

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Rain Välba

BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

HEPSOR AS NÄITEL

Bakalaureusetöö

Õppekava ärindus, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Kalle Ahi, MA

Tallinn 2022

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele selle koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks.

Töö pikkuseks on 7425 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Rain Välba 08.12.2022

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. ETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE	7
1.1. Ettevõtte õiglane väärtus ja selle hindamine	7
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod	9
1.3. Suhtarvude võrdlemise meetod	13
2. HEPsor AS ÜLEVAADE	15
2.1. Hepsor AS tutvustus	15
2.2. Hepsor AS finantsnäitajad	16
2.3. Hepsor AS aktsia	18
3. HEPsor AS ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE	20
3.1. Õiglase väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	20
3.1.1. Vabade rahavoogude ja terminaalväärtuse leidmine	20
3.1.2. Kaalutud keskmise kapitali hinna leidmine	25
3.1.3. Hepsor AS õiglane väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil	27
3.2. Õiglane väärtus võrdlevate suhtarvude meetodil	29
3.3. Hinnang tulemustele	30
KOKKUVÕTE	33
SUMMARY	35
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	37
LISAD	40
Lisa 1. Hepsor AS Materiaalse põhivara kulum	40
Lisa 2. Hepsor AS bilanss aastatel 2021-2018	41
Lisa 3. Hepsor AS kasumiaruanne aastatel 2021-2018	43
Lisa 4. Lihtlitsents	45

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva töö eesmärgiks on leida börsiettevõtte Hepsor AS õiglase väärtus kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude ja võrdlevate suhtarvude meetodit. Peale õiglase väärtuse leidmist antakse hinnang, kas Hepsor AS aktsia on hetkel turul ala- või ülehinnatud.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamiseks, prognoositakse ettevõtte poolt loodavad vabad rahavood aastatel 2022-2027. Koostatakse nii konservatiivne kui ka optimistlik prognoos, mille tegemisel lähtutakse varasematest tulemustest ning Hepsor AS'i ootustest aastatele 2022-2024. Lisaks vabadele rahavoogule leitakse ka terminaalväärtus ning mõlemad komponendid seejärel diskonteeritakse kasutades ettevõtte kaalutud keskmist kapitali hinda. Saadud tulemustest lahutatakse maha intressi kandvad kohustused. Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutatades saadi ettevõtte väärtuseks konservatiivse prognoosi järgi 17 miljonit, mis teeb aktsia hinnaks 4,41 eurot. Kasutades optimistliku prognoosi saadi ettevõtte väärtuseks 50,5 miljonit, mis teeb aktsia hinnaks 13,09 eurot. Aktsia on turul võrreldes optimistliku prognoosiga alahinnatud 38 protsenti ning konservatiivsega võrreldes ülehinnatud 46 protsenti.

Võrdlevate suhtarvude meetodika puhul võrreldakse ettevõtte P/S, P/B ja EV/EBITA suhtarve kinnisvara arenduse valdkonna keskmistega ning selle põhjal tuletatakse ettevõtte väärtus. Antud meetodika tulemusena leiti ettevõtte õiglaseks väärtuseks 20,3 miljonit mis teeb ühe aktsia hinnaks 5,27 eurot. Võrreldes aktsia turuhinnaga on saadud tulemus 45 protsenti madalam.

Autori arvates tuleneb saadud tulemuste erinevus investorite optimismist. Võrdlevate suhtarvude ja konservatiivse prognoosi põhjal võiks aktsia hind jääda vahemiku 4,41-5,33 eurot. Investorid aga usuvad, et ettevõtte on võimeline saavutama paremaid tulemusi kui siiani ning ellu viima optimistlikumad prognoosid. Detsembri alguse turuhind on võrdlemisi täpselt kahe erineva prognoosi tulemuste keskel, mis näitab, et investoritel on lootust kuid täielikult kindlus puudub.

Võtmesõnad: Õiglase väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod, võrdlevate suhtarvude meetod

SISSEJUHATUS

Aasta 2021 jooksul lisandus Balti börsile väga palju uusi ettevõtteid. Kõik neist märgiti ka IPO-l osalejate poolt üle. Nende seas ka Hepsor AS, mille märkisid investorid üle 8.7 kordselt.

Osalejad said aktsiat märkida hinnaga 11,7 eurot tükk. Esimesel kauplemispäeval tõusis hind aga 16,18 euroni, mis teeb tõusuks 38 protsenti. Järgneva 8 kuuga seevastu langes hind tipust peaaegu 40 protsenti. Suured hinnakõikumised tõstatavad küsimused, et milline on ettevõtte tegelik õiglane väärtus ning kas ettevõtte aktsia on turul õiglaselt väärtustatud või mitte.

Lisaks ettevõtete börsile tulemise populaarsuse tõusuga on üha enam tekkinud küsimus, et kuidas IPO'sid hinnastada ning millisest loogikast lähtuda. Variante on mitmeid, näiteks on võimalik lähtuda vaid mineviku finantsaruannetest. Teised aga proovivad arvesse võtta ka ettevõtte tulevikuplaane ning strateegiad ja lähtuvad hinnastamisel sellest. Erinevad lähenemised ja suhtumised teevad seega väärtuse hindamise keeruliseks nii investoritele kui ka IPO's osalevale ettevõttele, kes peab õiglaselt ning samas atraktiivselt oma ettevõtet hinnastama.

Samuti on muutumas globaalne majanduslik olukord. Kõrge inflatsioon, tõusvad intressimäärad ning ebakindlus majanduses on kõik faktorid mis suurel määral mõjutavad ettevõtete toimimist ja kasumlikkust. Täpselt samuti on ka Hepsor AS'i puhul. Keerulistel aegadel tasub eriti hoolikalt üle vaadata ettevõtete tulemused ja kohandada prognoose, millest tulenevalt muutub ka ettevõtte väärtus.

Töö eesmärgiks on leida börsiettevõtte Hepsor AS õiglane väärtus kasutades selleks diskonteeritud rahavoogude ja suhtarvude võrdlemise meetodit. Peale õiglase väärtuse leidmist antakse hinnang, kas Hepsor AS aktsia on hetkel turul ala- või ülehinnatud.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi eesmärk on leida ettevõtte väärtus detsember 2022 seisuga hinnates millises mahus vabasid rahavoogusid suudab ettevõtte tulevikus luua. Vabade rahavoogude leidmiseks prognoositakse võimalikult täpselt tuleviku rahavoogusid lähtudes

varasematest finantstulemustest. Leitud tulevikud rahavood diskonteeritakse tänasesse päeva kasutades selleks keskmist kaalutud kapitali hinda.

Lisaks diskonteeritud rahavoogude meetodile kasutatakse õiglase väärtuse hindamiseks ka võrdlevate suhtarvude meetodit. Samas sektoris tegutsevate ettevõtete finants suhtarve ja turuväärtust võrreldakse Hepsor AS omaga. Võrdlevate suhtarvude meetod on lihtsam ja pinnapealsem hindamise meetod kuid on hea lisa ja võrdluspunkt diskonteeritud rahavoogude meetodile. Võrdlevaks grupiks võtab autor teised börsil olevad kinnisvaraarendusega tegelevad ettevõtted.

Lõputöös püstitatakse järgmised uurimisküsimused:

- 1) Mis on Hepsor AS õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- 2) Mis on Hepsor AS õiglase väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- 3) Kui palju erineb Hepsor AS õiglase väärtus turuväärtusest?

