

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Rahanduse ja majandusteooria instituut
Rahanduse ja panganduse õppetool

Olavi Koort

**ETTEVÕTTE HINDAMINE DISKONTEERITUD
RAHAVOOGUDE MEETODIL TM PABER OÜ NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: dotsent Ilzija Ahmet

Tallinn 2015

Olen koostanud töö iseseisvalt.

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

Olavi Koort

(allikiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 113291

Üliõpilase e-posti aadress: olavi.koort@gmail.com

Juhendaja dotsent Ilzija Ahmet:

Töö vastab bakalaureusetööle esitatud nõuetele

.....

(allikiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees: Lubatud kaitsmisele

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

| | |
|--|----|
| ABSTRAKT | 4 |
| SISSEJUHATUS | 5 |
| 1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED | 7 |
| 1.1. Väikeettevõtte hindamise omapära | 9 |
| 1.2. Eraettevõtte hindamine | 10 |
| 1.3. Diskonteeritud rahavoogude hindamise meetod | 12 |
| 1.3.1. Vabad rahavood | 13 |
| 1.3.2. Kapitali hind | 14 |
| 1.3.3. Terminaalväärtus | 17 |
| 1.3.4. Rahavoogude diskonteerimine | 18 |
| 2. TM PABER OÜ | 20 |
| 2.1. Finantsanalüüs | 21 |
| 2.2. TM Paber OÜ klientuur | 25 |
| 2.3. Majanduse ülevaade | 26 |
| 2.4. Konkurentsi ülevaade | 29 |
| 3. TM PABER OÜ HINDAMINE DISKONTEERITUD RAHAVOOGUDE MEETODIL 30 | |
| 3.1. Kaalutud keskmine kapitali hind | 30 |
| 3.2. Vaba rahavoo prognoos, terminaal- ja EV väärtus | 32 |
| 3.3. Sensitiivsusanalüüs | 35 |
| 3.4. Arutelu ja ettepanekud | 37 |
| KOKKUVÕTE | 39 |
| VIIDATUD ALLIKAD | 41 |
| SUMMARY | 45 |
| LISAD | 47 |
| Lisa 1. Tm Paber OÜ bilanss eurodes 2011 – 2014 | 47 |
| Lisa 2. Tm Paber OÜ kasumiaruanne eurodes 2011 – 2014 | 48 |
| Lisa 3. Kliendi müügistatistika 2012 | 48 |
| Lisa 2. järg | 49 |
| Lisa 4. Klientide müügistatistika 2013 | 50 |

| | |
|--|----|
| Lisa 4. järg | 51 |
| Lisa 5. Klientide müügistatistika 2014 | 52 |
| Lisa 5. järg | 53 |
| Lisa 6. CAPM mudel sisendid | 54 |
| Lisa 7. Ettevõtte väärtus..... | 54 |

ABSTRAKT

Bakalaureusetöö eesmärk on hinnata Tm Paber OÜ väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil. Töö aktuaalsus seisneb analüüsitava firma omanike poolses huvis, ettevõtte valuatsioonile tuginedes, osakutele hinna määramises. Käesolev töö on aluseks ettevõttest 49% osaluse müümisel. Töö on kasutatav ka diskonteeritud rahavoogude meetodi tundma õppimiseks.

Objektiivse tulemuse saamiseks keskenduti põhjalikult metoodika analüüsimisele ning selle kohandamisele väikeettevõtte seisukohast. Mudeli püstitamisel prognoositi, ajavahemiku 2015 – 2019, vabad rahavood ettevõttele, mis diskonteeriti kaalutud kapitali keskmise hinnaga. Terminaalväärtuse leidmiseks rakendati Gordon'i kasvu mudelit. Töö käigus teostati horisontaalanalüüs, mille eesmärk on analüüsida äritegevuse efektiivsust. Hinnangu andmiseks kasutati erinevaid likviidsus-, efektiivsus-, investeringute ja finantsvõimenduse suhtarve. Tm Paber OÜ diskonteeritud väärtuseks kujunes 40 880 eurot, millest 8 765 eurot moodustab vabade rahavoogude väärtus ning 32 115 eurot terminaalväärtus. Tulemuse tundlikkuse hindamiseks viidi läbi sensitiivsusanalüüs, mille sisenditeks on WACC ning stabiilne kasvumäär.

Võtmesõnad: diskonteeritud rahavoogude mudel, vabad rahavood, WACC, terminaalväärtus, sensitiivsusanalüüs

SISSEJUHATUS

Ettevõtte fundamentaalse analüüsi eesmärk on hinnata, kas ettevõtte on üle – või alahinnatud. Adekvaatse tulemuse leidmiseks on mitmeid võimalusi, kuid vaieldamatult enim levinud on diskonteeritud rahavoogude meetod. DCF valuatsioon on tarvilik, et hinnata firma kui terviku väärtust ning ettevõtte poolt genereeritavate rahavoogude nüüdisväärtust. Eesmärgipärane hindamine leiab aset, kui äritegevuse efektiivsus nõuab erinevatel põhjustel mõõtmist. Põhjuseks võib-olla omanike ringis aset leidavad muudatused, juhtkonna vahetus või müügi eesmärgil firma väärtuse hindamine. Käesoleva töö aktuaalsus seisneb hinnatava ettevõtte, Tm Paber OÜ, valuatsioonis, et omanike ringi laienemise korral leida müüdava osa õiglase väärtus.

Valitud teema on ajendatud isiklikust huvist diskonteeritud rahavoogude meetodi vastu ning huvist väikeettevõtte hindamise eripära suhtes. Stiimuliks on võimalus reaalselt näha ettevõtte siseseid ja väliseid äriprotsesse, neid hinnata teoreetilisest aspektist ning kajastada kaasatud informatsiooni bakalaureusetöös. Lisaks sellele avaldub soov hinnata konkreetset firmat, sest osühingu omanik soovib teada väärtust, mis on põhjendatud ning millel on teoreetiline aluspõhi.

Töö innovatiivsus seisneb varasema valuatsiooni puudumisel konkreetse ettevõtte suhtes. Peamine eesmärk on anda adekvaatne hinnang ettevõttes toimuvale, kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude mudelit ning iseloomustada firma olukorda läbi erinevate suhtarvude. Kõrval eesmärkideks on õppida tundma DCF meetodikat, rakendada seda erinevates läbiviidatavates valuatsioonides, saada ülevaade sektorist, kus ettevõtte tegutseb ja loomulikult majandusest laiemalt. Samuti excel'is interaktiivsete mudelite koostamis praktika, mis lihtsustab oluliselt järelduste tegemist ja mudeli sensitiivsuse analüüsimist.

Selleks, et eesmärgi täitmiseks suunatud ülesanded ja meetodid oleksid väga hästi mõistetavad on töö struktureeritud võimalikult loogiliselt ning lihtsalt. Esmalt keskendutakse ettevõtte väärtuse hindamise teoreetilistele alusetele. Antakse täpsem ülevaade valuatsiooni vajalikkusest ning eesmärgipärasusest. Järgmiseks on fookus suunatud väikese firma hindamise

spetsiifikale, lähtudes erinevate autorite seisukohtadest. Täpsemalt analüüsitakse Carland'i ja White'i väikeettevõtte hindamise klassifikatsioone ning Peterson'i ja O Hanlon'i lähenemist. Lisaks vaadeldakse, kuidas erineb eraettevõtte hindamine börsil noteeritud firmast. Diskonteeritud rahavoogude meetodi uurimisel toetutakse peamiselt Damodaran'i, Koller'i ja Fernandez'e teaduslikele artiklitele. DCF kontseptsioon saab põhjaliku analüüsi osaliseks, mille käigus vaadeldakse vabade rahavoogude struktuuri, prognoosimist ja diskonteerimist. Samuti uuritakse kaalutud keskmise kapitali hinna ehk WACC'i leidmist ning terminaalväärtuse arvutamist ja stabiilse kasvumäära hindamist.

Teises peatükis antakse põhjalik ülevaade analüüsitavast ettevõttest. Viiakse läbi Tm Paber OÜ finantsaruannete horisontaalanalüüs, mille käigus arvutatakse välja erinevad likviidsus-, efektiivsus-, investeringute ja finantsvõimenduse suhtarvud, mida kasutatakse ettevõtte tänase olukorra hindamiseks. Tuuakse välja firma peamised konkurendid ning suurimad kliendid. Lisaks keskendutakse peajasjalikult majanduslikule olukorrale Eestis ja Soomes. Analüüsitakse metsa – ja paberitööstuses toimuvat ning vaadeldakse võimalike tuleviku stsenaariumeid.

Viimases osas interpreteeritakse analüüsi käigus saadud tulemusi, uuritakse keskmise kaalutud kapitali hinna kujunemist ja terminaalväärtuse leidmist. Loomulikult antakse konkreetne ülevaade laenu – ja omakapitali hindade kujunemisest ning vaba rahavoo tekkimise struktuurist. Viimaseks analüüsitakse saadud ettevõtte väärtust sensitiivsusanalüüsile toetudes ning arutletakse saadud tulemuste üle.

1. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED

Valuatsiooni läbiviimisele võime läheneda kahel viisil: sisemine väärtus ja relatiivne väärtus. Interpreteerides sisemist väärtust, näeme, et vara väärtus tuleneb oodatavate rahavoogude funktsioonist. Varad, millel on suured ja paremini ennustatavad rahavood peaksid olema rohkem väärt, kui varad, millel on madalad ja suhteliselt volatiilsed rahavood. Varade sisemise väärtuse hindamiseks kasutatakse diskonteeritud rahavoogude mudelit (Damodaran, 2010, 7). Kuigi antud teooria fookus on diskonteeritud rahavoogude mudelil siis tuleb arvestada asjaoluga, et üha enam vara väärtuse hindamisi viiakse läbi relatiivsuse baasil. Suhtelise hindamise käigus võrdleme konkreetse vara väärtust analoogsete varadega turul. Näiteks võivad investorid langetada otsuse, kas aktsia on odav või mitte, võrreldes seda analoogsete aktsiatega turul (*Ibid.*).

Uuringuid on kindlaks teinud, et ettevõtted, kes on pühendanud end väärtuse maksimeerimisele, loovad pikemas perspektiivis rohkem töökohti, kohtlevad oma praeguseid ja tulevasi töötajaid paremini, rahuldavad oma klientide huve suurema pühendumusega ning on suurema vastutus ulatusega. Konkurents, väärtust maksimeerivate, ettevõtete vahel aitab kindlustada kapitali, inimkapitali ja loodusressursside efektiivse kasutamise majanduses, mille tulemusena paranevad elamisstandardid. Teadmine, kuidas ettevõtted loovad ning mõõdavad väärtust, on väga oluline vahend turumajanduses (Koller *et al.* 2010, 3).

Ettevõtte hindamine on protsess, mis koosneb erinevatest protseduuridest, mille peamine eesmärk on hinnata firma majandusliku hetkeväärtust. Hindamist kasutavad finantsturu osalised, et määratleda ettevõtte õiglane ostu- või müügitehingu hind. Samasuguseid hindamise meetodeid kasutavad ettevõtete hindajad, et selgitada välja, kuidas eraldada äri ostuhinna hulgast ettevõtte vara väärtus. Eesmärk on luua lähenemine, kuidas hinnata partnerite osaluse väärtust. Samuti on ettevõtte väärtuse hindamine oluline õiguslikust aspektist, näiteks kohtuvaidluste puhul (Kwok *et al.* 2008, 43).

Ettevõtte väärtuse hindamist kasutatakse erinevateks eesmärkideks. Pablo Fernandez on välja toonud oma 2002 aastal kirjutatud artiklis „*Company Valuation Methods – The Most Common Errors In Valuations*“ järgmised põhjused, mis võivad olla ajendiks ettevõtte väärtuse hindamiseks (2002, 2-3):

- 1) Ettevõtte müügi- ja ostuoperatsioonid - väärtuse hindamise käigus selgub kõrgeim hind, mida ostja võiks maksta ning müüja saab informatsiooni madalaimast hinnast, millega ta müüa võiks.
- 2) Börsil noteeritud ettevõtted - hindamise käigus saadakse ülevaade ettevõtte aktsia hinnast ning annab võimaluse seda võrrelda börsil kaubeldava hinnaga.
- 3) Aktsiate avalik esmane pakkumine - aktsia hindamine põhjendab *IPO*-l kaubeldavat hinnataset.
- 4) Pärimine - hindamise käigus võrreldakse aktsiate väärtust muu vara väärtusega.
- 5) Kompensatsiooni skeemid - väärtuse hindamine on oluline kindlaks määramaks ettevõtte juhatuse kompetentsi hindamiseks.
- 6) Väärtuse allikate identifitseerimiseks – hindamise käigus tuvastatakse peamised faktorid, mis mõjutavad ettevõtte väärtust.
- 7) Strateegiliste otsuste vastuvõtmine – hindamine on peamine alus, kuidas määratleda ettevõtte üksuse osatähtsust.
- 8) Strateegiline planeerimine – väärtuse hindamise käigus selgitatakse välja, millised tooted, teenused, riigid ja kliendid on olulised.

Peamiselt on neli erinevat lähenemise meetodikat, kuidas hinnatakse firma väärtust. Esimene, diskonteeritud rahavoogude meetod, mille rakendamisel leitakse ettevõtte rahavood tulevastel perioodidel ning tekkinud rahavoogude nüüdisväärtus. Teine meetod on varade väärtuse põhine, kus eesmärgiks on hinnata ettevõtte olemasolevaid varasid. Vara bilansilise väärtuse leidmine on sageli hindamismeetodi rakendamise alguse punktiks. Kolmas meetod on relatiivne hindamine, mille eesmärgiks on võrdlemise käigus, teiste analoogsete ettevõtetega, hinnata vara väärtust. Näiteks võib siin omavahel võrrelda samas tegevusvaldkonnas tegutsevate ettevõtete rahavoogusid või müügitulemusi. Neljas meetod on optsioonidel põhinev hindamise meetod (Damodaran, 2006, 3).

1.1. Väikeettevõtte hindamise omapära

Väike ettevõtte väärtuse hindamist on võimalik teostada sissetulekute, turupõhise ning kulude meetodi alusel. Sissetulekutel põhineva väärtuse hindamise meetodika põhineb nendel varadel, mida ettevõtte kasutab, et genereerida tulu, tootlikusel tulevikus. Eeltoodud meetodi rakendamisel ei võeta arvesse ega võrrelda, hinnatavat ettevõtet, turul tegutsevate analoogidega. Turupõhise hindamise meetodi loogika keskendub sellele, kuidas turg tajub hinnatava vara majandusliku väärtust ehk seda, milline on sarnaste tegevusaladega ettevõtete hind turul (O'Hanlon, 1996, 3-4).

