali muut	109	-504	-514	-523	-533	-544	-554	-564
Finantstulu (kulu)	-989	-1 008	-1 027	-1 046	-1 066	-1 087	-1 107	-1 127
Tulumaks	-1 800	-2 880	-2 880	-2 880	-2 880	-2 880	-2 880	-2 880
FCFF	16 524	8 486	8 702	8 922	9 146	9 375	9 607	9 832

Allikas: autori arvutused, AS Tallinna Vesi 2014-2018. aastaaruande põhjal

	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu kasv		5,0%	5,5%	1,4%	5,0%
Kasumimarginaal	33,7%	35,5%	31,2%	12,1%	38,5%
D&A / Müügitulu	11,0%	11,1%	10,9%	10,3%	9,2%
CAPEX / Müügitulu	18,1%	24,1%	24,6%	16,3%	17,1%
Netokapitali muutus / Müügitulu		-3,2%	-2,5%	2,3%	0,2%
Finantstulu/kulu	-3,94%	-2,18%	-2,94%	-1,58%	-1,58%

Allikas: autori arvutused, AS Tallinna Vesi 2014-2018. aastaaruande põhjal

Kasvuprognosis	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
Müügitulu kasv	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%
Kasumimarginaal	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%
D&A / Müügitulu	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
CAPEX / Müügitulu	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
Netokapitali muutus / Müügitulu	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Finantstulu/kulu	-1,58%	-1,58%	-1,58%	-1,58%	-1,58%	-1,58%	-1,58%

Allikas: autori arvutused, AS Tallinna Vesi 2014-2018. aastaaruande põhjal

Riskivaba tulumäär	0,57%
Riskipreemia	6,94%
Beeta	0,78
Riigi risikipreemia	0,98%
Omakapitali hind	6,96%
Võõrkapitali osakaal	28,8%
Võõrkapitali hind	1,37%
<b>WACC</b>	<b>5,4%</b>

Allikas: autori arvutused, AS Tallinna Vesi 2014-2018. aastaaruande põhjal

## Lisa 3 järg

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
<b>WACC</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>
FCFF jääkide kasvumäär							<b>1,8%</b>
Diskontomäär	0,97	0,92	0,87	0,83	0,78	0,74	
Kuid aasta lõpuni	8	20	32	44	56	68	80
<b>Diskonteeritud FCFF</b>	<b>8 196</b>	<b>7 977</b>	<b>7 763</b>	<b>7 554</b>	<b>7 349</b>	<b>7 149</b>	<b>205 872</b>

Allikas: autori arvutused, AS Tallinna Vesi 2014-2018. aastaaruande põhjal

<b>Ettevõtte väärtus</b>	<b>251 861</b>
Netovõlg	33 973
<b>Omakapitali väärtus</b>	<b>217 888</b>
Aktsiate hulk	20 000
<b>Aktsiahind, EUR</b>	<b>10,89</b>

Allikas: autori arvutused, AS Tallinna Vesi 2014-2018. aastaaruande põhjal

#### Lisa 4. AS Tallinna Vesi turu võrdlusmeetodi analüüs

	Tallinna Vesi AS	Lietuvas energias gamyba AB	Energijas Skirstymo Operatorius	Fortum OYJ	Orsted AS	CSI Market data
28.04.2019						
Aksia hind (EUR/DKK)	11,85	0,54	0,676	18,665	508,4	Kommunaalteenuste sektori hindamine -> Veevarustuse hindamine -> Q1
Aksiate hulk (tuh)	20 000	648 003	894630	888294	420381	
Turukapitalisatsioon (EUR/DKK'000)	237 000	349 921	604 770	16 580 016	213 721 741	
Puhaskasum FY18 (EUR/DKK'000)	24 150	29 644	15665	843000	1825100 0	
Müügitulu FY18 (EUR/DKK'000)	62 780	130 651	598325	5242000	6705900 0	
Bilansiline väärtus FY18 (EUR/DKK'000)	102 765	386 636	640034	1184100 0	8172700 0	
P/E	9,81	11,80	38,61	19,67	11,71	
P/S	3,78	2,68	1,01	3,16	3,19	1,73
P/B	2,31	0,91	0,94	1,40	2,62	1,31

Allikas: autori arvutused, AS Tallinna Vesi, Nasdaq Baltic, Nasdaq Nordic põhjal

	Min	Max	Average	CSI Market	TVEAT
P/E	11,71	38,61	20,45	10,78	9,81
P/S	1,01	3,19	2,51	1,73	3,78
P/B	0,91	2,62	1,47	1,31	2,31

Allikas: autori arvutused

FY18 dividendikulu kalkulatsioon	
Aksia kohta dividende makstud (prognoos)	0,73
Aksiate hulk	20 000 000
Netodividend	14 529 600
+ maksud	3 632 400
<b>Bruto dividend</b>	<b>18 162 000</b>

Allikas: autori arvutused

## Lisa 4 järg

### Prognoos:

	63 972	
FY19 müügitulu	820	<i>prognoos</i>
FY19 puhaskasum	417	<i>prognoos</i>
FY19 bilansiline väärtus	103 913	<i>Omakapital - dividendide väljamaksmisega seotud kulud FY18 + FY19 hinnanguline puhaskasum</i>
	417	

Allikas: autori arvutused, AS Tallinna Vesi 2018. aastaaruande põhjal

<b>Hinnanguline turukapitalisatsioon gruppi kohta:</b>			<b>... aktsia hind</b>
FY19 müügitulu	160 556 605	=>	8,03
FY19 puhaskasum	394 842 929	=>	19,74
FY19 bilansiline väärtus	152 369 125	=>	7,62
	Keskmine	=>	11,80

<b>Hinnanguline turukapitalisatsioon CSI Market andmete alusel:</b>			<b>... aktsia hind</b>
FY19 müügitulu	110 672 979	=>	5,53
FY19 puhaskasum	208 166 292	=>	10,41
FY19 bilansiline väärtus	136 126 576	=>	6,81
	Keskmine	=>	7,58

Allikas: autori koostatud, AS Tallinna Vesi 2018. aastaaruande, Nasdaq Baltic, Nasdaq Nordic põhjal