Töö jaotub kolmeks osaks. Esimeses peatükis antakse ülevaade ettevõtte väärtuse olemusest ning kuidas seda hinnatakse. Teises peatükis kirjeldatakse lähemalt ettevõtet Hepsor AS. Kolmandas ja viimases peatükis leitakse Hepsor AS õiglase väärtus kasuades nii diskonteeritud rahavoogude meetodid kui ka võrdlevate suhtarvude meetodit. Lisaks õiglase väärtuse leidmisele antakse ka hinnang Hepsor AS turuväärtusele võrreldes saadud tulemustega.

1. ETTEVÖTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

1.1. Ettevõtte õiglane väärtus ja selle hindamine

Ettevõtte väärtus on üldjuhul rahaline summa mille eest on keegi nõus ettevõtet müüma või ostma. Omavahel ei tohi sassi ajada ettevõtte väärtust ja hinda. Hind on konkreetne number mille osapooled ettevõtte müügi puhul kokku lepivad lähtudes enda poolt välja arvatud väärtusest. Ühe konkreetse ettevõtte väärtus võib olla aga ostja ning müüa jaoks erinev. Juhul kui on mitu ostjat siis ka kõik nemad võivad hinnata ühe ettevõtte väärtust erinevalt. See tuleneb suuresti tõsiasjast, et iga osapool väärtustab ühe ettevõtte juures veidi erinevad detaile. Näiteks on mõne jaoks kõige olulisem bränd ja kliendid, teise jaoks aga ettevõtte valduses olev tehnika. Lisaks võivad väärtust mõjutada ka ettevõtetete erinevad hinnangud konkreetsele turule, ärivaldkonna kasvule ning ka üldisele majanduslikule olukorrale. (Fernández, 2007, lk 2-3)

Ettevõtte väärtus võib vaja minna mitmetel juhtudel, mõned neist on (Fernández, 2007, lk 3):

1. Ettevõtte ost või müük
2. Börsiettevõtte väärtuse hindamine
3. Aktsiate avalik pakkumine
4. Pärimine
5. Kompensatsiooni lähtuvalt loodud väärtusest
6. Väärtuse loojate tuvastamiseks
7. Strateegiliste otsuste tegemiseks

Eestis on 2021.aasta seisuga 145 717 majanduslikult aktiivset ettevõtet, neist vaid 32 on börsil noteeritud (Statistikaamet, 2022). See tähendab, et enamiku müügi ja ostutehingute puhul ei ole võimalik hindamisel kasutada turuhindu. Küll aga isegi juhtudel kus on turuhind olemas, ei piisa vaid sellest hindamaks, kas tehing on kõigile osapooltele kasulik. Lisaks ei ole turul tihtipeale ettevõtted õiglaselt hinnastatud. Juhul kui nii oleks ei näeks paljud investorid vaeva õiglaste väärtuste leidmisega vaeva, sest nähtud vaeva eest pole võimalik lisatulu teenida. (Grossman, 1980) Tihtipeale tekivad konfliktid kuna osapooled ei saa hinnas kokkuleppele. See tuleneb mõlema osapoole soovist teenida tehingust maksimaalselt kasumit. Küll aga on tihtipeale mõlema osapoole huvides, et tehing siiski toimuks. Sellistes olukordades tuleb appi ettevõtte õiglane väärtus. (Matschke et al., 2010, lk 1)

Ettevõtte õiglane väärtus on väärtus mille annab kolmas ja sõltumatu osapool. Tänu sellele pole väärtus kallutatud ostja või müüa poolsetest nägemustest või hinnangutest. (Matschke et al., 2010, lk 4) Õiglane väärtus annab võimaluse kõigile osapooltele objektiivselt hinnata enda poolt leitud väärtust ning ka kõrvalistel osapooltel hinnata ettevõtte realistliku hinda. Ettevõtte väärtuse hindamise võtetest arusaamine on oluline kõigile ettevõtte rahanduse valdkonnaga seotud inimestele (Fernández, 2007, lk 2).

Ettevõtte väärtuse hindamiseks on väga palju erinevaid meetodeid ja lähenemisi. Sellest olenemata pole suudetud jõuda ühisele seisukohale milline neist on kõige parem. Iga meetod arvestab veidi erinevate faktoritega. Mõningaid tähtsaid faktoreid võetakse arvesse, teised aga jäetakse seevastu välja. Seepärast valitakse iga kord neist mõni mis antud spetsiifilisse olukorda kõige paremini sobiks. (Berzkalne & Zelgalve, 2014, lk 888)

Fernández (2007) toob välja neli põhilist ja kõige laialdasemalt kasutatud meetodite gruppi:

- Bilansi põhised meetodid
 - Raamatupidamislik väärtus
 - Korrigeeritud raamatupidamislik väärtus
 - Likvideerimisväärtus
 - Asendusmaksumus
- Kasumiaruande põhised meetodid
 - Suhtarvude võrdlemine
- Sega meetodid (goodwill)
 - Klassikaline
 - UEC meetod
- Diskonteeritud rahavoogude meetodid
 - Vaba rahavoo diskonteerimine
 - Dividendide diskonteerimine
 - Rahavoog omakapital diskonteerimine

Neid kõiki seob omavahel omapära, et arvesse võetakse ettevõtte füüsilist vara ja/või mineviku majandusaasta aruandeid. Kuigi selline hindamine on endiselt populaarseim meetod siis tuuakse ka välja et info ja andmete põhises majanduses võiks proovida võtta arvesse ka ettevõtetete

intellektuaalset vara. Intellektuaalsel varal on kindlasti mõju ettevõtte toimisele ja ka selle väärtusele kuid sellele väärtuse andmine on keeruline väljakutse. (Gan & Saleh, 2008, lk 114)

Olenevalt metoodikast võib põhjalik väärtuse hindamine olla väga keerukas protsess. Eriti kui on soov teha seda erapooletult ja tulemusi kallutamata. Väärtuse leidmine nõuab tavaliselt tuleviku tulude ja kulude hindamist, mis tihitpeale tuleneb mineviku aruannetest, kuid siiski sisaldab hinnangut tulevase kasvu osas. Varasemates uuringutes on ka välja toodud, et sageli eksivad ka professionaalsed analüütikud väärtuse hindamise metoodika vastu tehes valesi eeldusi. Nende mõju aga lõplikule tulemusele võib olla väga suur. (Petersen & Plenborg, 2009, lk 8)

Vaatame lähemalt kahte populaarsemat meetodit: võrdlevate suhtarvude meetod ja diskonteeritud rahavoogude meetod. Võrdlevate suhtarvude meetod on üks kiiremini ja lihtsamini teostatavaid väärtuse hindamise meetodeid (Fernández, 2007, lk 7). Diskonteeritud rahavoogude meetod on vastupidiselt aga palju ajakulukam ning keerulisem protsess (Fernández, 2007, lk 12). Kahe erineva ning kontrastse meetodi kasutamine loob hea võimaluse tulemusi võrrelda. Lisaks saab tuvastada erinevusi hinnatud ettevõtte ning suhtarvude võrdlusgrupi vahel (Fernandez, 2001, lk 2).

1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetodi eesmärk on leida ettevõtte tänane väärtus hinnates millises mahus vabasisid rahavoogusid suudab ettevõtte tulevikus luua (Fernández, 2007, lk 12).