Kolmandaks alternatiiviks on kulude põhine väärtushindamise meetod. Antud teooria põhineb investeringutele, mida on vaja teha, et asendada või taas toota ettevõtte vara, kasutades selleks sama tasuga tööjõudu, materjale ning töövahendeid. Kulude meetodi rakendamine nõuab hinnatava ettevõtte käibekapitali vajaduse, masinate, varustuse, kinnisvara ning immateriaalse vara hindamist. Sisuliselt baseerub valuatsioon ettevõtte üksuste väärtuste summale ning ei peegelda firma jätkuvat väärtust. See tõttu on eeltoodud lähenemismeetod kohane kasutada valdusfirmade või väga kapitalimahukate ettevõtete puhul (Peterson, 2013, 64)

Loomulikult on väikeettevõtte hindamiseks ka teisi meetodeid. Carland ja White toovad oma artiklis: „*Valuing The Small Business*“ klassifikatsiooni, mille alusel on võimalik väikeettevõtte väärtust hinnata müügikõlblike varade-, kogusissetuleku kordaja- ja diskonteeritud rahavoogude meetod alusel (1990, 40-41). Müügikõlblike varade meetodit nimetatakse sageli ka raamatupidamisliku väärtuse meetodiks. Tegemist on kõige triviaalsema hindamismeetodiga väikeettevõtete puhul, mille tulemuse ehk saadud väärtuse täpsuse hinnang on suure varieeruvusega. Meetodi rakendamisel peab hindajal olema ligipääs ettevõtte bilansile, mis peab endas sisaldama kõige uuemat informatsiooni firma varade ja kohustiste kohta. Enim sobib kasutamiseks auditeeritud bilanss, mis on kinnitatud ettevõtte välise audiitori poolt. Edasimüügiks soetatud varude hindamismeetodil on suur mõju lõpp väärtuse kujunemisele. Eelkõige on see tingitud asjaolust, et potentsiaalne ostja hindab varusid soetamishinna alusel, kuid müüja viib hindamisprotsessi läbi, lähtudes asendamiskulude meetodist. Ettevõtte väärtus kujuneb olemasolevate varude summast, millele liidetakse varade bilansiline väärtus ning lahutatakse kohustiste kogusumma (Carland *et al.* 1990, 40-41).

Kogusissetulekute kordaja hindamise meetod baseerub kontseptsioonil, et brutokasumi marginaal on väikeettevõtete jaoks kõige olulisem näitaja. Esmalt tuleb kindlaks määrata müügi maht, mis on hindamisprotsessi juures kõige olulisem kriteerium. Müügi mahu planeerimisel võib lähtuda ajaloolistest andmetest, mille korral on prognoositud väärtused tõesemad. Probleem seisneb aga selles, et kui tegemist on vaid mõned aastad eksisteerinud ettevõttega siis on võimatu kasutada ajaloolisi andmeid ning prognoosid muutuvad ennustusteks. Siin kohal tuleb suunata tulevase müügi mahu koostaja tähelepanu sellele, et prognoos saaks olema realistlik ja konservatiivne. Brutokasumi marginaali prognoosimisel kasutatakse analoogset meetodit. Lisaks on brutokasumi prognoosimisel võimalik kasutada tegevusharu keskmisi näitajaid. Väärtuse leidmiseks korrutatakse müügi maht brutokasumi marginaaliga ning lahutatakse sellest püsivkulud (*Ibid.*).

Üldine raamatupidamise raamistik ei suuda adekvaatselt kajastada immateriaalseid väärtuse suurendajaid, mis mõjutavad väikeettevõtte kasumlikkust tulevikus. Esiteks teenitakse, teada olemata osa kasumist, väikeettevõttes tänu personaalsetele suhetele väikeettevõtete omanike, varustajate ning klientide vahel. Selliste suhete olulisust ei suudeta kajastada traditsioonilises aruandluses. Teiseks, operatiivne informatsioon, mis on vajalik firma läbipaistvuse tagamiseks on sageli halvasti või mitte ametlikult dokumenteeritud. Kolmandaks, väikeettevõtted kipuvad tegutsema kitsas geograafilises- või kaubanduspiirkonnas, mis muudab ettevõtete otsese võrdlemise omavahel keeruliseks. Samuti võib väiksemates firmades lühiajalised probleemid muutuda prioriteetsemaks, kui pikaajaliste küsimuste lahendamine (Bradburd *et al.* 2013, 3).

1.2. Eraettevõtte hindamine

Ettevõtted, mis ei ole börsil noteeritud varieeruvad oma suuruse poolest kardinaalselt – tegu võib-olla pere ettevõttega, kus töötab vaid kolm kuni neli inimest või ettevõttega, mis annab tööd tuhandetele inimestele ning pakub konkurentsi börsil noteeritud ettevõtetele. Eraettevõtete hindamise standardid jäävad samasuguseks nagu need olid avaliku firma puhul. Probleemaatika väärtuse andmise juures seisneb asjaolus, et eraettevõtete majandustulemuste kättesaamine on limiteeritud. Eraettevõtete hindamisel tuleb tähelepanu pöörata valuatsiooni läbiviija motiividele, sest need võivad suuresti mõjutada lõpp-tulemust. Avalikult

kaubeldavate ettevõtete ja eraettevõtete vahel on palju sarnaseid jooni. Damodaran on oma raamatus „*Valuing Private Firms*“ välja toonud neli peamist erinevust, mis mõjutavad valuatsiooni sisendite hindamist, era ja noteeritud ettevõtte vahel (Damodaran, 2014, 1-2).

Börsil noteeritud ettevõtted on reguleeritud hulga raamatupidamislike standardite poolt, mis võimaldab selgelt näha, millest erinevad kirjed koosnevad. Samuti on meil võimalik ettevõtete majandustulemusi omavahel võrrelda. Eraettevõtted, mis ei kuulu korporatsioonidesse, tegutsevad palju lõdvemate standardite järgi ning andmete kajastamine raamatupidamises võib-olla erinev (*Ibid.*).

Avalikkusele on kättesaadav tunduvalt väiksem hulk informatsiooni eraettevõtete kohta. Üldiselt on ajalooliste andmete leidmine raskendatud ning seeläbi ka kättesaadava informatsiooni hulk piiratud. Näiteks avalikult kaubeldavad ettevõtted peavad kajastama äritegevust segmenteeritult ning seeläbi kajastub ka nende ettevõtete kasum või kahjum segmenti suhtes. Eraettevõtetel seevastu puudub aga kohustus äritegevust raamatupidamises kajastada eeltoodult ning üldjuhul nad seda ka ei tee (*Ibid.*).

Konstantselt uuendatav omakapitali hind ning ajaloolised andmed selle muutumise kohta on väga oluline informatsioon, mida igaüks võib börsil noteeritud ettevõtte kohta lihtsasti leida. Eraettevõtte omakapitali hind ning selle muutumine ajas ei ole kättesaadav kolmandatele isikutele. Lisaks puudub erafirmade kauplemiseks turg ehk osaluse likvideerimine eraettevõttest on tunduvalt kulukam protsess, kui avalikus ettevõttes (*Ibid.*).

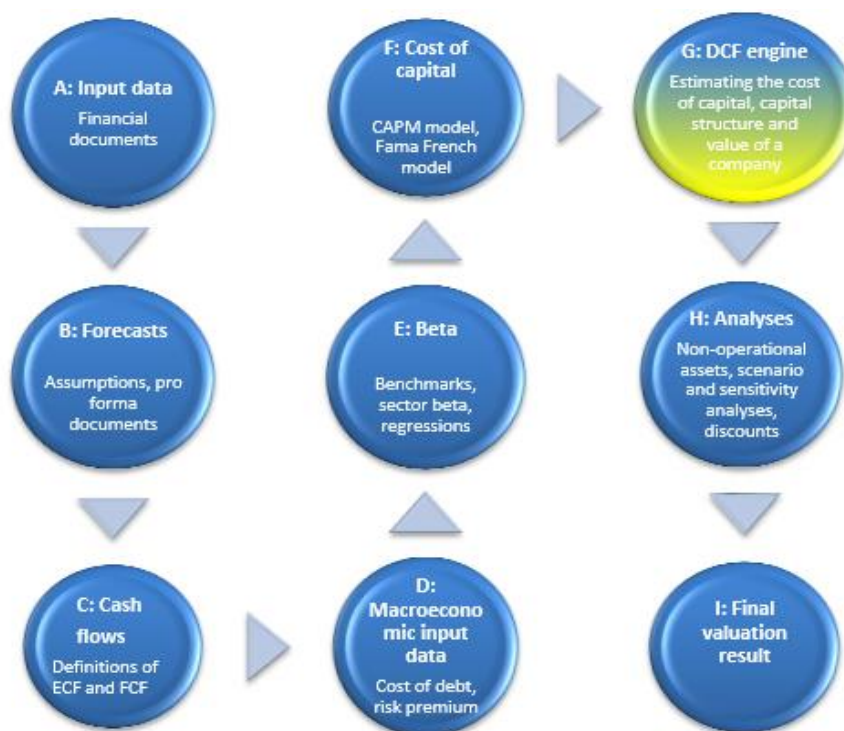
Börsil noteeritud ettevõtete suuraktsionärid palkavad üldjuhul agendi, kes ettevõtet juhib, samuti omavad paljud aktsionärid osalust ka teistes ettevõtetes, eesmärgiga oma portfelli diversifitseerida. Eraettevõtte omanik on seevastu aga üldjuhul tihedalt seotud ettevõtte juhtkonnaga ja ta võib ka ise juhtkonna liige olla ning suur osa tema varast on investeeritud just sellesse firmasse. Omaniku ning ettevõtte juhtkonna arvamuste erisused võivad põhjustada ettevõtte vara ja omaniku vara segunemise (*Ibid.*).

Ettevõtte väärtus on tulevikus genereeritavate rahavoogude nüüdiseväärtus. Diskontomäär peab peegeldama konkreetse ettevõttega seotud riski ning võla- ja omakapitali suhet. Kuigi tegemist on sama süsteemiga, millega hinnatakse avaliku ettevõtet siis erinevus seisneb nende sisendite hindamises ja valuatsiooni eesmärgis. Juhul, kui me hindame eraettevõtet eesmärgiga see müüa mitte juriidilisele isikule või teisele ettevõttele, peame arvesse võtma kolme spetsiifilist sisendit.

Esiteks, omakapitali hind, mille puhul peame kindlad olema, et see on determineeritud riskist, mida ei ole võimalik hajutada. Peame eeldama, et potentsiaalne ostja portfelli ei ole väga hästi diversifitseeritud. Teiseks, omakapitali osalus eraettevõtetes on raskesti realiseeritav, mis võib valuatsiooni väärtust alla hinnata. Piiratud kaublemisega aktsiate allahindlust võib tuletada börsil noteeritud ettevõtete või pakkumise hinnavahena. Kolmandaks, eraettevõtete omakapitali kontrollpaki omanik, võib kaubelda oluliselt kõrgema hinnatasemega, kui vähemusosalised (*Ibid.*, 37-38).

1.3. Diskonteeritud rahavoogude hindamise meetod

Diskonteeritud rahavoogude mudeli rakendamisel leiame, et ettevõtte väärtus on funktsioon kolmest muutujast: ettevõtte võime genereerida rahavoogusid, rahavoogude oodatav kasv ning teadmatus, milline risk kaasneb nende rahavoogudega (Damodaran 2010, 77).



Joonis 1. Diskonteeritud rahavoogude mudeli loogika

Allikas: Patena W. (2011). W poszukiwaniu warto Oficyna Wolters Kluwer Business

Diskonteeritud rahavoogude hindamise mudelis on finantsvara väärtus võrdne tulevikus oodatavate rahavoogude nüüdisväärtusega. Diskontomäär peegeldab nõutavat tulumäära, mida investor soovib vastava riskitaseme juures (Damodaran 2006, 4). Diskonteeritud rahavoogude mudeli rakendamiseks on kõigepealt vaja prognoosida finantsvara eluiga, kapitali hind, rahavood finantsvara eluea jooksul ning siis diskontomäär, millega rahavood diskonteerida.

1.3.1. Vabad rahavood

Omakapitali rahavoo hindamise mudel kalkuleerib ettevõtte nüüdis puhasväärtuse ehk omakapitali väärtuse ajakohastades tulevikus saabuvald rahavoogusid, mis on suunatud ettevõtte aktsionäridele. Erinevus FCFF-st tuleneb diskonteerimismäärast, mis FCFF puhul on kapitali kaalutud keskmine hind aga FCFE puhul omanike poolt nõutud tulumäär ettevõttesse investeeritud kapitalilt (Anghelache *et al.* 2012, 80)

Tabel 1. Omakapitali vaba rahavoo arvutamine

| |
|---|
| =Puhaskasum (NI) |
| + Kulum |
| - Kapitalikulutused (<i>Capex</i>) |
| - Muutus käibekapitalis (ΔWC) |
| + Neto laenuvõtmine |
| = FCFE |

Allikas: Kaviani *et al.* 2013, 231. Valuation of Firm through CVFCFF and CVFCFE as New Models Based on Free Cash Flow.

Omakapitali vaba rahavoog (FCFE) on rahavoog, mis jääb järgi peale maksude, puhaste kapitalikulutuste ja käibekapitali vajaduste maha arvamist ärikasumist (EBIT), kuid enne laenumaksete ja eelisaktsiate dividendide väljamaksmist. Korrigeerides omakapitali vaba rahavoogu, hindame ettevõtte omakapitali (E) ning seetõttu kohane diskontomäär on omakapitalilt nõutav tulumäär (K_e) (Fernandez 2013, 12).

Ettevõtte vaba rahavoog on genereeritud ettevõtte põhitegevuses, millest on maha arvatud investeeringud uude kapitali (Koller *et al.* 2010, 40). Vaba rahavoog ettevõttele

(FCFF) on rahavoog, mis jääb järgi peale maksude, puhaste kapitalikulutuste ja käibekapitali vajaduste ärikasumist (EBIT) maha-arvamist, kuid enne laenumaksete ja eelisaktsiate dividendide väljamaksmist (Fernandez 2013, 10). FCFF diskonteerimisel tuleb diskontomääraks võtta kaalutud keskmine kapitali hind (WACC) (*Ibid.*, 12).

Tabel 2. Vaba rahavoog ettevõttele arvutamine

| |
|--|
| = Müügitulu |
| - Tegevuskulud |
| - Tulumaks dividendidelt |
| - Kapitali kulutused |
| - Investeering puhtasse käibekapitali muutus |
| = FCFF |

Allikas: McClure, 2010, 5. Discounted Cash Flow Analysis. Investopedia. Division of Value Click, Inc.

Vaba rahavoog ettevõttele on summa, mida võib kasutada nii omanike kui võlausaldajate teenendamiseks. FCFF võimaldab leida ettevõtte koguväärtuse, kui aga vaba rahavoog omanikele (FCFE), võimaldab leida ettevõtte väärtuse selle omanike jaoks. Erinevus FCFE ja FCFF vahel peegeldab erinevust ettevõtte finantseerimisstruktuuri ning kapitali jaotumise, erinevate huvidega, osanike vahel. FCFE on otsesem ning seda on lihtsam rakendada kui kapitali struktuur ei ole väga volatiilne. Teisalt aga kui ettevõttel on negatiivne FCFE ning kohustiste hulk on kõrge siis oleks optimaalne kasutada FCFF-i (Anghelache *et al.* 2012, 81)

1.3.2. Kapitali hind

Kaalutud keskmine kapitali hind (edaspidi WACC) on kogu intressikandva võõrkapitali ja omakapitali hind, mis saadakse võla- ja omakapitali osakaalusid arvesse võttes (Juhend 2014.a kaalutud keskmise kapitali hinna leidmiseks 2014, 2). WACC on ettevõtte kapitali hind ning seda võib interpreteerida kui ettevõtte nõutavat tulumäära (Ross *et al.* 2008, 479). Kapitali kaalutud keskmine hind arvutatakse tulumaksujärgsetest individuaalsetest

kapitali hindadest, mis on kaalutud iga kapitali osatähtsusega kogukapitalist. WACC-i arvutamisel tuleb silmas pidada:

- 1) WACC peab arvesse võtma kõiki kapitali allikaid,
- 2) kaalutud keskmist kapitali hinda tuleks arvutada maksudejärgsest kapitali hinnast,
- 3) ta peab silmas pidama inflatsioonilisi ootusi, kuna prognoositavad rahavood sisaldavad neid,
- 4) WACC-i leidmisel tuleb arvestada firmaga seonduvat süstemaatilist riski,
- 5) finantseerimisallikate osakaalu kindlaksmääramisel tuleks lähtuda nende turuväärtusest,
- 6) WACC võib prognoositava perioodi jooksul muutuda, kui toimuvad muutused inflatsioonitasemes, kapitalistruktuuris või süstemaatilises riskis

Kapitali üldistava hinna leidmise põhivalem:

$$WACC = (E/A) * Re + (D/A) * Rd * (1 - Tc) \quad (1)$$

kus

WACC - kapitali üldistav maksudejärgne hind,

A – varad,

D - võõrkapitali,

Rd - võõrkapitali hind,

T - firmale rakendatav maksumäär,

E - omakapitali (lihtaktsiad),

Re - omakapitali hind.