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamiseks kasutatakse valemit (Plenborg, 2002, lk 306):

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

kus

- EV on ettevõtte väärtus
- FCFF on vaba rahavoog ettevõttesse
- WACC on kaalutud keskmine kapitali hind

Vaba rahavoog on rahavoog, mis jääb alles peale äritegevust ning mida ei reinvesteerita tulevaste projektide tarbeks (Brush et al., 2000, lk 456). Analüütikud kasutavad vabade rahavoogude meetodid enim ettevõtete puhul, kes ei maksa dividende või maksavad dividende oluliselt vähem kui võimalik oleks (Stowe, 2007, lk 152). Vabade rahavoogude leidmiseks tehakse võimalikult

põhjalikud arvutused ja ennustused iga võimaliku ettevõtte tuluallika ja kulutuse kohta. Lähtudes mineviku tulemustest ja tuleviku plaanidest mõeldakse läbi näiteks järgmiste aastate müügitulud, materjalikulud, töötajate arv, laenud, intressimaksud jne. Mida täpsemalt ja põhjalikumalt prognoose tehakse seda usaldusväärsem tuleb ka lõplik tulemus. (Fernández, 2007, lk 12)

Maksusüsteemi omapärasid arvesse võttes kasutatakse Eestis vabade rahavoogude arvutamiseks valemit (Stowe, 2007, lk 113-117):

$$FCFF = EBIT - TAX + DA - \Delta NWC - CAPEX \quad (2)$$

kus

- EBIT on ettevõtte ärikasum,;
- TAX on maksud,;
- DA on põhivara kulum ja allahindlus,;
- ΔNWC on netokäibekapitali muutus,;
- CAPEX on investeeringud põhivarasse.

Igaastaseid prognoose pole võimalik teha lõpmatult pika aja peale, tulenevalt nii selle keerukusest, suurest ajakulust kui ka ebatäpsusest. Samuti ei lõppe üldjuhul ka ettevõtete tegevus paari aasta jooksul. Seetõttu leitakse diskonteeritud rahavood üldjuhul vaid mõne aasta kohta ning ülejäänud perioodi kohta leitakse terminaalväärtus. (Damodaran, 2012)

Terminaalväärtus võtab arvesse, et ettevõtte kasvab peale arvutusliku perioodi stabiilselt ühtlases tempos edasi (*Ibid.*). Terminaalväärtuse leidmiseks on erinevaid meetodeid lähtuvalt kasutus otstarbest (Penman, 1998). Antud töös kasutame valemit (Damodaran, 2012):

$$TV_n = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC_{n+1} - g} \quad (3)$$

kus

- TV on terminaalväärtus
- FCFF on vaba rahavoog ettevõttesse
- WACC on kaalutud keskmine kapitali hind
- g on kasvumäär

Kasvumäär on määr mille võrra ettevõtte iga aasta lõpmatult kaua kasvab. Üldjuhul jääb kasvumäär 2 protsendi juurde nominaalkasvuna ning umbes 1 protsendi juurde reaalkasvuna. (Damodaran, 2012). Nominaal ja reaalkasvu erinevus on, et reaalkasv ei arvesta sisse inflatsiooni, nominaalkasv

aga teeb seda (Friedl & Schwetzler, 2011). Mõlemal juhul on kasv kas võrdne või aeglasem kui üleüldine majanduskasv. Kuigi ettevõtte võib mingil perioodil siiski kiiremini kasvada siis lõpmatult pika perioodi peale ei ole suurem kasvumäär realistlik. (Damodaran, 2012)

Tuleviku rahavood ning terminaalväärtus seejärel diskonteeritakse, ehk tuuakse tänasesse päeva võttesse arvesse diskontomäära (WACC). Diskontomäära leidmine on üks tähtsamaid ja keerukamaid osasi. Diskontomäära võtab arvesse riske, majanduse volatiilsust, omanike kapitali tootluse ootust ja palju muud. (Fernández, 2007, lk 12) WACC'i aetakse tihtipeale segamini kulu või oodatud tuluga. Eelnimetatud on küll WACC'i osadeks kuid tegelikkuses on WACC kulu, ehk laenu hinna ja oodatud omakapitali tootluse kaalutud keskmine. (Fernandez, 2010, lk 2)

Kaalutud keskmise kapita hinna arvutamiseks kasutatakse valemit (Konkuretsiamet, 2019, lk 6):

$$WACC = \frac{D}{D+E} k_d + \frac{E}{D+E} k_e \quad (4)$$

kus

- D on laenu turuväärtus,
- E on omakapitali turuväärtus,
- k_d on laenu kulu enne makse,
- k_e on omakapitali oodatav tootlus,

Diskontomäära leidmise muudab keeruliseks omakapitali hinna leidmine. Kui laenu hind on kindlaks määratud näiteks intressi näol siis omakapitali puhul sellist konkreetset etteantud numbrit pole. Omakapitali hinna määramiseks on küll erinevaid variante kuid üks populaarsematest on CAPM mudelit. CAPM mudel defineerib omakapitali oodatava tootluse valemiga (Fernández, 2007, lk 17):

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (5)$$

kus

- k_e on omakapitali oodatav tootlus,
- R_f on riskivabade investeeringute tootlus (riigi poolt tagatud pikaajalised võlakirjad),
- β on aktsia beeta,
- R_m on oodatav turutootlus,
- $R_m - R_f$ on tururiskipremia,

Aktsia beeta hindab aktsia süstemaatilist riski (Campbell & Vuolteenaho, 2004, lk 1249). Riski peegeldab aktsia volatiilsust, mida hinnatakse üldjuhul S&P500 indeksi suhtes. Kui beeta on üks, siis on aktsia sama volatiilne kui indeks. Mida suurem aga beeta on seda suurema volatiilsusega on ka aktsia. Juhul kui beeta on alla ühe siis on tegu võrreldes indeksiga vähem volatiilse aktsiaga. (Damodaran, 2012)

Kuigi teoreetiliselt pole täielikult riskivabased investeringud olemas siis praktikas hinnatakse riskivabaks usaldusväärsete riikide lühiajalisi võlakirju. Riskivaba tootlus on taoliste investeerimistoodete poolt pakutav tootlus. Konkurentsiamet soovib oma kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamise juhendis kasutada riskivabaks tootluseks Saksamaa 10 aastaseid võlakirju, millele lisatakse Eesti riskipremia. Saksamaad kasutatakse, sest tegu on ühe suurima eurosooni riigiga ning 10 aastaseid võlakirju, sest need on oma iseloomult palju sarnasemad aktsiatele kui lühemad võlakirjad. (Konkurentsiamet, 2019, lk 9) Peale Konkurentsiameti juhendi valmimist on Eesti oma võlakirjad küll emiteerinud, kuid kuna need ei ole böril kaubeldavad ja olemas on vaid emissiooni hind siis antud töös me seda ei kasuta.