Omakapitali hind on kindlaks määratud kolme teguriga: riskivaba tulumäär, tururiski preemia ning riski korrigeerimine, mis väljendab konkreetse ettevõtte riski konkreetsetes tegevusharus. Enim kasutatud omakapitali hindamise meetod on CAPM mudel. *Capital Asset Pricing Model* määratleb ettevõtte süstemaatilise riski, kasutades selleks beetat. Beeta mõõdab investeringu süstemaatilist riski ehk riski, mida ei ole võimalik hajutada (Koller *et al.* 2010, 238). CAPM mudel postuleerib, et väärtpaberit oodatav tulusus võrdub riskivaba tulumäära pluss väärtpaberit beeta korda tururiski preemia (*Ibid.*).

$$CAPM \text{ mudel: } Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) \quad (2)$$

kus

Ke - omakapitali hind,

Rf - riskivaba tulumäär,
β - beetakordaja,
Rm - oodatav turu tulumäär,
(Rm – Rf) – tururiski preemia.

CAPM mudelis olevad muutujad on ühised kõigile sama sektori ettevõtetele, ainult beeta varieerub. Beeta esindab väärtpaberi tulususe tundlikkust turuportfelli tulususe muutuste suhtes, seega väljendab beeta suhtelist riski võrreldes koguturuga (Koller *et al.* 2010, 239).

Võimendusega beeta ehk vara beeta (ing.k. *asset beta*), käsitleb ainult ettevõttega seotud äririski ning ei võta arvesse firma finantseerimisstruktuuri. Võimendusega beetakordaja mõõdab ettevõtte aktsionäride süstemaatilist riski. See hõlmab nii äri – kui rahastamisriski (Reilly 2010, 22).

$$\beta_e = \beta_a \left[1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right] \quad (3)$$

kus

β_e – võimendusega beetakordaja,
 β_a – võimendusega beetakordaja,
T – tulumaksumäär,
D/E – võõr- ja omakapitali suhe.

Alternatiivselt kasutatakse omakapitali hinna leidmiseks arbitraažihindade teooriat (APT). Mõlema mudeli puhul eeldatakse, et valitseb lineaarne seos varade oodatava tootluse ning varade kovariatsioonid teiste juhuslike muutujate vahel. CAPM mudelis väljendub kovariatsioon turu portfelli tootluses. Vastastikust lineaarset seost arvmutujate vahel interpreteeritakse kui riski määra, mida investor ei saa vältitada portfelli diversifitseerides. *Slope* koefitsent, mis väljendub lineaarses seoses oodatava tulususe kovariatsiooni vahel, nimetatakse riski preemiaks (Huberman *et al.* 2005, 1). APT kohaselt on igal ettevõttel iga faktori kohta oma individuaalsed beeta. Samuti määrab ära, et vara oodatavat tootlust mõjutavad mitmed tegurid, kuid ta ei ütle täpselt, mis need tegurid olla võivad. Lisaks tuleb silmas pidada, et neid tegureid ei ole võimalik diversifitseerimisega vähendada (Ross, 1976, 343).

1.3.3. Terminaalväärtus

Võttes arvesse, et me ei suuda rahavoogusid igavesti ennustada, peame hindamis-meetodis sisse tooma rahavoogude prognoosimise lõpetamise. Selleks peame lõpetama rahavoogude prognoosi mingil hetkel tulevikus ning välja arvutama lõpp väärtuse, mis peegeldab kõiki rahavoogusid peale seda punkti. Terminaalväärtus kujutab endast kõigi järgnevate rahavoogude väärtust kuni lõpmatuseni, eeldades, et ettevõtte jätkab oma tegevust. Levinum viis, kuidas hinnata ettevõtte lõpp väärtust on ettevõtte varade likvideerimisväärtus, kus eeldatakse, et ettevõtte varad müüakse viimasel tegevusaastal või prognoositakse nende terminaalväärtus. Teiseks võimaluseks ettevõtte lõppväärtuse leidmiseks on kordisti kasutamine, mis on aga ühitamatu sisemise väärtusega ning muudab hinnangu relatiivseks (Damodaran, 2010, 57).

Perpetuiteedi kasvu mudeliga on ettevõtte terminaalväärtus võimalik välja arvutada eeldades, et ettevõtte terminaalaasta vaba rahavoog kasvab konstantse määra alusel lõpmatult. Perpetuiteedi kasvumäär valitakse tavaliselt ettevõtte tegevusharu pikaajalise kasvumäära alusel, mis tavaliselt jääb vahemikku 2 - 4% (Rosenbaum *et al.* 2009, 128).

$$TV_n = \frac{[FCFF_{n+1} \times (1+g)]}{(r-g)} \quad (4)$$

kus

FCFF - viimase prognoosiperioodi vaba rahavoog ettevõttele,
r - diskontomäär,
g - kasvumäär
n – prognoosi perioodi aasta.

Terminaalväärtuse arvutamine aitab parandada prognoosi perioodi lühendamisel võimaliku tekkivat viga. Eeltoodud viga ilmneb terminaalaastale järgnevate rahavoogude prognoosimisel, kui toimub prognoosi perioodi kärpimine. Juhul, kui prognoosi perioodi rahavood kajastavad väärtust adekvaatselt ei ole vajadust terminaalväärtuse leidmiseks. Teisalt aga, kui prognoosi perioodi rahavood ei kajasta õiglast väärtust, ilmneb vajadus korrektse tulemuse saavutamiseks, lõppväärtuse arvutamise vajaduse järele. Prognoosi perioodil võimalik tekkiv viga sõltub, mida prognoositakse ning, kuidas seda mõõdetakse. (Penman, 1997, 304)

1.3.4. Rahavoogude diskonteerimine

Pablo Fernandez on välja toonud oma 2006 aastal kirjutatud artiklis „*Valuing Companies By Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories*“ järgmised kümme alternatiivset meetodit, kuidas hinnata ettevõtete diskonteeritud rahavoogude kontekstis (2013, 12):

- 1) Vaba rahavoo diskonteerimisel kasutatakse kaalutud keskmist kapitali hinda,
- 2) Omakapitali rahavood diskonteeritakse omakapitalilt nõutava tulumäära alusel,
- 3) Kogukapitali rahavood diskonteeritakse kaalutud keskmise kapitali hinnaga enne maksude tasumist,
- 4) Kasutatakse diskonteerimisel APV-d ehk korrigeeritud hetke väärtust,
- 5) Riskiga korrigeeritud ettevõtte vaba rahavoog diskonteeritakse varadelt nõutava tootlusega,
- 6) Riskiga korrigeeritud omakapitali rahavood diskonteeritakse varadelt nõutava tulumääraga,
- 7) Ettevõtte majanduslik kasum diskonteeritakse omakapitalilt nõutava tulumääraga,
- 8) EVA ehk loodud majanduslik lisandväärtus diskonteeritakse kaalutud kapitali keskmise hinnaga,
- 9) Korrigeeritud riski vaba ettevõtte rahavoog diskonteeritakse riski vaba tulumääraga,
- 10) Korrigeeritud riski vaba omakapitali rahavoog diskonteeritakse varadelt nõutava tulumääraga.

Kõik kümme meetodit annavad rakendamisel sama tulemuse. Tulemus on loogiline, sest kõik eelnimetatud meetodid sama olukorda samades tingimustes. Meetodid võivad erineda üksteisest vaid selle poolest, millised rahavood võeti hindamise alguspunktiks (Ibid.). Diskonteeritud rahavoogude meetodi kohaselt leitakse ettevõtte kui terviku või omakapitali väärtus, diskonteerides tänasesse päeva vara pealt tulevikus tekkivad rahavood sobiliku diskontomäära alusel. Teisisõnu võrdub vara väärtus tulevaste oodatavate rahavoogude diskonteeritud nüüdisväärtusega (Damodaran, 2001, 751).

Rahavooge saab määratleda kahest perspektiivist (Ceglowski, 2011, 35):

- 1) Omanike vaba rahavoo diskonteerimine
- 2) Ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimine

Selleks, et teada saada, kui suur on ettevõtte väärtus selle omanikele tuleb omanike vaba rahavoog diskonteerida omakapitali hinnaga. Saadud nüüdisväärtused tuleb summeerida. Selleks, et leida ettevõtte koguväärtus nii võlausaldajate kui omanike jaoks tuleb ettevõtte vabad rahavood diskonteerida kaalutud kapitali keskmise hinnaga ja saadud nüüdisväärtused kokku liita (Steiger 2008, 6).

Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodi abil koosneb erinevatest etappidest. Esimeses etapis leitakse sobiv diskontomäär ehk kaalutud keskmise kapitali hind, mida kasutatakse ettevõtte vaba rahavoo diskonteerimiseks. Järgmises etapis prognoositakse tulevased vabad rahavood järgmiseks viieks kuni kümneks aastaks. Kolmandas etapis leitakse terminaalkväärtus. Viimases etapis summeeritakse rahavoogude nüüdisväärtused ning liidetakse terminaalkväärtusele (Steiger 2008, 5).

$$\text{Ettevõtte väärtus} = \sum_{t=0}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} \quad (4)$$

kus

FCFF_t - prognoositav vaba rahavoog ettevõttele perioodil t,

t - periood

r - diskontomäär,

TV - terminaalkväärtus aastal n,

n - aasta, millest alates ei ole võimalik enam prognoosida rahavooge.

Tavaliselt arvutatakse ettevõtte väärtus kasutades erinevaid finantsvõimenduse tasemeid, selleks, et leida optimaalne finantseerimise struktuur. Leitud ettevõtte väärtust saab kasutada edasisteks analüüsideks ja uuringuteks. Näiteks võib ettevõtte omakapitali väärtuse jagada aktsiate arvuga, et kindlaks määrata börsil noteeritud ettevõtte õiglase aktsia hind (Steiger 2008, 11)

2. TM PABER OÜ

Tm Paber OÜ loodi 1992. aastal Margus Tiigimäe ja Ergo Meose juhtimisel. Ettevõtte on üks vähestest Eesti firmadest, kes valmistab ise paberist kooli- ja kontoritarbeid, mille hulgas on erinevas formaadis pakutavad joonistusplokid, märkmepaberid, akvarellpaberid, kalka kui ka vatman. Lisaks sellele tegeleb Tm Paber OÜ kartongi, pakke- ja silikonpaberi ning jõupaberi töötlemise ja edasimüügiga nii hulgi – kui jaeklientidele. Ettevõtte missioon on hoida kodumaise toodangu kvaliteet kõrgena ning pakkuda 100% kodumaisel kapitalil põhineva ettevõtte tooteid parimas võimalikus ning konkurentsivõimelises hinnaklassis. Tm Paber OÜ näol on tegemist kitsa tegevus skaalaga ettevõttega, kes oma kontsentreerituse tõttu pakub spetsiifilist toodangut.

Ettevõtte tegevust koordineerib alates 2012. aastast Eve Tiigimäe, kes on ühtlasi firma suuromanik, juhatusliige kui ka tegevjuht. Lisaks sellele kuuluvad ettevõtte omanike ringi Stina ja Markus Tiigimäe, Maris Meos ning Siiri Uuli. Firmas töötab hetkeseisuga kolm töolist, kelle ülesanded on jaotatud vastavalt struktuuri ülesehitusele. Tm Paberi sisesed tööprotsessid on jaotatud kahte suuremasse funktsiooni:

- a) erineva pabermaterjali kui tooraine esmane töötlemine;
- b) kooli ja kontoritarvete valmistamine.

Toormaterjali käitlemine toimub Tõnis Maršalovi juhtimisel, kelle tööülesanded hõlmavad endas üldist laomajanduse juhtimist, lattu sisenevate ning väljuvate kaupade kontrolli, toormaterjali esmast töötlemist lähtuvalt klientide tellimustest. Samuti toimub kooli ja kontoritarvete valmistamine Tõnis Maršalovi juhtimisel. Täpsemalt toimub selles üksuses toormaterjali formaati lõikamine, erinevat liiki plokkide komplekteerimine ning teiste toodete valmistamine.

Ettevõtte peamised tarnijad on Koskenheimo KY ning Hyötypaperi OY. Tegemist on Soome Vabariigis paiknevate paberitootmis – ja töötlemis ettevõtetega. Peamiseks, erinevat tüüpi, pabermaterjali tarnijaks on Koskenheimo KY, kes ühtlasi on ka TM Paber OÜ partner

ettevõtte alates Tm Paber OÜ rajamisest. Samuti tarnitakse toormaterjali, just joonistusplakkide valmistamiseks, Antalis AS-lt. Tooraine veoks Soomest Eestisse kasutatakse AS Viru Trans teenuseid, kellelt ollakse tänaseks teenust juba sisse ostetud üle kümne aasta.

2.1. Finantsanalüüs

Ettevõtte finantsjuhtimise peamine eesmärk on firma aktsionäride rikkuse suurendamine. Selleks, et mõista ettevõtte olukorda täna, tuleb analüüsida finantsaruandeid, mis läbi suudame hinnata ettevõtte arengut ajas, teha tuleviku prognoose, hinnata juhtkonna tegevuse edukust, leida ettevõttes esinevatele probleemidele lahendus ning anda alus põhjendatud finantsotsuste vastuvõtmiseks (Friedlob *et al.* 2003, 5). Finantsanalüüs hõlmab endas kogu ettevõttega seotud majandusnäitajate analüüsimist ning interpreteerimist. Saadud tulemuste võrdlemine toimub horisontaalanalüüsile tuginedes, mille käigus kõrvutatakse aruandekirjete dünaamikat perioodide lõikes. Analüüsitavad andmed pärinevad Tm Paber OÜ 2011-2014 finantsaruannetest. Finantsanalüüsi käigus arvutatakse välja erinevaid likviidsus- ja maksevõime suhtarvud, äritegevusega ja kasumlikkusega seotud suhtarvud ning finantsvõimenduse ja investeeringutega seotud suhtarvud.

Likviidsuse juhtimine on igale ettevõttele väga oluline, see tähendab firma võimet katta hetke kohustusi, milleks on lühiajalised tegevus- ja finantskulud. Likviidsussuhtarve kasutatakse likviidsuse juhtimise hindamiseks organisatsioonis. Enim levinud likviidsus näitajad on maksevõime üldine tase, happetest ja rahaliste vahendite tase. Ettevõttel peaks olema piisavalt likviidseid varasid, et katta lühiajalisi kohustusi (Saleem *et al.* 2011, 95).

Tabel.1 Likviidsus ja efektiivsus suhtarvud 2011 - 2014

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------|------|------|------|------|
| Maksevõime üldine tase | 1,8 | 2,0 | 2,8 | 2,6 |
| Likviidsuskordaja | 0,1 | 0,7 | 1,0 | 0,5 |
| Raha keskmine laekumisperiood | 63,5 | 37,9 | 22,3 | 36,6 |
| Varude käibekordaja | 1,3 | 1,0 | 2,0 | 2,2 |

Allikas: Autori koostatud lisa 1, 2 toodud andmete aluses (vt lisa 1,2).