Tururiskipremia näitab kui palju on võimalik veel lisaks riskivabale tootlusele investoritel teenida. Konkurentsiamet on võtnud tururiskipremiaks 5 protsenti, mis tuleneb McKinsey väljaandes toodud soovitudele ja CEERi riikide keskmisele näitajale. Alternatiivina tuuakse välja ka Credit Suisse'i poolt välja tootud Euroopa riskimäär. (Konkurentsiamet, 2019, lk 18-19)

Tuleb aga arvestada, et diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud tulemuste puhul on tegemist parimal info põhineval ennustusel. Täpseid ja detailseid tulevikuprognose on keeruline teha. Isegi kui tuleviku rahavood on fikseeritud, näiteks tegeletakse pindade üürimisega, siis alati on võimalus, et tekib ootamatuid kulusi või üürileping tühistatakse enneaegselt. Laekumata renditulu ja ootamatuid kulusid on raske ennustustes arvesse võtta. Keerulisemaks teeb olukorra, et tihtipeale pole ettevõtete tulud fikseeritud ja eeldatakse igaaastast kasvu. Samamoodi võivad ka kulutused ajas drastiliselt muutuda. See aga ongi paratamatu prognooside osa, millega tuleb arvestada. Prognooside jagamisel tasub lõpptulemusele lisaks jagada ka milliseid eeldusi ja ootusi on arvetusi tehes arvesse võetud. (French & Gabrielli, 2005, lk 76-77)

1.3. Suhtarvude võrdlemise meetod

Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks populaarsemaid ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid. See aga nõuab palju tööd, täpseid arvutusi ning õigeid hinnanguid ja ennustusi. Antud protsessi käigus on aga vead kerged tekkima, mistõttu on ka teiste meetodite lisaks kasutamine suurepärase viisi oma tehtud töö kontrollimiseks. (Koller et al., 2005, lk 1) Suhtarvude võrdlemise meetod on selle jaoks suurepärase. Võrdlemisi kiired ja lihtsad arvutused võimaldavad lühikese lisandunud ajakuluga tehtud tööd hinnata. (Koller et al., 2005, lk 1) Suhtarvude võrdlemine ei sisalda endas ennustusi ega põhjalikke arvutusi kuid oma olemuselt on nad neile väga sarnased: tuleviku tulud tõstavad väärtust ning riskid vähendavad seda. (Liu et al., 2002, lk 136) Lisaks sellele pakuvad need ka võimalust oma ettevõtet lihtsalt võrrelda teiste samas sektoris toimetavate ettevõtetega. Süvenedes, miks ühe või teise konkurendid näitajad erinevad enda omadest võib anda väga palju lisainfot tootlikuse, finantside või riskide juhtimisel ja olla aluseks tuleviku strateegiatega muutmisel. (Koller et al., 2005, lk 1)

Suhtarvude kasutamisel on neli olulist sammu (Schreiner, 2009, lk 49-53):

- Sobivate suhtarvude valimine
- Võrreldavate ettevõtete valimine
- Võrdlusgrupi keskmiste suhtarvude leidmine
- Hinnatava ettevõtte väärtuse leidmine

Erinevaid suhtarve on väga palju ning igaüks neist kirjeldab ettevõtet, selle tulemusi ning käekäiku veidi erineva nurga alt. Ettevõtte väärtuse hindamise seisukohal on aja jooksul kujunenud välja mõningad eelistatud suhtarvud. Väga palju sõltub ka konkreetse ettevõtte valdkonnast. Iga valdkonna puhul on suhtarve, mis sobivad paremini ja mis halvemini (Fernandez, 2001, lk 3).

Uurimused on leidnud, et kõige paremini kirjeldavad aktsia väärtust tuleviku tulusid vaatavad suhtarvud. Teisel kohal on ajaloolistel tulemustel põhinevad suhtarvud, kolmandal rahavoogudel ning raamatupidamislikul väärtusel põhinevad suhtarvud. Viimasele kohale jäävad müükidel põhinevad suhtarvud. (Liu et al., 2002, lk 163) Tulemusi võrreldes on soovituslik kasutada EBIT asemel EBITDA't kuna ka see tagab üldjuhul parema tulemuse (Lie & Lie, 2002).

Küll aga on suhtarvudest üksi väga vähe kasu. Neid on vaja millegiga võrrelda, et neist oleks võimalik järeldusi teha. Selleks on kolm varianti: võrrelda ettevõtte ajalooliste näitajatega, üldise turu näitajatega või sektori näitajatega. Üldjuhul on neist kolmest parim variant sektoriga võrdlemine. (Fernandez, 2001, lk 3) Teistega võrdlemine loob parimad võimalikud alused väärtuse õigeks hindamiseks ning kuna ettevõtted tegutsevad ja toimivad väga erinevatel strateegiatel, siis parima võrdluspunkti annavadki just samas sektoris tegutsevad ettevõtted. Suurimaks miinuseks selle puhul on aga näiteks olukord, kus kogu sektor on valesti hinnatud. Üle või alahinnatud võrdlusgrupp annab sama hinnangu edasi ka ettevõttele mille õiglast väärtust leida üritatakse. (Fernandez, 2001, lk 5-6).

Suhtarvude kasutamisega esineb ka muid probleeme. Nendest üks suurimaid on suhtarvude suur dispersioon, mistõttu on ka suhtarvudel põhinevad väärtushinnangud vaieldavad (Fernandez, 2001). Siinkohal on oluline ka arvesse võtta, et dispersioonid erinevad ka suhtarvude lõikes. Näiteks tuleviku rahavooge kirjeldavad rahavood on märgatavalt täpsemad ja madalama dispersiooniga kui ajaloolistel tulemustel põhinevad suhtarvud. (Liu et al., 2002, lk 137) Lisaks võivad suhtarvud anda sama ettevõtte kohta väga mitmeid erinevaid ning tihtipeale ka vastanduvaid järeldusi (Koller et al., 2005, lk 2). Kindlasti annab aga mitme erineva suhtarvu korraga kasutamine parema tulemuse kui vaid ühe suhtarvuga piirdumine (Yoo, 2006). Parima võimaliku tulemuse saamiseks on õigete võrreldavate ettevõtete valimine kriitilise tähtsusega. Isegi kui firmad tegutsevad samas valdkonnas, siis nende plaanid, tuleviku ootused, ootused kasumlikkusele võivad olla täiesti erinevad. Seega tuleb erilist tähelepanu pöörata võrdlusgrupi koostamisele, valides sinna võimalikult sarnaste ootuste ja plaanidega ettevõtteid. (Koller et al., 2005, lk 2)

2. HEPsor AS ÜLEVAADE

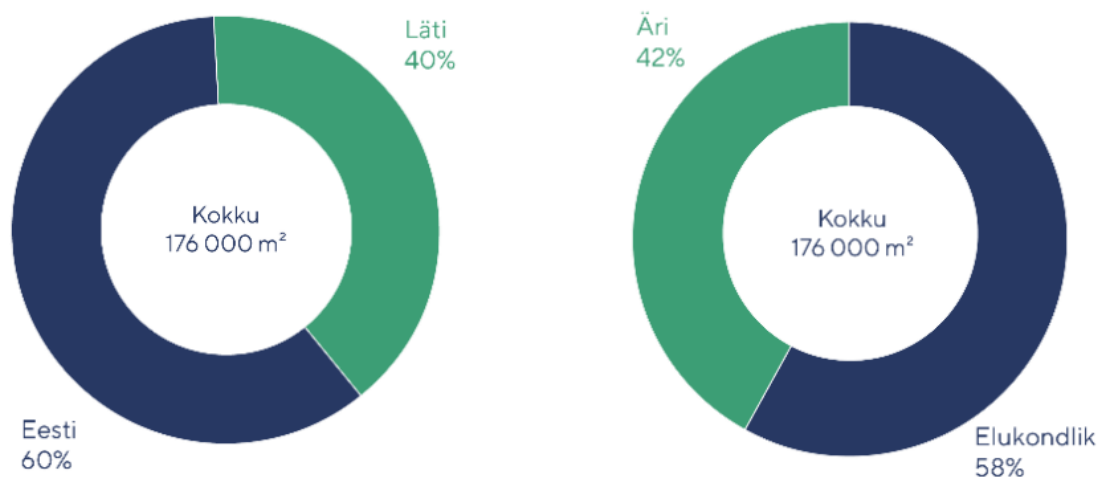
2.1. Hepsor AS tutvustus

Hepsor AS on 11 aastat tagasi alguse saanud Eestis ja Lätis tegutsev kinnisvaraarendus kontsern. Kinnisvaraarendajad tegelevad kas olemasolevate hoonete renoveerimisega või tühjale krundile uue hoone ehitamisega. Arendajad võivad tegeleda ühe projektiga nii algusest lõpuni kui ka teha ise vaid mõne osa. Näiteks ise ostetakse krunt, joonistatakse projektid ning hangitakse load. Ehitus aga ostetakse teenusena mõnelt teiselt firmalt sisse. Hepsor tegutsebki ise peamiselt viimase variandi järgi ehk omandatakse krunt, koostatakse projektid ning taotletakse ehituseks vajalikud load, kuid ehitusega tegelevad koostööpartnerid.