Maksevõime üldise taseme, heaks näitajaks peetakse >1,6, loomulikult erineb see haru spetsiifiliselt (*Ibid.*, 97). TM Paber OÜ maksevõime tase varieerub suuresti. 2011. aastast kuni 2013. aastani kasvades ning alates 2013. aastast kahanedes. Krediidiandjatele ning tarnijatele on kõrge maksevõime tase oluline, kuid siinkohal on võib-olla tegu käibevahendite ebaefektiivse juhtimisega. Käibevara peaks paremini realiseerima, et maksimeerida ettevõtte väärtust. Likviidsuskordaja analüüsimisel näeme, et firma tase teenindada lühiajalisi kohustusi on 2011. aastal olnud väga nõrk, aastatel 2012 – 2013 on olnud hea ning 2014. aastal mitterahuldav. 2014. aasta tulemus on tingitud varude, nõuete ja ettemaksete suurenemisest ning raha vähenemisest. Raha keskmine laekumisperiood indikeerib, kui pika aja jooksul debitoorne võlgnevus laekub. Aastale löikes näeme, et ostjate arvete tasumine on oluliselt paranenud 2013. aastal ning 2014. aastal jälle kasvanud. Varude käibekordaja näitab, et müük on muutunud efektiivsemaks ning varusid realiseeritakse kiiremini. Alates 2012. aastast on varude tase bilansis langenud, mis tingib ka näitaja suurema väärtuse.

Ettevõtte finantsanalüüsil on väga oluline analüüsida äritegevusega seotud näitajaid, sealhulgas, kuidas on muutunud ärikasum, müügitulu ja müüdüd toodangu kulu. Horisontaalanalüüsi käigus näeme, kuidas on firma arenenud ning, millised on Tm Paber OÜ tuleviku perspektiivid.

Tabel 2. Äritegevusega seotud näitajad perioodil 2011 – 2014

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|--------|--------|---------|---------|
| Müügitulu | 76 343 | 82 846 | 105 758 | 106 327 |
| <i>Muutus %</i> | | 8,52% | 27,66% | 0,54% |
| Kaubad, toore, materjal ja teenus (kulu) | 29 703 | 46 338 | 50 910 | 43 536 |
| <i>Muutus %</i> | | 56% | 10% | -14% |
| Puhaskasum | 6 985 | -2 366 | 3 591 | 3 093 |
| <i>Muutus %</i> | | | | -14% |

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

Müügitulu on perioodil 2011 – 2014 kasvanud ebaühtlaselt. 2012. aastal suurenes vastav näitaja 8,52%. Tähelepanu tuleb pöörata kaupade, toore, materjali ja teenuste kulule, mis suurenes eeltoodud ajavahemikul enam kui 1,5 korda rohkem võrreldes müügituluga. Sellest johtuvalt võib väita, et alates 2012. aastast on toorainele tehtud suuremaid kulutusi. Müügitulevuse paranemist näeme 2013. aastal, kui müügitulu suurenes 27,66% ning müüdüd

toodangu kulu kasv moodustas sellest vaid 36,1%. 2014. aastal on toimunud marginaalne, alla 1% muutus müügitulus. Paralleelselt on aga vähenenud realiseeritud kaupade kulu, mis viitab, kas odavamale toorainele või suurenenud müügihindadele, mis jäid siiski ostjatele aktsepteeritavaks. Ettevõtte omanikeringi muutumisega, prognoositakse ettevõtte toimimise efektiivsuse suurenemist ning seoses sellega ka müügitulu suurenemist. Vaadeldaval perioodil illustreerib puhaskasumi muutus ettevõttes toimuvat. 2012. aastal oli firmal kahjum, mis oli tingitud suurematest kulutustest materjalile, toorele ja teenustele ning müügitulu marginaalsest kasvust. 2013. aastal oli ettevõtte kasumis, tingituna suuremast läbimüügist. 2014. aastal kahanes puhaskasum 14% võrra, põhjuseks tööjõukulude enam kui 60% kasv.

Kasumlikkuse suhtarvud avaldavad ettevõtte võimet teenida omanike rahuldavat kasumit ning tulu investeringutelt. Suhtarvud on head finants olukorra indikaatorid ja iseloomustavad, kui efektiivselt ettevõtte juhib oma varasid. Koguarvade tootlikkus ehk ROA näitab, kuidas firma juhatus on enda kasutuses olevaid ressursse realiseerinud, tulu teenimiseks. ROE ehk omakapitali tootlikus, näitab, millist tulu teenib investeeritud omakapital (Lesáková, 2007, 259). Lisaks eeltoodule vaadeldakse loodavat lisandväärtust, EBITDA ja puhaskasumi marginaali. Selleks jagatakse vastavad näitajad läbi müügituluga.

Tabel 3. Tm Paber OÜ kasumlikkuse suhtarvud perioodil 2011 - 2014

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Lisandväärtus | 61,1% | 44,1% | 51,9% | 59,1% |
| EBITDA marginaal | 16,2% | 4,5% | 8,5% | 7,1% |
| Puhaskasumi marginaal | 9,1% | -2,9% | 3,4% | 2,9% |
| ROA | 9% | -4% | 6% | 5% |
| ROE | 16% | -6% | 8% | 7% |

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

Lisandväärtus on arvutatav järgmiselt: müügitulu miinus kaubad, toore, materjal ja teenused ning jagatud müügituluga. Lisandväärtuse marginaal on olnud märkimisväärselt kõrge 2011. aastal, olles tasemel 61,1%. 2012. aastal näitaja langes 17% võrra 44,1%, tingituna 56% toorme kulutuste kasvust. Alates 2013. aastast on marginaal kasvanud, suurenedes 2014. aastaks 7,2% võrra. EBITDA väljendab ärikasumit, millele on juurde liidetud amortisatsioon ning depretsiatsioon. EBITDA marginaal on võrreldes 2011. aastaga tunduvalt langenud. 2012. aastal langes näitaja 11,7% võrra. 2013. aastal kasvas näitaja 4%, kasvu põhjuseks võib pidada müügitulu suurenemist 28% võrra. 2014. aastal langes EBITDA

marginaal 1,4% võrra. Puhaskasumi marginaal on vaadeldavatel aastatel käitunud analoogselt EBITDA-ga. Omakapitali- ja koguvaradetoetus oli 2011. aastal märgatavalt kõrgemad, kui järgnevatel aastatel. Ettevõtte 2012. aasta kahjumi tõttu olid ROA kui ROE negatiivsed. 2013 – 2014 jäi ROA vahemiku 5-6% ning ROE 7-8%.

Ettevõtte kulutused saab jagada kaheks: käibekapitali kulutused ja kapitalile tehtavad kulutused ehk CAPEX. Käibekapitali kulutused realiseeritakse tavaliselt ühe majandusaasta jooksul, kuid kapitali kulutused realiseeritakse aastast pikema perioodi jooksul. Peamised kapitalikulutused on maa, hooned ja seadmed. Järgnevalt analüüsitakse, millise osa moodustas CAPEX müügitulust ja EBITDA-st. Samuti vaadeldakse omakapitali ja koguvarade suhet, mis väljendab omanike poolt saadavat vara hulka, ettevõtte likvideerimise korral.

Tabel 3. Investeeringute ja finantsvõimenduse suhtarvud perioodil 2011 - 2014

| Investeeringute ja finantsvõimenduse suhtarvud | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|------|-------|-------|-------|
| CAPEX | 939 | 1 541 | 1 300 | 1 163 |
| Võõrkapitali ja omakapitali suhe | 0,7 | 0,54 | 0,37 | 0,43 |
| Võõrkapitali ja koguvarade suhe | 0,21 | 0,19 | 0,15 | 0,16 |

Allikas: Autori koostatud lisa 1, 2 alusel (vt lisa 1, 2).

Kulutused põhivarale on võrreldes eelnevate aastatega vähenenud. 2011. aasta oli kapitalikulutused veel 939 euro võrra suuremad, kui 2010. aastal, moodustades 1% müügitulust ning 7% EBITDA-st. Alates 2012. aastast ei ole kapitalikulutused suurenenud. Võõrkapitali ja omakapitali suhe on analüüsitaval perioodil langenud. Alates 2012. aastast kuni 2013. aastani on võõrkapitali osakaal vähenenud. 2014. aastal suurenes vastav näitaja 6% võrra. Ettevõtte võõrkapitali ja koguvarade suhe on vahemikul 2011 - 2013 langenud. 2014. aastal toimus võõrkapitali ja koguvarade suhtes 1% tõus.

Tabel 4. Kulude osakaal müügitulust perioodil 2011 – 2014

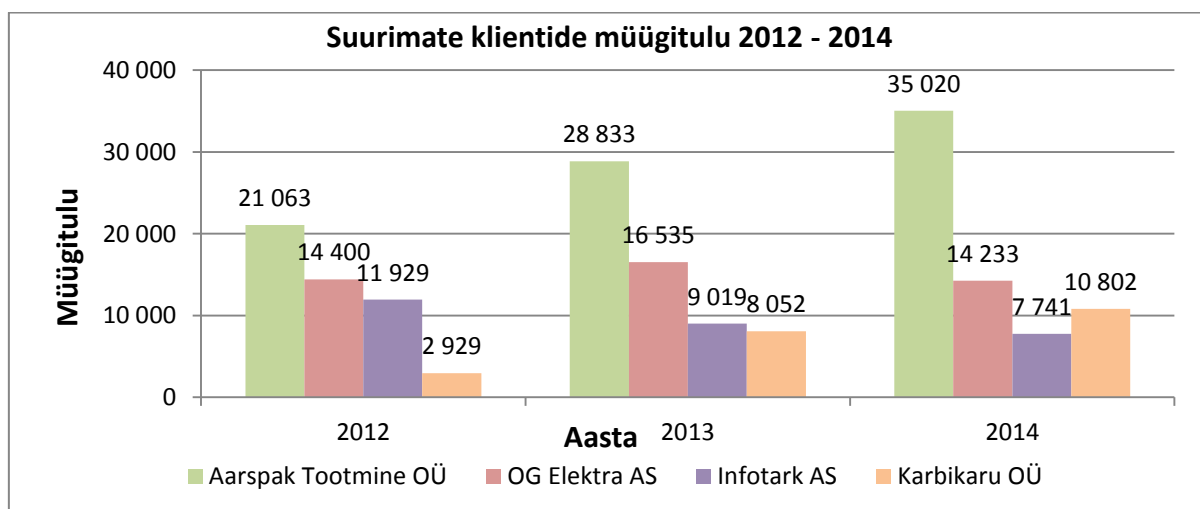
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Kaubad, toore, materjal ja teenused | 38,9% | 55,9% | 48,1% | 40,9% |
| Mitmesugused tegevuskulud | 28,9% | 16,9% | 21,0% | 17,5% |
| Tööjõukulud | 42,8% | 8,9% | 26,0% | 42,7% |

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

Järgnevalt vaadeldakse kulude osakaalu müügitulust, et paremini illustreerida erinevate kulutuste osatähtsust aastatel 2011-2014. Juba eelneva analüüsi käigus selgunud aspekt, et kulud kaupadele, toormele, materjalile ja teenustele tõusid märgatavalt 2012. aastal. Alates 2013. aastast on toimunud järk-järguline langus antud kulutustes ning 2015. aastaks prognoositakse selle trendi jätkumist. Mitmesugused tegevuskulud on olnud kõrgemal 2011. aastal, moodustades 28,9% müügitulust. Alates 2012. aastast on tegevuskulud olnud vahemikus 16,9% – 21%. Tööjõukulud on vaadeldaval perioodil kõikunud väga suurel skaalal. 2011. aastal moodustasid tööjõukulud 42,8% müügitulust. 2012. aastal oli eeltoodud näitaja vaid 8,9%. Antud aasta tööjõukulude langus oli seotud, omanikele palga mitte maksimisega ning kahe töötaja lahkumisega ettevõttest. Alates 2013. aastast on tööjõukulud kasvanud, olles 2013. aastal 26% ning 2014. aastal 42,7%. Suure tööjõukulu tõttu vähenes ka Tm Paber OÜ 2014. aasta puhaskasum.

2.2. TM Paber OÜ klientuur

Tm Paber OÜ müügitulu on analüüsitaval perioodil kasvanud ebahühtlaselt. Võrreldes 2011. aastaga suurenes ettevõtte müügitulu 2012. aastal 8,52%. 2013. aastal suurenes müügitulu võrreldes eelneva aastaga 27,66% ning 2014. aastal vaid marginaalsed 0,54%. Peamised kliendid, kellest müügitulu suurus sõltub on Aarspak Tootmine OÜ, OG Elektra AS, Infotark AS, Karbikaru OÜ ning Infotark AS.



Joonis 1. Tm Paber OÜ suurimate klientide müügitulu eurodes 2012-2014.

Allikas: Autori koostatud lisa 3,4,5 toodud andmete alusel (vt lisa 3,4,5).

Vaadeldaval perioodil on Aarspak Tootmine OÜ-le müüdnud artiklite maht suurenenud stabiilselt. 2013. aastal on müügi maht kogukäibest kasvanud 37% ning 2014. aastal 21,4% võrreldes eelnevate aastatega. OG Elektra AS-le müüdavalt toodangult saadav tulu on analüüsitaval ajavahemikul püsinud vahemikus 14 200 – 16 600 eurot. Infotark AS on Tm Paber OÜ-lt aastate lõikes aina vähem kaupu sisse ostnud. 2012. aastal moodustas firma müügitulust müük Infotark AS-le 11 929 eurot. 2014. aastaks on selle osakaal vähenenud 35,1% võrra. See vastu on Karbikaru OÜ oma tellimuste mahtu suurendanud 2012. aastaga võrreldes 268% võrra. Siin kohal tuleb märkida, et Aarspak Tootmine OÜ soetab analüüsitavalt ettevõtetelt peamiselt kartongi produkte ning teised suurimad kliendid ostavad peamiselt kooli- ja kontoritarbeid.

Lisaks eeltoodud ettevõtetele võib Tm Paber OÜ klientide seas üles loetleda veel firmasid, kes soetavad kaupu aasta lõikes enam kui 2000 euro ulatuses. Suurimad kartongi, pakke- ja silikonpaberi ning jõupaberi kliendid on Aska Paber OÜ, Printcenter Eesti AS ning Kanjon OÜ. Enim kooli- ja kontoritarbeid tellivad Kontori & Kooli AO OÜ, Jovi OÜ, Emer Pen OÜ, Kristallkotkas OÜ, Rovelle OÜ ning Charlot OÜ. Samuti on Tm Paber OÜ klientide hulgas veel palju teisi kauplusi, kes tegelevad toodete edasimüügiga ning koolid ja lasteaiad, kes tellivad eelkõige praak paberit

2.3. Majanduse ülevaade

Majanduskasvul on oluline roll ettevõtete arengule, eeskätt seostub see firmade võimes kasvada ja areneda majandusega samas tempos. Aastatel 2011 kuni 2013 kasvas Eesti majandus ebahüppeliselt, kui sisemajanduse koguprodukt kasvas 2011. aastal varasema aastaga võrreldes 7,6% siis 2012. aastal oli SKP kasv 3,2% ning 2013. aastal vaid 2,1% (Statistikaamet – majandus ... 2015). Möödunud aastal kasvas Eesti majandus peamiselt eratarbimise tugeva kasvu ja aasta teisel poolel tugevnenud ekspordi toel 1,9% mis jäi prognoositud 2,3% mõnevõrra alla. Samal ajal suurenes ka 2014. aastal Eesti kaupade ja teenuste turuosa partnerriikide kaubanduses. Väliskeskkonna halvenemise ning selle võimaliku mõju ekspordile ja ettevõtetesektori investeeringutele prognoositakse Eesti 2015. aasta majanduskasvuks kuni 2%. Paralleelselt toimub 2015. aastal majanduses kiire palgakasv ning ülimadal hinna tõus, mis soodustavad eratarbimise suurenemist ning see läbi paraneb

nõudlus. Prognooside kohaselt peaks 2016. aasta majanduskasv jääma 2,7% piirile (Swedbank – Eesti ja maailmamajanduse prognoosid...2014).