Kontsern koosnes 30. juuni 2022 seisuga emaettevõttest, 34 tütarettevõttest ja 2 sidusettevõttest. Põhilisteks tütarettevõteteks on Hepsor Finance OÜ ja Hepsor Latvia OÜ. Enamus ülejäänutest on projektipõhised ettevõtted, näiteks nagu Hepsor Peetri OÜ ja Hepsor Kadaka OÜ. 30. juuni 2022 seisuga töötas kontsernis koos juhatuse ja nõukogu liikmetega 23 inimest, neist 13 Eestis ning 10 Lätis. (Hepsor AS, 2022, lk 13-14).

Seisuga 30. juuni 2022 oli kontsernil erinevates arendusfaasides kokku 25 aktiivset arendusprojekti ja 175 tuhat ruutmeetrit müüdavat pinda. Valmivatest kortertei arvu poolest suurim on ettevalmistusfaasis olev Põhja-Tallinnasse rajatav Manufaktuuri kvartal. Sinna planeeritakse rajada kaks kortemaja 154 korteriga. Lisaks rekonstrueeritakse seal ka ka Balti Manufaktuuri tehasehoone, millest valmib kokku 400 korterit ja 6000 ruutmeetrit üüritavat äripinda. (Hepsor AS, 2021) Planeeritava üüripinna poolest on suurim Peterburi maantee ärikvartal planeeritava üüripinnaga kuni 10 000 ruutmeetrit (Hepsor AS, 2022, lk 10).

Aastate jooksul on kokku valminud 41 erinevat projekti ja arendatud kogupinda ligi 125 000 ruutmeetrit (Hepsor AS, 2022). Ettevõtte on seadnud endale eesmärgiks arendada järgmise 5 aastaga rohkem kodusid ja äripindu kui seda on teinud senise 10 aastaga kokku (Hepsor AS, 2022). Jooniselt nr 1 on näha, et hetkel on töös arendusportfell 176 000 ruutmeetriga.



Joonis 1. Arendusportfelli jaotus riikide ja valdkonna vahel seisuga 25. juuli 2022

Allikas: (Hepsor AS, 2022, lk 7)

Hepsor AS kuulutas 20. oktoobril 2021. aastal välja, et on alustanud ettevalmistusi börsile minekuks. Börsile mineku eesmärgiks oli kaasata raha juba kavandamisel olevate arenduste rahastamiseks (Hepsor AS, 2021). Raha kaasamine oli igati edukas ning 26. novembril 2021 noteeriti Hepsor AS aktsia Tallinna börsil (Hepsor AS, 2021).

2.2. Hepsor AS finantsnäitajad

Kinnisvaraarendajate rahavood on võrreldes traditsiooniliste tootmis-/müügiettevõtetega palju ebastabiilsemad. Igaastased tulemused sõltuvad suuresti sellest, mis projektid on käesoleva aasta jooksul valminud ning müüki läinud. Kõik projektid kestavad võrdlemisi pikalt ehk praegu tehtud kulutuste eest võib tulu laekuda alles aastate pärast. Täpselt nii on ka Hepsori puhul. „Kontserni müügitulu ja kasum sõltuvad otseselt projektide arendustsüklist, mis kestab ligikaudu 24–36 kuud. Müügitulu tekib alles selle tsükli lõpus. Arendustsükli pikkusest ning arenduse algusest sõltuvalt võib ühes kvartalis lõppeda rohkem projekte kui teises ja kvartalid võivad nii kasumi kui ka müügitulu vaates üksteisest olulisel määral erineda.“ (Hepsor AS, 2022, lk 5)

Seda iseloomustab suurepäraselt ka Hepsori viimaste aastate müügitulu. Müügitulu kõigub aastalt aastale 30-40 miljoni pealt 14-20 miljoni juurde. Seepärast hinnatakse kinnisvaraarendusega tegelevaid ettevõtteid pigem arendusportfelli ja kolme aasta keskmiste majandusaasta tulemuste järgi. (Hepsor AS, 2022, lk 5)

Arendusportfell on viimastel aastatel olnud stabiilselt kasvutrendis, mida illustreerib kõige paremini varade mahu järjepidev kasv. Kuigi varade alla arvestatakse ka muud käibevarad, siis kõige suurema osakaaluga on siiski varud. Varude alla liigituvad vaatamata valmiduse astmele kõik pooleliolevad arendused.

Tabel 2. Hepsor AS projektide valmidusastmed (tuhandetes eurodes)

	30.09.2022	31.12.2021	31.12.2020
Planeering menetluses	13 489	6 877	41
Ehitusluba menetluses	9 539	7 901	8 340
Ehitusluba olemas/ehitust ei ole alustatud	8 590	7 150	3 821
Ehitust on alustatud/müügiga on alustatud	29 780	11 985	4 233
Ehitus valmis, müügis	5 720	3 324	6 468
Varud kokku	67 118	37 237	22 903

Allikas: Hepsor AS (2022, lk 30)

Koos tulude ja varade kasvuga on ühtlases tempos kasvanud ka laenude maht. 2018. aastal on kohustiste kogumaht 23,6 miljonit (Hepsor AS, 2021, lk 3). 2022. aasta kolmanda kvartali seisuga oli kohustised kasvanud aga juba üle 55 miljoni euro (Hepsor AS, 2022, lk 26). Võrdlemisi stabiilselt on aga hoitud võlakordajat, ehk intressi kandvate kohustuste ja varade mahtu, 55 protsendi läheduses (Hepsor AS, 2022). Laenumahtude kiire kasv oli ka põhjuseks miks Hepsor AS börsile tuli. Madal omakapital ei võimaldanud enam laenumahte suurendada, mis on kasvamise jaoks võrdlemisi oluline. Näiteks on maksimaalne laenu ja omakapitali suhe ära määratletud teatud pankade poolt antud laenude puhul (Hepsor AS 2022, lk 33).

2.3. Hepsor AS aktsia

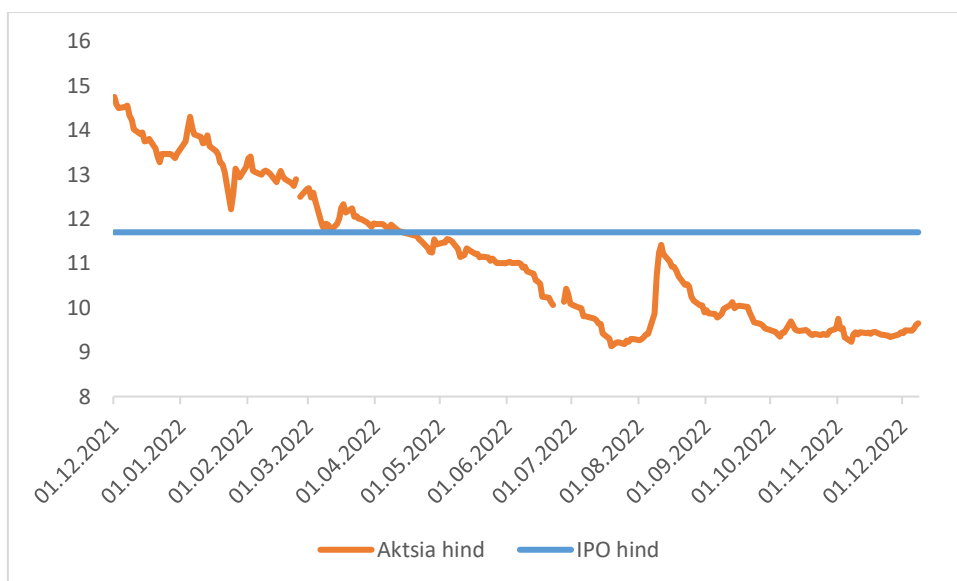
Hepsor AS-i aktsiad on noteeritud Nasdaq Tallinna Börsi põhinimekirjas alates 26. november 2021.

Tabel 3. Hepsor AS väärtpaberi informatsioon

ISIN	EE3100082306
Väärtaberi lühinimi	HPR1T
Nimekiri/segment	Balti põhinimekiri
Emitent	Hepsor (HPR)
Nominaal	1 EUR
Väärtpaberite arv	3854701
Noteeritud väärtpaberite arv	3854701
Noteerimise kuupäev	26.11.2021

Allikas: Hepsor AS (2022)

Kokku on kontsern emiteerinud 3 854 701 aktsiat. Börsile tulles pakuti investoritele 854 701 aktsiat hinnaga 11,7 eurot, millega kaasati investoritelt 10 miljonit eurot (Hepsor AS, 2021). Ülejäänud 3 000 000 aktsiat kuulub juhatuse ja nõukogu liikmetele ning nendega seotud äriühingutele, mis moodustab kõigist aktsiatest 77,83 protsenti (Hepsor AS, 2022, lk 17).



Joonis 2. Hepsor AS hinna dünaamika perioodil 2021 detsember – 2022 detsember

Allikas: Nasdaq (2022), autori koostatud joonis

Börsile tuleku järgselt tõusis aktsia hind esmapakkumise omast kiiresti üle. See võis tuleneda aktsionäride suurest huvist esmapakkumise vastu. Esmapakkumine märgiti investorite poolt üle 8,7 kordselt (Hepsor AS, 2021). Alates aga esmasest tõusust on aktsia hind järjepidevalt kukkunud. Tipust on aktsia hind langenud 2022. aasta novembri lõpu seisuga ligi 40 protsenti. 2022 augusti alguses andis LHV Hepsor AS aktsiale ostusoovituse ning leidis, et ettevõtte õiglase väärtuse vahemik võiks jääda 14 – 15,2 eurot aktsia kohta. Antud ostusoovitus aga aktsia hinda ülespoole ei viinud.

3. HEPSOR AS ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. Õiglase väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

3.1.1. Vabade rahavoogude ja terminaalväärtuse leidmine

Diskonteeritud rahavoogude meetodil õiglase väärtuse leidmist alustame tuleviku vabade rahavoogude määramisega. Vabade rahavoogude määramiseks on vaja teha prognoose ettevõtte tulevaste tulude osas. Kinnisvaraarendusega ettevõtete puhul pole müügitulu ja kasum stabiilsed vaid sõltuvad otseselt projektide valmimisest. Projektid on aga pikaajalised ning võivad kesta 2-3 aastat enne kui tulusi tekib. Projektide täpseid valmimis- ning müümisaegu on raske ennustada, mistõttu lähtub autor rahavoogude hindamisel 3 aastastest tsüklitest. Vältimaks ennustuste liialt ebamääraseks muutmist teostatakse tuleviku arvutused järgmise 2 tsükli, ehk 6 aasta kohta. Tsüklite määramiseks lähtume varasematest majandusaruannetest, millest on näha kõikumisi müügitulus. Iga 3 aasta tagant on tulud väiksemad, kui sellele eelneval aastal. Selle põhjal koostame tsüklid 2019-2021, 2022-2024 ja 2025-2027.

Esimene samm rahavoogude leidmiseks on tulevaste aastate puhaskasumi prognoosimine. Majandusaastate 2022-2024 kohta on Hepsor AS ise tulevikuprognoosid koostanud. Nende koostamisel on lähtutud valmivatest projektidest, oodatavatest müükidest ning varade ümberhindamisest. Välja on toodud iga aasta oodatav müügitulu, brutokasum, EBITDA, EBIT ning puhaskasum. Suure turu ebakindluse tõttu on aasta 2024 kohta toodud välja nii konservatiivne kui ka optimistlik prognoos. Optimistlik prognoos eeldab oodatust kiiremat turu taastumist. Leiame ettevõtte väärtuse mõlemal olukorra puhul, see võimaldab meil luua hea võrdluspunkti ning aitab anda parema lõpliku hinnangu. Lõpliku hinnangu andmisel lähtume siiski peamiselt konservatiivsemast prognoosist kuna seda peab ettevõtte juhtkond tõenäolisemaks.

Aastate 2025-2027 tulude leidmiseks lähtume eeldusest, et ettevõtte kasvab samas tempos kui 2022-2024 võrreldes 2019-2021 perioodiga. Aastate 2019-2021 müügitulu kokku oli 73,3 miljonit eurot. Aastateks 2022-2024 prognoositakse aga müügitulu kokku 105,8 miljonit. See teeb müügitulu kasvuks 44 protsenti. Lähtudes samast loogikast leiame brutokasumi kasvuks 84 protsenti, EBITDA kasvuks 79 protsenti, EBIT kasvuks 51 protsenti ja puhaskasumi kasvuks 35 protsenti. Eeldame, et sama kasvutempo jätkub ka perioodil 2025-2027 ning korrutame 2022-2024 tulemused kasvuprotsendiga läbi. Selle tulemusel leiame aastate 2025-2027 tulud. Prognoositav

müügitulu 3 aasta peale kokku on 152,7 miljonit, puhaskasum 31,1 miljonit, EBITDA 21 miljonit, EBIT 15,2 miljonit ning puhaskasum 12,7 miljonit eurot. Saadud tulemuste saamisel on lähtunud Hepsori poolt välja antud realistlikest ning pigem konservatiivsetest prognoosidest. Tulenevalt sellest võib pidada ka perioodi 2025-2027 tulemusi konservatiivseks.

Tabel 4. Hepsor AS prognoositavad tulud tsüklite kaupa (konservatiivne, tuhandetes eurodes)

	2019-2021	2022-2024	Kasv	2025-2027
Müügitulu	73 267	105 757	44%	152 655
Brutokasum	9 231	16 950	84%	31 124
EBITDA	6 589	11 770	79%	21 025
EBIT	6 678	10 063	51%	15 164
Puhaskasum	6 906	9 353	35%	12 667

Allikas: Hepsor AS (2022) Majandusaasta tulemuste põhjal koostatud autori arvutused

Võttes aluseks optimistlikud prognoosid on kasvunumbrid märgatvalt teised. Tabelist 5 on näha, et müügitulu kasv on kolme aasta võrdluses varasema 44 protsendi asemel 64 protsenti. Puhaskasumi kasv on aga 35 protsendi asemel 86 protsenti. Optimistliku ja konservatiivse prognoosi erinevus tuleb peamiselt ootustest turu taastumise osas ning kui kiiresti on võimalik uusi projekte maha müüa.