Kahtlemata üks peamiseks töötajate motivaatoritest on palk. Palgakulud on väike firmade jaoks olulise tähtsusega, sest üldjuhul moodustavad nad ettevõtte kogukuludest märkimisväärse osa. 2014. aasta Eesti keskmine burtopalk varieerus kvartalite lõikes minimaalselt. Aritmeetilise keskmisena oli 2014. aasta keskmise brutopalka suurus 1001,17 eurot töötaja kohta. 2015. aasta esimeses kvartalis jätkus keskmise brutopalka stabiilne kasv, kui 2014. aasta IV kvartalis oli vastav näitaja 1039 eurot töötaja kohta siis tänava I kvartalis tõusis antud näitaja 3% ning olles nüüd tasemel 1070 eurot töötaja kohta (Statistikaamet – palk ja tööjõukulud ... 2015).

2014. aasta esimesel poolel, tarbiahindade inflatsioon aeglustus ning teise poolaastal esimesest poolest muutus negatiivseks. 2014. aasta veebruaris oli inflatsioonimäär 1,1% ning langes aasta keskpaigaks 1% võrra 0,1%-ni. Alates 2014. aasta juulist oli inflatsiooni madalaim määr -0,7%. Keskmine aastainflatsioon oli -0,1%, võrdluseks oli eeltoodud näitaja Lätis 0,6%, Leedus 0,1% ning Soomes 1,04%. Peamiselt põhjustas hinnalangust toiduainete ja energiteenuste odavamaks muutumine. 2015. aasta algusest on tarbijahinnaindeks jätkuvalt kasvanud. Kui 2015. aasta jaanuaris oli inflatsioon -1,3% siis märtsis oli see juba -0,6% (Tradingeconomics – Estonia Inflation Rate ... 2015). Hinnalangus saab lõpu, prognooside kohaselt, 2015. aasta II kvartalist, kui on oodata inflatsiooni tõusu (Eesti Pank – Pressiteated ... 2015).

Kuna OÜ Tm Paber peamine tarnija on Soome ettevõtte Koskenheimo KY siis on oluline anda ka ülevaade Soome majandusest. Alates 2012. aastast on Soome sisemajanduse kogutoodang langenud, mis on laiemalt tingitud keerulisest hetke olukorrast Euroopa Liidu majanduskeskonnas. Sisemistest teguritest on peamised mõjutajad kehtestatud eelarve kokkuhoiu meetmed ja konkurentsivõime langemine ekspordisektoris, mis on suuresti tingitud kõrgest palgatasemest ning Nokia allakäigust (CEIC – Finland: Double-Dip Recession or Depression ... 2015). Eurostati andmetel oli Soome majanduskasv 2012. aastal -1,4%, 2013. aastal -1,3% ning 2014. aastal -0,1%. 2015. aastaks prognoositakse 0,8% majanduskasvu (Eurostat – real GDP growth rate ... 2015). Inflatsioonimäär on Soomes langus tendentsis, kui 2012. aastal oli vastav näitaja 3,2% siis 2013. aastal langes see 1% võrra 2,2%-ni ning mullu oli tarbijahinnaindeks 1,2% (Eurostat – HICP- inflation rate ... 2015).

Alates 2011. aasta III kvartalist on Soome metsandus sektoris toimunud langus, mis tõi endaga kaasa paberi nõudluse langemise. 2012. aastal püsis nõudlus paberi ja paberimassi tootmise järele 2011. aasta tasemel, kuid ekspordi hinnad kallinesid 1% võrra (Hänninen *et al.* 2011, 4-5). Ekspordi hindade tõus oli tingitud Euroopa paberitööstuse mahu kärbetest ning tootmisvõimsuse vähendamisest. 2013. aastal tingis vähene nõudlus euroopa turul veelgi suurema paberi tootmise vähendamise, mis viis ekspordi hindade 2% languseni. Selle tulemusena vähenesid paberi tootjate kasumimarginaalid, mis nõrgestas pabertootmis sektorit veelgi. 2014. aastal jätkus retsessioon Soome paberi tööstuses (Hänninen *et al.* 2014, 4).

Tabel 1. Soome paberitööstuse perioodil 2012 – 2015

| Muutuja | 2012 | 2013 | 2014 | 2015f |
|----------------------|------|------|------|-------|
| Paberi tootmine | -8% | -4% | -3% | -2% |
| Paberi eksport | -7% | -2% | -3% | -2% |
| Paberi ekspordi hind | 1% | -2% | -2% | -1% |

Allikas: Finnish Forest Sector Economic Outlook 2014-2015. Finnish Forest Research Institute Vantaa Unit

Prognooside kohaselt jätkub 2015. aastal langev trend paberi ekspordis, kuid alates 2016. aastast peaks paberi nõudlus euroopa turul tasakaalustuma, mille peamine põhjus on tarnevõimsuste alandamine. Samuti peaks olukorda turul levendama Põhja-Ameerika paberitööstuse tootmismahude piiramine. Tootjate kasumlikkust peaks tulevikus aitama suurendada ka efektiivsemate tootmisseadmete kasutusele võtmine (*Ibid.*, 5).

Kokkuvõtvalt võib väita, et tulenevalt üldisest majanduskasvust nii Eestis kui Soomes on näha üldiselt majanduse elavnemist ning põhjanaabri paberitööstuse toibumist. Eesti majanduskasv on 2015. aastal, prognooside kohaselt, 2%. Soome majandus peaks tänava tulema välja retsessioonist ning näitama, kolme aastase langus perioodi järel, 0,8% kasvu. Soome paberitööstuses kasutusele võetud meetmed, mis tasakaalustavad paberi hinda, loovad suurema kindlustunde Tm Paberi omanikele, kes suuresti sõltuvad just seal toimuvast. Stabiliseeruv kasvulava ja positiivsed ootused soodustavad ettevõtte arengut ka laiemas perspektiivis.

2.4. Konkurentsi ülevaade

Tm Paber OÜ oma olemuselt Eesti tselluloosi ja paberitööstusega kokku ei puutu, sest toorainet tarnitakse Soomest. See vastu konkureeritakse tugevalt teiste Eestis asuvate kooli ja kontoritarvete ning kartongi, jõu – ja silikonpaberi ning jõupaberi edasimüüjatega, lisaks ka välismaiste firmadega, kes siin oma toodangut turustavad. Peaasjalikult rivaalitseatakse kooli ja kontoritarvete poolel firmadega nagu Charlot OÜ, Sulemees OÜ, Destriina OÜ ja Bürooekspert OÜ. Kartongi, jõu – ja silikonpaberi osas konkureeritakse peamiselt Erapaber OÜ, Paloma Papp OÜ ning BookMill trükikoda OÜ.

Kooli ja kontoritarvete edasimüügiga tegelevad ettevõtted on ülesehituselt sarnased. Eelpool nimetatud firmade äritegevuse eesmärk on turustada firmade toodangut, kes tegelevad kooli ja kontoritarvete valmistamisega. Tm Paber OÜ erineb antud ettevõtetest selle poolest, et tegeleb ka antud tarvete tootmisega. Konkurents väljendub eelkõige edasimüüjate kaupluses riiuli asukohast, kus tooteid müüakse. Juhul, kui nõudlus firma produktide järele on suur, saab oma toodangut realiseerida klientuurile nähtavamal positsioonil ja vastupidi.

Kartongi jõu – ja silikonpaberi edasimüügi seisukohalt on suurim konkurent Erapaber OÜ, kes turustab oma toodangut laiaulatusliku võrgustiku kaudu. Peamiselt on keskendunud trükipaberi, tööstusliku paberi ja kartongi edasimüügile. Pakkepaberi edasimüügi seisukohalt on suurimaks konkurendiks BookMill trükikoda OÜ. Jõupaberi peamiseks edasimüüjaks Eestis on Paloma Papp OÜ. Erapaber OÜ puhul on tegemist analoogse äriskeemiga nagu Tm Paber OÜ puhul. Teised firmad tegelevad peamiselt kataloogikaupade edasimüügiga.

3. TM PABER OÜ HINDAMINE DISKONTEERITUD RAHAVOOGUDE MEETODIL

3.1. Kaalutud keskmine kapitali hind

WACC ehk *Weighted Average Cost of Capital* on kapitali hind, mis on kaalutud läbi võla-ja omakapitali osatähtsusega kogu kapitalist. Keskmise kapitali hinna leidmiseks on tarvilik leida võlakapitali ja varade suhe. Võõrkapitali hinna leidmiseks tuleb kindlaks määrata intressimäär, millega laenu teenindatakse. Omakapitali hinna leidmiseks on mitmeid mudeleid, millest enim rakendatud on *Capital Asset Pricing Model* ehk CAPM. Mudeli eeldusteks on riskivaba tulumäära, beeta ja tururiski preemia leidmine. Tähtis on, et leitakse tõe truud sisendid, lähtudes ettevõtte spetsiifikast ning geograafilisest asukohast.

Laenukapitali osakaal Tm Paber OÜ-s on analüüsitaval perioodil varieerunud, kuid näidanud stabiilset langustrendi võõrkapitali osakaalu vähenemisel. Erinevus esines vaid 2014. aastal, kus võõrkapitali osakaal tõusis 6% võrra. Analüüsitaval ettevõttel puudub pangalaen, kuid firma üks endistest juhatuse liikmetest andis osäühingule eraisikuliselt laenu. Kokkuleppe korras makstakse laenult intresse 2% ulatuses, mis on vastavuses turu tingimustega. Laenule ei ole seatud tagasimakse kuupäeva. Samuti peetakse eraisikule makstavate intresside pealt tulumaksu kinni. Eelnevast johtuvalt võtan kapitali kaalutud keskmise hinna arvutamisel aluseks võõrkapitali hinna 2%.

Capital Asset Pricing Model rakendamiseks analüüsiti sisendeid sektori spetsiifiliselt ning vaadeldi üldist olukorda võlakirja turul. Riskivaba tulumäära arvutamisel võtab Konkurentsiamet aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta keskmise tulususe (Juhend 2014.a kaalutud keskmine kapitali hinna leidmiseks 2014, 3). Aritmeetiliseks keskmiseks tulumääraks, perioodil 2010 – 2014, kujunes 1,92%, mis ühtlasi võetakse riskivaba tulumäära aluseks, WACC leidmisel.

Tabel 3. Saksamaa 10-aastase võlakirja tulumäär perioodil 2010 - 2014

| Aasta | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Võlakirja aastased tulusused | 2,743% | 2,608% | 1,495% | 1,57% | 1,163% |
| Keskmine tulusus | | | | | 1,92% |

Allikas: (Germany Rates - Bonds ... 2015)

Beetakordaja leidmisel kasutati Damodaran'i „*Betas by Sector 2015 Europe*“ andmeid. Tm Paber OÜ puhul on tegemist ettevõttega, kes sõltub paberi- ja metsatööstuses toimuvast ning oluline roll on ka jaekaubanduse sektori olukorral. Süstemaatilise riski mõõdikud on paberi- ja metsatööstuses 0,74 ning jaekaubanduses 0,63 (Damodaran – Betas ... 2015). Autori analüüsi kohaselt on tegevusharude keskmine kaalutud võimenduseta beetakordaja 0,69. Eeltoodud tulemuse saamiseks korrutati mõlema sektori võimenduseta beeta läbi osakaaluga 50% ning saadud tulemused liideti. 2014. aasta finantsvõimenduse tase oli ettevõttes 0,43, mis võetakse ka sisendiks, finantsvõimendusega beetakordaja leidmisel. Tulemuseks saadi 0,99, mis autori arvates on objektiivne tulemus, hindamaks ettevõttega seotud süstemaatilist riski.

Tururiski preemia näitab, kui palju on investoritel võimalik teenida lisaks riskivabale tulumäärale. Tegemist on kompensatsiooniga süstemaatilise riski võtmise eest (Juhend 2014.a kaalutud keskmise kapitali hinna leidmiseks 2014, 7). Eesti riigiriski preemia on 2015. aastal 1,05, mis võetakse ühtlasi ka aluseks omakapitali hinna määramisel (Damodaran - Country Default Spreads and Risk Premiums ... 2015). Lisaks eelnevale, leitakse USA aktsiaturu keskmine riskipreemia. Damodaran'i andmete kohaselt on Ameerika Ühendriikide tururiski preemia 2015. aastal 5,75% (*Ibid.*). Järgnevalt liidetakse USA tururiski ja Eesti riigiriski preemiad omavahel ning tulemuseks saadakse 6,8%.

Tabel 3. Omakapitalilt nõutava tulumäära leidmine

| | |
|-------------------------------|-------|
| Riskivaba tulumäär | 1,92% |
| Võimendusega beetakordaja | 0,99 |
| Tururiski preemia | 6,8% |
| Omakapitalilt nõutav tulumäär | 8,63% |

Allikas: Autori koostatud lisa 6 alusel (vt lisa 6)

Kapitali kaalutud hinna leidmisel rakendatakse valemit number üks. Valemi sisendid on eelneva analüüsi käigus leitud. Omakapitali ja varade suhteks kujunes 0,84 ning võõrkapitali ja varade suhteks 0,16. Võõrkapitali hinnaks kujunes 2% ning omakapitali hinnaks 8,63%. Eestis maksustatakse ainult jaotatud kasumit, juhul kui kasum investeeritakse uuest ettevõttesse, on see maksuvaba. Tm Paber OÜ ei ole dividende välja maksnud.

Tabel 4. Kaalutud keskmise kapitali hinna leidmine

| | |
|-------------------------------|------------|
| Investeeritud kapitali hind | 8,63% |
| Investeeritud kapitali suurus | 51 397 EUR |
| Võõrkapitali hind | 2% |
| Võõrkapital suurus | 9 434 EUR |
| Varad | 60 016 EUR |
| WACC | 7,6% |

Allikas: Autori koostatud lisa 6 toodud andmete alusel (vt lisa 6)

Keskmine kaalutud kapitali hind on 7,6%, mis autori arvates on objektiivne tulemus, peegeldamaks Tm Paber OÜ kapitali struktuuri finantseerimist. Keskmise kaalutud kapitali hinna muutis madalaks võõrkapitali väike osakaal kogukapitalist ning süstemaatilise riski mõõdiku beeta madalad väärtused sektoris, kus ettevõtte äritegevus aset leiab. Järgmiseks kasutatakse WACC'i prognoositavate rahavoogude diskonteerimisel ning terminaalkäätuse arvutamisel.

3.2. Vaba rahavoo prognoos, terminaal- ja EV väärtus

Vabade rahavoogude prognoosimiseks analüüsiti *Free Cash Flow to Firm* kalkulatsiooniks vajalike sisendite muutumist ajas. Täpsemalt uuriti, millised on olnud muutused ettevõtte müügitulu, tegevuskulude, kapitali ja käibekapitali osas. Selleks, et anda objektiivne tulemus firma hetke väärtuse kohta, korrigeeriti vastavaid sisendeid osaühingus toimunud erakorraliste sündmustega, mis vastasel juhul oleks raskendanud adekvaatse FCFF-i leidmist. Firma lõpp väärtuse leidmisel kasutati valemit number kolm. Ettevõtte väärtuse leidmiseks liideti diskonteeritud vabad rahavood ning saadud terminaalkäätus.

Eelneva analüüsi käigus nägime, et müügitulu on prognoosi aluseks võetud aastatel kasvanud erinevalt, olles 2012. aastal 8,52%, 2013. aastal 27,66% ning 2014. aastal vaid marginaalsed 0,54% suurem võrreldes eelnenud aastatega. Tulenevalt müügikäibe suurest varieerumisest lähtutakse prognoosimisel just 2014. aasta muutusest, sest see kajastab ettevõttes toimuvat kõige objektiivsemalt. Kuna tegemist on ettevõttega, mis on küpsusfaasis siis eeldatavasti enam suuri fluktuatsioone ning tegevusskaala laienemist ei toimu. Töö üks eesmärkidest on õiglase väärtuse andmine, kuna toimub muutus omanike ringis. Eelnevaid aspekte arvesse võttes prognoositakse üsna konservatiivset 1,3% müügitulu kasvu aastas järgmise viie aasta jooksul.

Tegevuskulud, kuhu sisse kuuluvad kauba, toorme, materjali, teenuste ning tööjõukulud on käitunud prognoosi aluseks võetud perioodil (2011 – 2014) sarnaselt. 2011 – 2014. aastatel olid erinevad kulud vahemikus 81-92% kogukäibest. Selle aasta alguses vormistati käsundusleping ning juhtimisteenust hakati sisse ostma, mis omab positiivset efekti, sest tööjõukulud alanevad, kuid ainult marginaalselt. Toodud sündmuste põhjal prognoosis 2015. aastaks tegevuskulude kahanemist 1% võrra. Alates 2016. aastast prognoositakse tegevuskulude stabiilset kasvu 1%, lähtudes üleüldisest inflatsiooni ootusest, palgakasvust ning teenuste kallinemisest.

Ettevõtte ei ole dividende välja kuulutanud, mis tähendab, et tulumaksu ei ole kasumi väljaviimisega ettevõttest, tarvis olnud tasuda. Lähtuvalt eelnevate aastate käitumisstandarditest, eeldan, et ka prognoositaval perioodil seda samuti ei toimu. Eeldus põhineb ka asjaolul, et ettevõtte vabade rahavoogude prognoositav suurus on minimaalne, mis ei võimalda suures mahus dividende välja maksta. *Capital Expenditures* ehk kapitalikulutused on sellised väljaminekud, mis tehakse põhivara soetamiseks või uuendamiseks, millest on maha arvestatud kulum. 2013 ning 2014. aastal tehti väljaminekuid põhivara uuendamiseks üheselt. Võttes arvesse Tm Paber OÜ vara seisukorda ning amortiseerunud vara hulka siis eeldan, et ettevõtte efektiivseks toimimiseks on tarvis teha kulutusi suuremas mahus, kui seda varasematel aastatel on tehtud. Lähtuvalt eeltoodust prognoositakse, et kulutused kapitalile suurenevad 4% võrra aastas, perioodil 2015 – 2019.

Investeeringud puhtasse käibekapitali väljendatakse valemiga: lühiajalised varad – lühiajalised kohustused. Selle muutumist analüüsitakse aastate lõikes ehk kui palju erineb eelneva aasta käibekapitali investeering antud aasta investeeringu mahust. Prognoosi aluseks võetud ajavahemikul on investeeringud käibekapitali püsinud konkreetse vahemikus, kui

erakorralised sündmused välja arvata. 2014. aastal investering puhtasse käibekapitali suurenes 381 euro võrra võrreldes 2013. aastaga. 2015. aastaks prognoositakse selle trendi jätkumist. Prognoos põhineb faktidel, et lühiajalised kohustised on võrreldes, eelnevate prognoosi aluseks võetud aastatega, kasvanud. Leian, et firma tõhusaks toimimiseks peavad kulutused käibekapitalile suurenema vähemalt 6% võrra aastas.

Tabel 6. Vabade rahavoogude prognoos eurodes 2015 - 2019

| | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| Müügitulu | 109 680 | 111 105 | 112 550 | 114 013 | 115 609 |
| Tegevuskulud | 106 457 | 107 521 | 108 596 | 109 682 | 110 779 |
| Tulumaks dividendidelt | - | - | - | - | - |
| CAPEX | 1 210 | 1 258 | 1 308 | 1 361 | 1 415 |
| Puhtasse käibekapitali investeringute muutus | 404 | 428 | 454 | 481 | 510 |
| FCFF | 1 609 | 1 898 | 2 191 | 2 489 | 2 905 |
| WACC | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% |
| Diskonteeritud FCFF | 1 496 | 1 639 | 1 759 | 1 857 | 2 014 |

Allikas: Autori koostatud lisades 1,2 põhjal (vt lisa 1,2)

Prognooside kohaselt kasvavad ettevõtte rahavood stabiilselt. Rahavoogude aeglane kasv on tingitud ettevõtte spetsiifikast ning elutsükli faasist. Tegemist on firmaga, mis on saavutanud oma küpsusfaasi ning suuremahulisi muutusi plaanis ei ole. Aastate jooksul on välja kujunenud konkreetne klientuur ning tarnijad. Vabade rahavoogude madal väärtus on põhjendatav asjaoluga, et ettevõttel on liiga suured kulutused materjalile, toormele ning tööjõule. Kulude vähendamise korral suudab firma oma rahavoogusid kasvatada. Diskonteerimata rahavoogude summa perioodil 2015 – 2019 on 11 093 eurot ning diskonteeritud väärtus on 8 765 eurot.

Terminaalväärtuse arvutamisel võetakse aluseks prognoosi perioodi viimase aasta ehk 2019. aasta rahavoog, mis korrutatakse üks pluss pikaajaline kasvumäär ning jagatakse diskontomäära ja pikaajalise kasvumäära vahega. Lõpp väärtuse leidmise valemi tähtsaim sisend on stabiilne kasvumäär, millega ettevõtte võiks kasvada pärast prognoosi perioodi lõppu. Võttes arvesse ettevõtte kogukäibe kasvu prognoositaval perioodil ning Eesti majanduskasvu prognoose, eeldan, et Tm Paber OÜ pikaajaline kasvumäär on 1,25%. Tm

Paber OÜ Diskonteerimata terminaalväärtuseks kujuneb 46 320 eurot ning diskonteeritud väärtuseks 32 115 eurot.

Tabel 7. Ettevõtte diskonteeritud väärtus

| Sisend | Diskonteeritud väärtus |
|----------------------|------------------------|
| Rahavood 2015 - 2019 | 8 765 |
| Terminaalväärtus | 32 115 |
| Ettevõtte väärtus | 40 880 |

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

Ettevõtte väärtuse leidmiseks peame summeerima prognoosi perioodi rahavood ning liitma saadud summale terminaalväärtuse. Diskonteerimata ettevõtte väärtuseks saadakse 57 413 eurot ning diskonteeritud väärtuseks 40 880 eurot. Bilansiline ettevõtte väärtus oli 2014. aastal 60 016 eurot, mis on 32% kõrgem kui saadud tulemus. Väärtuse erinevus tuleneb varude kajastamisest bilansis. Varud, mis peavad olema realiseeritavad ühe majandusaasta sees, on ettevõtte käsutuses olnud juba rohkem kui viis aastat. See tõttu eeldan, et varude osakaalu tuleb vähendada enam kui 60% võrra. Sellest lähtuvalt langeb ka firma bilansiline väärtus. Võttes arvesse analüüsitava osaühingu elutsükli, vabade rahavoogude prognoose, sisendite kasvumäärasid siis leian, et saadud tulemus kajastab adekvaatselt ettevõtte võimaliku hetke väärtust.

3.3. Sensitiivsusanalüüs

Sensitiivsusanalüüsi kasutatakse, et kindlaks määrata, milline on püstitatud mudelis mõõdetava parameetri tundlikkus sisenditele. Sensitiivsuse hindamine võimaldab hinnata mudeli usaldatavust ning määrab kindlaks esineva umbmäärasuse (Breierova *et al.* 2001, 47). Hindamiseks ettevõtte väärtust ning selle varieerumist kahe peamise aspekti muutumise korral, valiti tundlikkuse analüüsi sisenditeks kaalutud keskmine kapitali hind ning stabiilne kasvumäär. Muutujate valik on põhjendatud ka asjaoluga, et diskonteeritud rahavoogude mudel on küllalt tundlik sisendite muutumise osas, seega on tähtis jälgida, millised muutused toimuvad kui diskontomäär ja stabiilne kasvumäär varieeruvad. Diskonteeritud rahavoogude

udeliga koostatud analüüsi puhul on firma väärtus 40 880 eurot, WACC on 7,6% ning pikaajaline kasvumäär 1,25%. Analüüsile lisati erinevate stsenaariumite tõenäosused, mis iseloomustavad erinevaid arenguperspektiive Tm Paber OÜ jaoks.

Tabel 7. Ettevõtte väärtuse tundlikkus WACC'i ja stabiilse kasvumäära suhtes

| Esinemise tõenäosus | KASV | WACC | | | | | | | |
|---------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 40 880 | 6,10% | 6,60% | 7,10% | 7,60% | 8,10% | 8,60% | 9,10% |
| 5% | | 0,50% | 46 012 | 42 240 | 39 040 | 36 291 | 33 903 | 31 811 | 29 961 |
| 10% | | 0,75% | 48 282 | 44 155 | 40 678 | 37 709 | 35 144 | 32 905 | 30 935 |
| 20% | | 1,00% | 50 774 | 46 241 | 42 450 | 39 234 | 36 471 | 34 072 | 31 969 |
| 30% | | 1,25% | 53 523 | 48 521 | 44 374 | 40 880 | 37 896 | 35 318 | 33 069 |
| 20% | | 1,50% | 56 572 | 51 025 | 46 469 | 42 660 | 39 429 | 36 652 | 34 241 |
| 10% | | 1,75% | 59 970 | 53 788 | 48 761 | 44 593 | 41 082 | 38 083 | 35 493 |
| 5% | | 2,00% | 63 783 | 56 850 | 51 277 | 46 698 | 42 871 | 39 623 | 36 833 |

Allikas: Autori koostatud lisa 7 andmete põhjal (vt lisa 7)

Sensitiivsusanalüüsi sisendite skaala WACC'i puhul on vahemikus 6,1% - 9,1% ning pikaajalise kasvumäära korral 0,5% - 2%. Analüüsi kõrgeim väärtus on 63 783 eurot, mis kajastab ettevõtte väärtust objektiivselt, kui WACC on 6,1% ning stabiilne kasvumäär 2%. Kõige madalamaks osutub ettevõtte väärtus stsenaariumi juures, kus kapitali kaalutud hind on 9,1% ning kasvumäär 0,5%, kus hinnang ettevõttele on 29 961 eurot. Arvestades ettevõtte eripära, tegevussektorit ning elutsükli faasi siis peaausjalikult jäävad objektiivsed väärtused siiski vahemikku 38 000 – 43 000 eurot.

Stsenaariumite esinemise tõenäosused on valitud erineva pikaajalise kasvumäära esinemise tõenäosuse põhjal. Eesmärk on välja tuua alternatiivsed prognoosi väärtused tulevikus. Realistlik stabiilne kasvumäär jääb 1% - 1,25% vahemikku. Antud väärtuste korral on ettevõtte hind, kaalutud keskmise kapitali hinna samaks jäädes, vahemikus 39 000 – 41 000 eurot. Madalama tõenäosusega, milleks on 5% - 10%, jääb Tm Paber OÜ väärtus vahemikku 36 000 – 37 000 eurot. Juhul, kui osauhinu pikaajaline kasvumäär on vahemikus 1,75 – 2%, on selle väärtus kõrgem. Tuginedes ajaloolisele kasvule siis võib väita, et kõrgema kasvumäära esinemise tõenäosus on aga minimaalne. Kuigi erinevate kasvumäärade korral varieerub firma väärtus vähe, on väikeettevõtte seisukohast tähtis, et osaluse müümisel saadakse selle eest maksimaalselt kõrge hind.

3.4. Arutelu ja ettepanekud

Käesolevas töös hinnati ettevõtte Tm Paber OÜ väärtust, kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude mudelit. DCF mudeli sisendite prognoosimisel tuginede ajaloolistele andmetele, mille käigus analüüsiti ettevõtte finantsaruandeid perioodil 2011 – 2014. Ettevõtte diskonteeritud väärtuseks kujunes 40 880 eurot.

Saadud tulemuse tõlgendamisel ja adekvaatsuse hindamisel tuginedi metoodika teoreetilistele alustele ning konsulteeriti ettevõtte omanikuga. Tm Paber OÜ omaniku sõnul on saadud väärtus mõnevõrra madalam oodatust. Siin kohal tuleb arvesse võtta ettevõtte ajaloolist käekäiku ning saadud tulemust hinnata finantsaruannetes kajastatud numbrite põhjal. Samuti peame arvestama asjaoluga, et osühing on oma kiire kasvufaasi läbi teinud ning tegemist on sellist kaupa edasimüüva ettevõttega, mille tegevusharu arenguperspektiivid pigem kitsenevad.

Madalate rahavoogude seaduspärasust iseloomustab ka ajalooliselt madalad ärikasumid ning sõltuvus tarnijatest. Kuna firmal on peamiselt kaks põhilist tarnijat siis antud sidemete katkemise korral ähvardab osühingut lühemas perspektiivis suur müügitulu langus ning pikemas perspektiivis isegi ettevõtte sulgemine. Klientide osakaalu analüüsimisel ilmnis sõltuvussuhe neljast suuremast kliendist, mis viitab samuti ettevõtte halvale diversifitseerimise poliitikale. Suuremate klientide suhete halvenemine võib kaasa tuua ajutise müügitulu kukkumise, mis viib selleni, et firma kulud hakkavad ületama tulusid.

Kapitali hinna leidmisel selgus, et ettevõtte endine omanik on andnud 2% intressimääraga osühingule laenu. Sellest johtuvalt võib eeldada, et analüüsitava ettevõtte ei saanud pangast laenu, sest ei olnud piisavalt tagatisvara või firma ei sobinud oma tegevuse poolest panga laenuportfelli. Eeldan, et madala ärikasumi tõttu pidas pank firmat siiski mitte piisavalt maksevõimeliseks. Lähtudes eeltoodud arutelust võib öelda, et tegemist on indikaatoriga, mis viitab ettevõtte madalale maksevõimele. Võttes arvesse antud tegurit võime arvata, et firma tulevik ei kajasta suuremat vaba rahavoo kasvu, mis muudab saadud tulemuse õiglaseks.

Terminaalväärtuse arvutamisel kasutati Gordon'i kasvumudelit, sest eelduste kohaselt toimub analüüsivas ettevõttes kasv, mis jääb madalamaks kui Eesti majanduskasv. Pikaajaline kasvumäär, mille suurus on 1,25% on põhjendatud eeldusel, et firma rahavoode suurenemine on tingitud eelkõige müügitulu kasvust, madalamatest kulutustest ning paremast

difersifitseerimise poliitikast. Paralleelselt suurenevad kulutused tööjõule ning materjalile, mis omakorda toovad kaasa ettevõtte vabade rahavoogude püsimise samal tasemel, millised nad viimastel aastatel on olnud. Erinevus väljendub ainult 2015. aasta tööjõukuludes, sest aasta alguses sõlmiti käsundusleping, mille eesmärk on vähendada ettevõtte kulusid tööjõule erinevatest maksudest kõrvale hoidmise näol. Kokkuhoid ei ole aga kardinaalne, mis tõttu eeldan, et tööjõukulud hakkavad 2016. aastast alates uuesti kasvama.

Bilansiline osaühingu väärtus on analüüsitaval perioodil langenud 95 000 kuni 60 000-ni. Saadud tulemus 40 880 eurot on üle 32% madalam 2014. aasta bilansilisest väärtusest. Autori hinnangul on firma väärtus õiglane, sest ettevõtte tegevust analüüsides selgus, et bilansi aktiva poolel kajastatud varud, mis teoreetiliselt peaksid olema realiseeritavad ühe majandusaasta jooksul, on olnud Tm Paber OÜ valduses juba enam kui viis aastat. Sellest johtuvalt võib väita, et varude osakaalu tuleks mahakandmise näol vähendada enam kui 60% võrra.