Tabel 5. Hepsor AS prognoositavad tulud tsüklite kaupa (optimistlik)

tuhandetes eurodes	2019-2021	2022-2024	Kasv	2025-2027
Müügitulu	73 267	120 499	64%	198 179
Brutokasum	9 231	19 694	113%	42 016
EBITDA	6 589	14 514	120%	31 971
EBIT	6 678	13 535	103%	27 433
Puhaskasum	6 906	12 825	86%	23 817

Allikas: Hepsor AS (2022) Majandusaasta tulemuste põhjal koostatud autori arvutused

Vabade rahavoogude leidmisel ei saa me aga kolme aastaseid tsükleid kasutada. Peame iga aasta rahavood individuaalselt diskonteerima. Selleks, et tsükli 2025-2027 tulud uuesti aastateks harutada vaatame kuidas eelevas kahes tsüklis on tulud aastate vahel jaotunud ning kasutame eelnevate aastate keskmisi. Näeme, et aasta 2019 müügitulu moodustab tsükli 2019-2021 müügitulust 27 protsenti. Aasta 2022 moodustab tsükli 2022-2024 müügitulust 13 protsenti. Leiame kahe protsendi keskmise ning leiame, et aasta 2025 peaks moodustama tsükli 2025-2027 müügitulust 20 protsenti. Kasutades sama tehnikat leiame ülejäänud aastate ja näitajate

protsendilise osakaalu aastas. Positiivse ja konservatiivse prognoosis puhul jaotuvad tulud aastate vahel veidi teisiti kuid suuri eripärasid ei esine.

Tabel 6. Tsükli tulude jagunemine aastate vahel (konservatiivne)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Müügitulu	27%	53%	20%	13%	39%	48%	20%	46%	34%
Brutokasum	23%	44%	33%	13%	41%	46%	18%	43%	39%
EBITDA	20%	52%	29%	6%	45%	49%	13%	48%	39%
EBIT	15%	59%	25%	16%	40%	44%	16%	50%	35%
Puhaskasum	19%	56%	25%	17%	35%	48%	18%	46%	36%

Allikas: Hepsor AS (2022) autori koostatud arvutused

Eelolevate andmete põhjal ongi võimalik leida meil perioodi 2025-2027 iga-aastased tulud. Tabelist 6 näeme, et kõige suuremat müügitulu on oodata aastal 2026, kus aastane müügitulu on veidi üle 70 miljoni euro. Sellest lõpuks puhaskasumiks jääb alles ligi 5,8 miljonit eurot.

Tabel 7. Hepsor AS tulude prognoos (konservatiivne, tuhandetes eurodes)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Müügitulu	32 068	19 535	38 771	14 961	13 700	41 100	50 957	30 239	70 053	52 363
Brutokasum	4 248	2 088	4 084	3 059	2 207	7 020	7 723	5 546	13 330	12 247
Ebitda	3 862	1 298	3 411	1 880	715	5 260	5 795	2 710	10 140	8 175
Ebit	3 331	1 025	3 964	1 689	1 590	4 010	4 463	2 362	7 522	5 280
Puhaskasum	2 989	1 328	3 845	1 733	1 584	3 306	4 463	2 291	5 765	4 612

Allikas: Hepsor AS (2022) Majandusaasta tulemused ja nende põhjal koostatud autori arvutused

Järgnevalt on vaja meil leida investeeringud materiaalsesse põhivarasse. Investeeringud põhivarasse kajastuvad peamiselt uute varade soetamise näol. Soetamiste mahud on aastalt aastasse väga erineva. Tulenevalt üldisest majanduslikust keskkonnast hindame, et perioodil 2022-2024 ollakse uute varade soetamisel konservatiivsemad kui perioodil 2019-2021. Seda peamiselt tulenevalt majanduse ebakindlusest. Seepärast võtame aluseks soetamisemahtude suurenemise aastal 2018 võrreldes aastaga 2017. Tulemuseks saame 143 protsenti aastas. Perioodil 2025-2027 usume aga, et ettevõtte soetamised jätkuvad samas tempos kui aastatel 2019-2021. Aastal 2019

suurendati soetamise mahut võrreldes 2018 aastaga 4,3 kordselt 632 tuhande euroni. Aastal 2020 oli uusi soetamis aga vaid 3 000 euro eest, mis tähendab et soetamiste maht vähenes üle 200 korra. Aastal 2021 oli soetamisi 78 000 euro eest, ehk soetamiste maht suurenes taas 24 kordselt. Kasutame neid samu kordajaid perioodi 2025-2027 prognoosimiseks. Saame vastuseks, et aastal 2025 soetatakse põhivarasid 974 tuhande euro eest, aastal 2026 5 tuhande euro eest ning 2027 120 tuhande euro eest. Tabelist 7 on näha, et kõige suuremas mahu uusi soetamisi toimub 2025. aastal. Lähtuvalt müügi tsüklitest tundub see ka loogiline, kuna aastal 2024. lõpetatakse suures mahus varem valminud projektid ning on vaja algust teha uutega.

Järgmisena leiame kui suures mahus iga aasta põhivara maha arvestatakse. Lähtume ka siinkohal aastate 2019-2021 osakaaludest. Näeme, et sõltuvalt aastast on maha arvestatud põhivara maht 11-59 protsenti soetusmaksumusest. Pikendame sama loogikat ka tulevastele perioodidele. Tabelist 7 näeme, et kõige rohkem arvestatakse põhivara maha aastal 2027.

Kasutades leitud põhivara soetamiste mahtu ning põhivara maha arvestamise mahtusid saame leida tulevaste perioodide põhivarade soetusmaksumused. Selle jaoks liidame eelmise aasta soetusmaksumusele juurde järgmise aasta soetamised ning lahutame maha arvestatud põhivara.

Leitud iga-aastane soetusmaksumus aitab meil leida ka iga-aastase põhivara kulumi. Kulumit kajastatakse kuluna lineaarselt vara kasuliku eluea jooksul. Hepsor AS'is rakendatakse kasulikke eluigasid:

- Hooned ja rajatised 10–33 aastat
- Materiaalsed põhivarad 5–10 aastat
- Muud seadmed ja sisseseade 3-5 aastat
- Sõidukid 5-7 aastat

Maad ja pooleliolevaid ehitusi ei amortiseerita. (Hepsor AS, 2022)

Lähtudes möödunud aastate kulumist võime hinnata, et keskmiselt on kulum 20 protsenti põhivara soetusmaksumusest.

Viimased kaks osa, mille peame vastuse saamiseks leidma, on maksud ja käibekapitali muutus. Maksude leidmiseks vaatame ettevõtte varasemaid kasumiaruandeid, kust näeme, et EBIT ja puhaskasumi muutus tuleneb ainult tulumaksust. Mistõttu võimegi nende kahe arvu vahet maksudena arvestada. Käibekapitali muutuse leidmiseks on vaja kõigepealt prognoosida iga-aastane käibekapital. Alustame möödunud perioodide käibekapitalide leidmisest. Selle jaoks lahutame käibevaradest lühiajalised laenukohustused. Saame, et aastatel 2018-2021 oli käibekapital vastavalt 7,3 miljonit, 19,8 miljonit, 20,4 miljonit ning 38,8 miljonit eurot.

Tulevaste perioodide prognoosimiseks leiame ettevõtte müügitulu ja käibekapitali suhte, kuna antud suhe on aastast aastasse väga kõikuv siis leiame viimase 4 aasta keskmise. Saame, et müügitulu ja käibekapitali suhe ja keskmiselt 1,9, ehk müügitulu on käibekapitalist ligi 2 korda suurem. Eeloleva info abil leiamegi tulevaste aastate käibekapital. Lahutades tuleva aasta käibekapitalist maha eelneva aasta käibekapitali saame selle iga aastase muutuse.