Müügihinna soovitus kogu ettevõtte seisukohalt jääb siiski vahemikku 38 000 kuni 43 000 eurot. Tulenevalt varade mahakandmisega kaasnevast bilansilise väärtuse kahanemisest on tegu aktsepteeritava valuatsiooni tulemusega. Ettevõtte väärtuse maksimeerimiseks peaks analüüsitav firma tegelema põhjlikumalt turundustööga, mis läbi suurendatakse potentsiaalsete uute suurlientide arvu. Samuti peaks keskenduma põhivarade uuendamisele, eesmärgiga muuta tootmisprotsess efektiivsemaks ning seeläbi parandada konkurentsi suutlikust.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk on hinnata osaühingu Tm Paber väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil. Mudeli ülesehitusel võeti arvesse sisendite spetsiifikat ning arvestati ettevõtte tegevuse eripäraga. Rahavoogude prognoosimisel tugineti ajaloolistele andmetele ning osaühingus hetkel aset leidvatele sündmustele. Diskontomäärana kasutati kaalutud keskmist kapitali hinda, mille arvutamisel toetuti CAPM mudelile ning intressi kandva laenukohustiste suurusele. Analüüsi läbi viies leiti FCFF ehk *Free Cash Flow to Firm*, sest Tm Paber OÜ kapitalistruktuur on olnud ajas muutuv, seega ettevõtte vabade rahavoogude kasv peegeldab paremini firma põhitegevuse väärtust, kui omakapitali vaba rahavoog. Teostatud analüüsi käigus saadi firma väärtuseks 40 880 eurot. Saadud tulemuse hindamiseks viidi läbi sensitiivsusanalüüs, mille sisenditeks valiti pikaajaline kasvumäär ning kaalutud keskmine kapitali hind.

Töö koostamise käigus saadi laialdane ülevaade diskonteeritud rahavoogude mudeli olemusest ning sisenditest. Teooria püstitamisel tugineti erinevate autorite seisukohtadele, mille interpreteerimise tulemusena koostati põhjalik ülevaade DCF metoodikast. Lisaks vaadeldi erinevaid nüansse, kuidas hinnatakse väikeettevõtet. Peamised meetodid on sissetulekute – ja kuludemeetod ning turupõhine hindamine. Samuti võib väikeettevõtet hinnata veel müügi- ja varade-, kogusissetuleku kordaja- ja diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel. Järgmiseks uuriti, kuidas erafirma hindamine erineb börsil noteeritud ettevõtete hindamisest. Peamised erinevused väljenduvad rakendatavate raamatupidamislike standardite erinevuses, informatsiooni ja ajalooliste andmete kättesaadavusel, omaniku ja juhi erisuses ning eraettevõtte aktsiate väheses likviidsuses.

Töö innovatiivsus avaldub varasema valuatsiooni puudumises konkreetse ettevõtte suhtes. Diskonteeritud väärtuseks saadi 40 880 eurot ning diskonteerimata väärtuseks 57 413 eurot. Enne prognooside tegemist koostati põhjalik finantsanalüüs, millele hiljem DCF mudeli püstitamisel toetuti. Olulisemad leiud väljendusid likviidsussuhtarvudes, kus ilmnes käibevarade ebaratsionaalne kasutamine analüüsi aluseks võetaval perioodil. Samuti kulude enam kui 90% osakaal müügitulust ning kapitalikulutuste madal osakaal. CAPEX'i madal

osakaal on põhjendatav asjaoluga, et uut põhivara ei ole vaadeldaval perioodil soetatud, teostatud on vaid põhivara uuendus töid. EBITDA marginaal on langenud 2013. aastaga võrreldes 7,2% aastaks 2014. Peamine põhjus on erinevate kulude kasvus.

Majanduskeskkonna analüüsimisel uuriti muutusi Eesti ja Soome kontekstis. Vaadeldi üldiseid majandusindikaatoreid ning hinnati Soome metsa- ja paberitööstuse arengut viimase nelja aasta jooksul. 2014. aasta kiire palgakasvu mõju väljendus Tm Paber OÜ tööjõukulude kasvus, 2013. aastaga võrreldes suurenesid tööjõukulud 2014. aastal 16,7%. Eesti majanduskasv oli 1,9%, kuid osühingu müügitulu suurenemine vaid 0,54%. Soome metsa- ja paberitööstuses toimunud kärpete ja tootmisvõimsuste vähendamise tõttu on paberi tootmine, analüüsi aluseks võetaval perioodil langenud, samuti prognoositakse 2% langust ka 2015. aastaks.

Järgmiseks vaadeldi kaalutud keskmise kapitali hinna ja terminaalkväärtuse leidmist. Laenukapitali osakaal on analüüsitaval perioodil varieerunud. Laenu hinna arvutamisel võeti aluseks intressi kandva võla osakaal kogu laenust. Analüüsi käigus selgus, et laenu on andnud ettevõttele üks endistest omanikest, intressimääraga 2% aastas. Omakapitali hinna leidmisel kasutati CAPM mudelit. Mudeli tähtsaima komponendi beeta leidmiseks kasutati Damodaran'i *online* andmeid. Aluseks võeti kahe sektori beetakordajad: metsa- ja paberitööstuse ning jaekaubanduse beetad. Omakapitali hinnaks kujunes 8,63%. Järgmiseks leiti võla- ja koguvarade suhe ning kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks kujunes 7,6%. Terminaalkväärtuse arvutamisel kasutati Gordon'i kasvumudelit. 2019. aasta vabaks rahavooks kujunes 2 014 eurot. Pikaajaline kasvumäär on prognooside kohaselt 1,25%. Diskonteeritud lõpp väärtuseks kujunes 32 115 eurot. Sensitiivsusanalüüsi sisenditeks valiti WACC ning stabiilne kasvumäär. Analüüsi kõrgeimaks väärtuseks kujunes 63 783 eurot ning madalaimaks 29 961 eurot. Võttes arvesse ettevõtte eripära, tegevussektorit ning elutsükli faasi siis peaaesjalikult jääb objektiivne väärtus vahemikku 38 000 – 43 000 eurot.

Töö koostaja hinnangul on bakalaureusetöö täitnud oma eesmärgi. Tm Paber OÜ-le on koostatud teoreetiliselt põhjendatud valuatsioon, mis on aluseks ettevõtte 49% osaluse müügil. Finantsanalüüsi käigus uuriti erinevaid suhtarve, mis andsid põhjendatud ülevaate ettevõtte senisest tegevusest. Vaadeldi majanduskeskkonda ettevõtte spetsiifiliselt ning toodi välja olulisemad muutused Soome ja Eesti majanduses. Lisaks õpiti rakendama diskonteeritud rahavoogude meetodit ning interaktiivse mudeli koostamist excel'is. Osaluse müümisel peaks lähtuma saadud tulemusest, eesmärgiga saada õiglase hind osühingu väärtusest.

VIIDATUD ALLIKAD

- Anghelache, G., Ciobanu, N., Lepadatu, G. (2012) Models for Evaluating the Company on FCFE and FCFF basis
- Bradburd, R., David, A., Richards, C. (2013). Transferable Enterprise Value: The Importance of Quantifying Intangible Value Drivers in Small to Medium Size Enterprises (SMEs). Core Value Software
- Breierova, L., Choudhari, M. (2001). An Introduction to Sensitivity Analysis. MIT System Dynamics in Education Project. Massachusetts Institute of Technology
- Carland, W.J., White, R.L. (1990). Valuing The Small Business
- Ceglowski, B., Podgorski, B. (2011). Equity Shares Equating The Results of FCFF and FCFE method.
- CEIC – Finland: Double-Dip Recession or Depression. (2015). [WWW]
<http://www.ceicdata.com/en/blog/finland-double-dip-recession-or-depression>
(15.04.2015).
- Damodaran, A. (2001). Corporate Finance: Theory and Practice. 2nd edition. John Wiley Sons.
- Damodaran, A. (2010). The little book of valuation. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the theory and Evidence. Stern school of business.
- Damodaran Online. (2014). Valuing Private firms. [WWW]
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/pvtfirmval.pdf> (22.03.2015)
- Damodaran Online. (2015). [WWW] Country Default Spreads and Risk Premiums.
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
(21.04.2015)

Damodaran Online. (2015). [WWW] Betas by Sector

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

(20.04.2015)

Eesti Pank – Pressiteated. (2015). [WWW]

<http://www.eestipank.ee/press/eesti-majanduskasv-kiireneb-aegamisi-10122014>

(15.04.2015).

Eurostat – HICP – inflation rate. (2015).[WWW]

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00118&plugin=1> (16.04.2015)

Eurostat – real GDP growth rate. (2015).[WWW]

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1> (16.04.2015)

Fernandez, P. (2002). Company Valuation Methods. – The Most Common Errors In Valuation. Spain: IESE Business School, University of Navarra.

Fernandez, P. (2006). Valuing Companies By Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories. University of Navarra

Fernandez, P. (2013). Company Valuation Methods. – Social Science Research Network. Spain: IESE Business School, University of Navarra, pp. 1-20.

Friedlob, T. G., Schleifer, F. L. (2003). Essentials of Financial Analysis. John Wiley & Sons Inc.

German Rates – Bonds. (2015).[WWW]

<http://www.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond>

Huberman, G., Wang, Z. (2005). Arbitrage Pricing Theory

Hänninen, R., Sevola, Y. (2011). Finnish Forest Sector Economic Outlook 2011-2012. Finnish Forest Research Institute Vantaa Unit

Hänninen, R., Sevola, Y. (2013). Finnish Forest Sector Economic Outlook 2013-2014. Finnish Forest Research Institute Vantaa Unit

- Hänninen, R., Sevola, Y. (2014). Finnish Forest Sector Economic Outlook 2014-2015. Finnish Forest Research Institute Vantaa Unit
- Juhend 2014. a kaalitud keskmise kapitali hinna leidmiseks. (2014). Tallinn: Konkurentsiamet
- Kaviani, M., Faezinia, V., Saghafi, V. (2013). Valuation of Firm through CVFCFF and CVFCFE as New Models Based on Free Cash Flow. International Journal of Economy, Management and Social Sciences, 2(6) June 2013, Pages: 329-333
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. McKinsey & Company. 5th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc
- Kwok, K., Benny, B. (2008). Forensic Accountancy (2nd edition)
- Lesáková, L. (2007). Uses and Limitations of Profitability Ratio Analysis in Managerial Practice. 5th International Conference on Management, Enterprise and Benchmarking June 1-2, 2007 › Budapest, Hungary
- Liu, W., Ransom, E., Wan, Q., Yu, J. (2014). Case Synopsis For: Alibaba Group. Business 478, Section D100
- McClure, B. (2010). Discounted Cash Flow Analysis. Investopedia. Division of Value Click, Inc.
- O'Hanlon, J. (1996). An Earnings-Based Valuation Model in the Presence of Sustained Competitive Advantage
- Patena W. (2011). W poszukiwaniu warto Oficyna Wolters Kluwer Business, p. 296
- Penman, S. (1997). A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculation for the Dividend Discount Model. Working paper. University of California at Berkeley
- Peterson, D. (2013). Three approaches to Valuing a Privately Held Company
- Reilly, F.R. (2010). Sources and Uses of Available Cost of Capital Data. American Institute of Certified Public Accountants Cost of Capital Webinar Series

- Ross, A.S. (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. Journal Of Economic Theory 13, 341-360 (1976)
- Ross, A. S., Westerfield, W. R., Jordan, D. B. (2008). Fundamentals of Corporate Finance (8th edition)
- Rosenbaum, J., Pearl, J. (2009). Investment Banking: Valuation, Leverage Buyouts, and Mergers & Acquisitions (1st edition)
- Saleem, Q., Rehman, U. R. (2011). Impacts of liquidity ratios on profitability. Interdisciplinary Journal of Research in Business. Vol. 1, Issue 7, July 2011
- Statistikaamet - Majandus. (2015). [WWW]
<https://www.stat.ee/majandus> (15.04.2015).
- Statistikaamet – Palk ja tööjõukulud. (2015). [WWW]
<https://www.stat.ee/majandus> (15.04.2015).
- Steiger, F. (2008). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Method.
- Swedbank – Eesti ja maailmamajanduse prognoosid. (2015). [WWW]
<https://www.swedbank.ee/business>

SUMMARY

USING DISCOUNTED CASH FLOW METHOD TO VALUE TM PABER OÜ

Olavi Koort

The purpose of this thesis is to value TM Paber OÜ using discounted cash flow method. Interest in financial management, DCF and absence of previous valuation are the reasons why this topic was chosen. The aim of this thesis is to find out the objective value of the company, give an overview of discounted cash flow method and analyse TM Paber business activities. This paper will provide adequate price range in which the firm's 49% stake will be sold.

First chapter outlines the overview of enterprise valuation. Different approaches will be described, including specifics of small business valuation and private firm valuation. Discounted cash flow method is broadly described. The focus of this chapter is to analyze and depict both free cash flow to firm and free cash flow to equity. In addition, weighted average cost of capital, terminal value and cash flow discounting will be discussed. Second chapter focuses on analyzing Tm Paber OÜ. Liquidity, asset turnover, financial leverage and profitability ratios will be examined and used to describe the efficiency of business. Further on a review of main clients and competitors will be given. In this chapter a sector specific economic environment analysis will be conducted.

In third chapter the results will be interpreted. Valuation outcome consists of weighted average cost of capital estimation and prognosis of free cash flow to firm. The cost of equity will be calculated using CAPM model and cost of debt will be calculated using interest bearing debt. In this chapter a sensitivity analysis will be conducted in order to measure the accuracy of the final result.

Using discounted cash flow method to value Tm Paber OÜ lead up to price of 40 880 euros. Terminal value forms 32 115 euros and sum of cash flows, in 2015 – 2019, is 8 765 euros. The value of the company, in case of sale, should be between 38 000 – 43 000 euros.

Although the carrying value is more than 60 000 euros, the acquired result is grounded by the fact that inventories are over-rated. The cost of equity is 8,63% and the cost of debt is 2%. Weighted average cost of capital is 7,6%, which is adequate result. Sensitivity analyzis shows us different scenarios, when long-term rate and the cost of capital changes.

This thesis gives useful information about discounted cash flow method and could be used as a learning material. Also, it provides a broad overview of Tm Paber OÜ. This paper will be taken into account of pricing Tm Paber OÜ and will be used as a basis of price negotiation.

LISAD

Lisa 1. Tm Paber OÜ bilanss eurodes 2011 – 2014

| | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Varad | | | | | |
| Käibevara | | | | | |
| Raha | 13 652 | 3 493 | 14 988 | 16 942 | 9 127 |
| Nõuded ja ettemaksed | 14 984 | 11 582 | 5 641 | 7 307 | 13 990 |
| Varud | 43 365 | 35 182 | 24 686 | 22 538 | 24 641 |
| Kokku käibevara | 72 001 | 50 257 | 45 315 | 46 787 | 47 758 |
| Põhivara | | | | | |
| Materiaalne põhivara | 23 123 | 24 225 | 18 362 | 14 970 | 12 258 |
| Kokku põhivara | 23 123 | 24 225 | 18 362 | 14 970 | 12 258 |
| Kokku varad | 95 124 | 74 482 | 63 677 | 61 757 | 60 016 |
| Kohustused ja omakapital | | | | | |
| Kohustused | | | | | |
| Lühiajalised kohustused | | | | | |
| Laenukohustused | 10 558 | 12 758 | 12 180 | 9 434 | 9 434 |
| Laenuintress | | | | 189 | 189 |
| Võlad ja ettemaksed | 46 755 | 15 147 | 10 032 | 7 267 | 8 619 |
| Kokku lühiajalised kohustused | 57 313 | 27 905 | 22 212 | 16 701 | 18 053 |
| Pikaajalised kohustused | | | | | |
| Laenukohustused | 965 | 2 746 | 0 | | |
| Kokku pikaajalised kohustused | 965 | 2 746 | 0 | | |
| Kokku kohustused | 58 278 | 30 651 | 22 212 | 16 701 | 18 053 |
| Omakapital | | | | | |
| Osakapital nimiväärtuses | 3 004 | 3 003 | 3 003 | 3 003 | 3 003 |
| Kohustuslik reservkapital | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum) | 43 041 | 33 543 | 40 528 | 38 162 | 35 567 |
| Aruandeaasta kasum (kahjum) | -9 499 | 6 985 | -2 366 | 3 591 | 3 093 |
| Kokku omakapital | 36 846 | 43 831 | 41 465 | 45 056 | 41 963 |
| Kokku kohustused ja omakapital | 95 124 | 74 482 | 63 677 | 61 757 | 60 016 |

Lisa 2. Tm Paber OÜ kasumiaruanne eurodes 2011 – 2014

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Müügitulu | 76 343 | 82 846 | 105 758 | 106 327 |
| Muud äritulud | 24 270 | 569 | 2 701 | 8 131 |
| Valmis ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus | -3 526 | -9 039 | 1 357 | 783 |
| Kaubad, toore, materjal ja teenused | 29 703 | 46 338 | 50 910 | 43 536 |
| Mitmesugused tegevuskulud | 22 049 | 14 003 | 22 178 | 18 603 |
| Tööjõukulud | 32 674 | 7 372 | 27 542 | 45 393 |
| Põhivara kulum ja väärtuse langus | 4 734 | 5 863 | 5 342 | 4 456 |
| Muud ärikulud | 286 | 2 945 | 160 | 160 |
| Ärikasum (kahjum) | 7 641 | -2 145 | 3 684 | 3 093 |
| Finantstulud ja kulud | 656 | 221 | 44 | 0 |
| Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist | 6 985 | -2 366 | 3 591 | 3 093 |
| Aruandeaasta kasum (kahjum) | 6 985 | -2 366 | 3 591 | 3 093 |

Lisa 3. Kliendi müügistatistika 2012

| Kliendi nr. | Nimi | Müügikate | Summa |
|-------------|-------------------------|-----------|-----------|
| 001 | Aarspak Tootmine OÜ | 21 063,57 | 21 063,57 |
| 150 | OG Elektra AS | 14 400,86 | 14 400,86 |
| 013 | INFOTARK AS | 11 929,67 | 11 929,67 |
| 002 | ASKA PABER OÜ | 4 992,61 | 4 992,61 |
| 003 | Karbikaru OÜ | 2 929,15 | 2 929,15 |
| 146 | KONTORI ja KOOLI A&O OÜ | 2 864,50 | 2 864,50 |
| 016 | CHARLOT OÜ | 2 110,08 | 2 110,08 |
| 133 | JOVI OÜ Kpl.SINU BÜROO | 1 796,50 | 1 796,50 |
| 144 | KRISTALLKOTKAS OÜ | 1 695,90 | 1 695,90 |
| 073 | BRIGITTA ÄRI OÜ | 1 584,89 | 1 584,89 |
| 155 | PANDIVERE EHITUS AS | 1 004,96 | 1 004,96 |
| 111 | ROVELLE OÜ | 976,26 | 976,26 |
| 017 | Kanjon OÜ | 953,96 | 953,96 |
| 009 | PRINTCENTER EESTI AS | 936,56 | 936,56 |
| 77 | Jovi Kiviõli | 923,64 | 923,64 |

Lisa 2. järg

| | | | |
|-----|----------------------------|--------|--------|
| 095 | POETARVETE ÄRI | 916,67 | 916,67 |
| 116 | EMER PEN OÜ | 893,76 | 893,76 |
| | JOGEVA MAJANDUS | | |
| 088 | ÜHISTU | 866,65 | 866,65 |
| 062 | JÄRVA TÜ Paide Kaubamaja | 788,30 | 788,30 |
| 505 | Vaitorg OÜ | 783,60 | 783,60 |
| 010 | | 778,89 | 778,89 |
| 66 | Imprest AS | 658,90 | 658,90 |
| | PÖLVA TÜ Põlva | | |
| 113 | Kaubakeskus | 630,34 | 630,34 |
| 096 | Penpoint OÜ | 602,91 | 602,91 |
| 063 | JÄRVA TÜ Türi Kaubamaja | 532,90 | 532,90 |
| | KEILA TU ROOMU | | |
| 036 | KAUBAMAJA | 527,10 | 527,10 |
| 097 | Office Grupp | 426,00 | 426,00 |
| 019 | Kserten OÜ | 381,30 | 381,30 |
| 171 | NATURAL AS | 368,00 | 368,00 |
| 122 | LEXIKA OÜ Raamatukauplus | 338,93 | 338,93 |
| 078 | MERIT TARKVARA AS | 261,11 | 261,11 |
| 005 | Alfa Print OÜ | 260,82 | 260,82 |
| 014 | BDP OÜ | 246,80 | 246,80 |
| 075 | OÜ VAAROS | 237,25 | 237,25 |
| 387 | Kiviõli Linnavalitsus | 202,20 | 202,20 |
| 071 | SIhtasutus Viljandi Haigla | 180,00 | 180,00 |
| 518 | Liliina OÜ | 173,00 | 173,00 |
| 131 | SINONIM OÜ | 170,00 | 170,00 |
| 145 | PT MIKRO OÜ | 147,56 | 147,56 |
| 074 | VILJANDI TÜ | 147,29 | 147,29 |

Lisa 4. Klientide müügistatistika 2013

| Kliendi nr. | Nimi | Müügikate | Summa |
|-------------|----------------------------|-----------|------------|
| 001 | Aarspak Tootmine OÜ | 28 833,39 | 28 833,39 |
| 150 | OG Elektra AS | 16 535,54 | 16 535,54 |
| 013 | INFOTARK AS | 9 019,16 | 9 019,16 |
| 003 | Karbikaru OÜ | 8 052,75 | 8 052,75 |
| 002 | ASKA PABER OÜ | 7 958,85 | 7 958,85 |
| 009 | PRINTCENTER EESTI AS | 5 151,31 | 5 151,31 |
| 146 | KONTORI ja KOOLI A&O OÜ | 3 485,79 | 3 485,79 |
| 016 | CHARLOT OÜ | 2 082,00 | 2 082,00 |
| 116 | EMER PEN OÜ | 2 064,53 | 2 064,53 |
| 133 | JOVI OÜ Kpl.SINU BÜROO | 1 992,93 | 1 992,93 |
| 144 | KRISTALLKOTKAS OÜ | 1 992,68 | 1 992,68 |
| 073 | BRIGITTA ÄRI OÜ | 1 347,89 | 1 347,89 |
| 111 | ROVELLE OÜ | 1 333,76 | 1 333,76 |
| 096 | Penpoint OÜ | 1 254,22 | 1 254,22 |
| 095 | POETARVETE ÄRI | 1 167,34 | 1 167,34 |
| 017 | Kanjon OÜ | 984,60 | 984,60 |
| | JÕGEVA MAJANDUS | | |
| 088 | ÜHISTU | 962,15 | 962,15 |
| 145 | PT MIKRO OÜ | 792,10 | 792,10 |
| 155 | PANDIVERE EHITUS AS | 777,19 | 777,19 |
| 005 | Alfa Print OÜ | 731,13 | 731,13 |
| 071 | Sihtasutus Viljandi Haigla | 709,58 | 709,58 |
| 77 | Jovi Kiviõli | 689,04 | 689,04 |
| 505 | Vaitorg OÜ | 678,80 | 678,80 |
| 097 | Office Grupp | 600,00 | 600,00 |
| 057 | KASEORU OÜ | 589,15 | 589,15 |
| 074 | VILJANDI TÜ | 587,69 | 587,69 |
| 063 | JÄRVA TÜ Türi Kaubamaja | 571,96 | 571,96 |
| | KEILA TU ROOMU | | |
| 036 | KAUBAMAJA | 562,60 | 562,60 |
| 062 | JÄRVA TÜ Paide Kaubamaja | 492,15 | 492,15 |
| 136 | LOOTSI VP OÜ | 442,20 | 442,20 |
| 014 | BDP OÜ | 340,44 | 340,44 |
| 019 | Kserten OÜ | 338,10 | 338,10 |
| 131 | SINONIM OÜ | 303,30 | 303,30 |
| 075 | OÜ VAAROS | 290,20 | 290,20 |
| 078 | MERIT TARKVARA AS | 264,40 | 264,40 |
| 528 | Miljon Miksi OÜ | 253,25 | 253,25 |
| 090 | Snitty OÜ | 193,95 | 193,95 |
| 172 | OÜ Concover | 187,96 | 187,96 |
| 124 | Tapa Erikool | 149,32 | 149,32 |
| 524 | Teleprint OÜ | 137,97 | 137,97 |
| | | | 115,5 |
| 244 | LASTEAED OÜ | 115,50 | 0 |
| | | | 110,0 |
| 080 | JÄRVA TÜ | 110,00 | 0 |
| | LEXIKA OÜ | | |
| 122 | Raamatukauplus | | 89,5689,56 |

Lisa 4. järg

| | | |
|-------|-------------------------------|------------|
| 521 | OÜ Ideeklaas | 80,0080,00 |
| 068 | HEKO KAUBANDUSE OÜ | 73,5073,50 |
| 82 | Saunakeskus OÜ | 60,0060,00 |
| | ÄRITARVETE KAUPLUS | |
| 098 | OÜ | 54,5054,50 |
| 519 | OÜ Lucisi- Pajusi Lihatööstus | 49,5049,50 |
| 527 | Ambla vald | 47,5047,50 |
| 507 | LeFortum OÜ | 45,0045,00 |
| 523 | Gildemann OÜ | 45,0045,00 |
| 169 | JOOSAND OÜ | 40,2140,21 |
| 526 | Põdrangu PÜ | 28,5028,50 |
| 204 | Albu Põhikool | 17,8017,80 |
| <hr/> | | |
| | | 105 757,94 |

Lisa 5. Klientide müügistatistika 2014

| Kliendi nr. | Nimi | Müügikate | Summa |
|-------------|--|-----------|-----------|
| 001 | Aarspak Tootmine OÜ | 35 020,41 | 35 020,41 |
| 150 | OG Elektra AS | 14 233,64 | 14 233,64 |
| 003 | Karbikaru OÜ | 10 802,04 | 10 802,04 |
| 013 | INFOTARK AS | 7 741,14 | 7 741,14 |
| 002 | ASKA PABER OÜ | 5 546,70 | 5 546,70 |
| 009 | PRINTCENTER EESTI AS | 4 148,74 | 4 148,74 |
| 146 | KONTORI ja KOOLI A&O OÜ | 2 981,70 | 2 981,70 |
| 133 | JOVI OÜ Kpl.SINU BÜROO | 2 420,80 | 2 420,80 |
| 116 | EMER PEN OÜ | 2 229,61 | 2 229,61 |
| 144 | KRISTALLKOTKAS OÜ | 1 583,14 | 1 583,14 |
| 111 | ROVELLE OÜ | 1 545,10 | 1 545,10 |
| 016 | CHARLOT OÜ | 1 446,00 | 1 446,00 |
| 017 | Kanjon OÜ | 1 323,45 | 1 323,45 |
| 073 | BRIGITTA ÄRI OÜ | 1 261,92 | 1 261,92 |
| 096 | Penpoint OÜ | 1 092,46 | 1 092,46 |
| 095 | POETARVETE ÄRI | 1 054,10 | 1 054,10 |
| 005 | Alfa Print OÜ | 1 036,39 | 1 036,39 |
| 530 | Destriina OÜ | 867,80 | 867,80 |
| 77 | Jovi Kiviõli | 807,61 | 807,61 |
| 505 | Vaitorg OÜ | 797,50 | 797,50 |
| 155 | PANDIVERE EHITUS AS JÕGEVA MAJANDUS | 785,36 | 785,36 |
| 088 | ÜHISTU | 678,85 | 678,85 |
| 062 | JÄRVA TÜ Paide Kaubamaja | 610,65 | 610,65 |
| 097 | Office Grupp | 600,00 | 600,00 |
| 145 | PT MIKRO OÜ KEILA TÜ ROOMU | 577,80 | 577,80 |
| 036 | KAUBAMAJA | 510,75 | 510,75 |
| 074 | VILJANDI TÜ | 498,80 | 498,80 |
| 112 | CISTA AS | 443,44 | 443,44 |
| 090 | Snitty OÜ | 436,22 | 436,22 |
| 528 | Miljon Miksi OÜ | 425,25 | 425,25 |
| 136 | LOOTSI VP OÜ | 410,85 | 410,85 |
| 063 | JÄRVA TÜ Türi Kaubamaja | 392,95 | 392,95 |
| 078 | MERIT TARKVARA AS | 391,30 | 391,30 |
| 057 | KASEORU OÜ | 332,48 | 332,48 |
| 019 | Kserten OÜ | 289,45 | 289,45 |
| 131 | SINONIM OÜ | 180,40 | 180,40 |
| 080 | JÄRVA TÜ | 110,00 | 110,00 |

| | | | |
|---------------------|-------------------------------|------------|-----------|
| 068 | HEKO KAUBANDUSE OÜ | 106,20 | 106,20 |
| Lisa 5. järg | | | |
| 283 | Tamsalu Vallavalitsus. | 89,11 | 89,11 |
| 046 | Lucisi OÜ | 81,00 | 81,00 |
| 157 | VÄIKE-MAARJA VALLAVALITSUS | 75,00 | 75,0 0 |
| 075 | OÜ VAAROS | 68,00 | 68,0 0 |
| 059 | Mantra Mets | 63,00 | 63,0 0 |
| 529 | Rautakesko AS | 51,36 | 51,3 6 |
| 047 | R.M.S.R OÜ | 50,00 | 50,0 0 |
| 053 | Pärnu -Jaagupi Gümnaasium | 36,00 | 36,0 0 |
| 340 | eraisik | 24,20 | 24,2 0 |
| 071 | SIhtasutus Viljandi Haigla | 24,05 | 24,0 5 |
| 531 | Päts OÜ | 23,00 | 23,0 0 |
| 244 | LASTEAED OÜ | 11,25 | 11,2 5 |
| 169 | JOOSAND OÜ | 10,22 | 10,2 2 |
| | | <hr/> | |
| | | 106 327,19 | |

Lisa 6. CAPM mudel sisendid

| | | |
|--------------------------------|--|--------|
| Riskivaba tulumäär | | 1,92% |
| Paberi- ja metsatööstuse beeta | | 0,74 |
| Jaekaubanduse beeta | | 0,63 |
| Võõrkapital/omakapital | | 0,43 |
| Eesti riigiriski preemia | | 1,05% |
| USA tururiski preemia | | 5,75% |
| Turu riskipreemia | | 6,8% |
| Võimenduseeta beeta | | 0,69 |
| Võimendusega beeta | | 0,99 |
| CAPM | | 8,63% |
| | | |
| Investeeritud kapitali hind | | 8,63% |
| Investeeritud kapitali suurus | | 51 397 |
| Võõrkapitali hind | | 2% |
| Võõrkapitali suurus | | 9 434 |
| Varad | | 60 016 |
| WACC | | 7,6% |

Lisa 7. Ettevõtte väärtus

| Sisend | Diskonteeritud väärtus | Diskonteerimata väärtus |
|-------------------|------------------------|-------------------------|
| Rahavoog 2015 | 1 408 | 1 501 |
| Rahavoog 2016 | 1 477 | 1 679 |
| Rahavoog 2017 | 1 533 | 1 858 |
| Rahavood 2018 | 1 577 | 2 039 |
| Rahavoog 2019 | 1 612 | 2 222 |
| Rahavoogude summa | 8 765 | 11 093 |
| Terminaalväärtus | 32 115 | 46 320 |
| Ettevõtte väärtus | 40 880 | 57 413 |