Kõik info olemas saamegi leiad FCFF valemi abil ettevõtte tulevaste aastate rahavood.

Tabel 9. Hepsor AS vabad rahavood ettevõttesse (konservatiivne, tuhandetes eurodes)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Puhaskasum	1 584	3 306	4 463	2 291	5 765	4 612
Kulum	-81	-83	-264	-89	-261	-233
Maksud	-6	-704		-71	-1 757	-669
Investeeringud käibekapitali	-660	14 347	5 161	-10 848	20 847	-9 263
Investeeringud põhivarasse	112	160	228	974	5	120
FCFF	2 058	-10 579	-1 190	12 147	-13 591	14 189

Allikas: Hepsor AS (2022) Majandustulemuste põhjal koostatud autori arvutused

Lisaks prognoositud aastate vabadele rahavoogudele on vaja leida ka terminaalkäivartus. Prognoose ei ole võimalik usaldusväärset pika aja peale teha ning ei ole ette näha, et ettevõtte tegevus ka juba peale 2027. aastat lõppeks. Seepärast kasutatakse terminaalkäivartust, et leida kui palju väärtust ettevõtte aegade lõpuni loob. Terminaalkäivartuse leidmiseks on meil puudu kasvumäär, ehk määr

mille tempos ettevõtte aegade lõpuni kasvab ja WACC, ehk kaalutud keskmine kapitali hind. Kasvumäära leidmiseks lähtume üldisest majanduskasvust, kuna üks ettevõtte ei saa lõpmatult kaua kasvada kiiremini kui üleüldine majandus. Maailmapanga (2022) andmetel on Eesti keskmine majanduskasv olnud perioodi 1996-2021 4,15 protsenti. Eesti majanduskasvu ei sobi aga autori arvates kasvumääraks, kuna Eesti majandus on näidanud kiiremat kasvu kui näiteks Euroopa Liit tervikuna. Lühiajaliselt on kiire kasv võimalik kuid lõpmatu perioodil peale kasv siiski üks hetk aeglustub. Euroala keskmine majanduskasv on aga perioodil 1971-2021 Maailmapanga andmetel 2,05 protsenti (The World Bank, 2022). Kui Euroala suudab 50 aastasel perioodil säilitada 2,05 protsendilist kasvu, siis tundub seda sobilik kasutada ka Hepsor AS kasvumäärana. Kasutame reaalkasvu, et olla prongoosidel võrdlemisi konservatiivsed. Kaalutud keskmise kapitali hinna leiame järgmises peatükis, peale mida saame kätte ka terminaalkäätuse tulemuse.

Terminaalkäätuse leidmisel peame lähtuma veel ühes kinnisvaraarendus ettevõtte eripärast. Üldjuhul kasutatakse terminaalkäätuse arvutamisel viimase prognoositud aasta vabadest rahavoogudest. Hepsori rahavood kõiguvad aga aastast aastasse suurel määral mistõttu ei ole sobilik kasutada ühe hea aasta tulemust terminaalkäätuse leidmiseks. Seepärast kasutame viimase aasta rahavoogude asemel viimase kolme prognoositud aasta rahavoo keskmist. Tänu sellele on rahavood veidi ühtlustatud.

3.1.2. Kaalutud keskmise kapitali hinna leidmine

Rahavoogude ja terminaalkäätuse diskonteerimiseks on vaja leida ka kaalutud keskmine kapitali hind. Kapitali hinna leidmiseks on vaja leida laenude turuväärtus, omakapitali turuväärtus, laenu kulu ning omakapitali oodatav tootlus. Alustame laenu turuväärtuse ja kulu leidmisest.

Aasta 2022 kolmanda kvartali majandusaruannet vaadates näeme, et ettevõttel on kokku laene 45,8 miljoni euro ulatuses. Laene on võetud pankadelt mahus 26,8 miljonit, kolmandatelt isikultelt 17 miljonit ning seotud osapooltelt 1,8 miljonit. Laenude intressid on sõltuvalt laenust väga erinevad. Pangalaenud jäävad vahemiku 3,75-8 protsenti pluss kuue kuu Euribor. Laenu teistelt isikutelt on kuni kaheteist protsendilise intressimääraga ning seotud osapoolte laenud 3-12 protsendilise intressiga. Laenude täpne intressimäär on teada vaid pangalaenude puhul ning kuna nende maht moodustab ka laenude kogusummast enamuse (58,5 protsenti), siis võtame laenude keskmise intressi laenu kuluks. Kokku on Hepsor AS'il üheksa erinevat pangalaenu LHV pangast ja

Bigbankis. Võttes 6 kuu Euriboriks 7 novembri seisuga 2,29 protsenti leiame, et pangalaenude kaalutud keskmine intress on 6,3 protsenti.

Järgmisena leiame omakapitali turuväärtuse ja oodatava tootluse. Lähtudes IPO hinnast, mis oli 11,7 eurot aktsia kohta leiame, et ettevõttel on omakapitali kokku veidi üle 45 miljoni euro. Omakapitali oodatava tootluse hindamiseks on vaja esmalt leida riskivabade investeeringute tootlus, aktsia beeta ja turu riskipremia. Riskivabade investeeringute tootluse hindamiseks kasutame tugeva krediidireitinguga Euroopa riikide võlakirju. Kõige õigem oleks kasutada Eesti riigi võlakirjade tootlust, kuid nende kauplemise kohta puudub usaldusväärne info. Mistõttu antud töös sellest lähtuda ei saa. S&P põhjal on kõrgeim krediidireiting riikidel Taani, Saksamaa, Liechtenstein, Luksemburg, Holland, Norra, Rootsi ja Šveits (Trading Economics, 2022). Liechtensteini võlakirjade kohta puudub info, mistõttu jätame nemad arvutustest välja. Ülejäänud riikide kümne aastaste riiklike võlakirjade keskmine tootlus on 12 oktoobri seisuga 2,18 protsenti. Lähtuvalt Konkurentsiameti WACC juhendist lisame võlakirjade tootlusele ka riigi riskipremia, mis on Damodarani (2022) andmetel Eesti puhul 0,99 protsenti. Riskivabade investeeringute tootlus on seega 3,17 protsenti.

Aktsia beeta ja turu riskipremia saamiseks lähtume Damodarani (2022) poolt koostatud andmebaasidest. Andmebaasi põhjal on Euroopa kinnisvaraarendusega tegelevate ettevõtete aktsia beeta keskmiselt 0,81. Eesti kapitali riskipremiaks hinnatakse 7 protsenti. Esimeses peatükis sai välja toodud, et konkurentsiamet ise kasutab 5 protsendilist tururiskipremiat ning soovib seda ka oma juhendis. Kasutades 5 protsendilist riskipremiat saame omakapitali oodatavaks tootluseks 7,22 ja kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks 6,76 protsenti. Lähtudes Damodarani 7 protsendilisest riskipremiast saame omakapitali oodatavaks tootluseks 8,84 protsenti ja kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks 7,56 protsenti. Erinevus kahe kapitali hinna vahel on võrdlemisi suur. Võtame kasutusse kapitali hinna 7,56 protsenti kahel põhjusel. Esiteks odavama omakapitali hinnaga jääb laenude ja kaalutud keskmine kapitali hind üksteisega väga sarnaseks. Paratamatult on aga omakapital kallim ning see peaks kajastuma ka kaalutud keskmises hinnas. Teiseks eelistame jääda oma oma prognoosides pigem konservatiivsemaks.

3.1.3. Hepsor AS õiglase väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil

Olemasolevate andmete põhjal saame nüüd ka leida terminaalkväärtuse. Konservatiivse prognoosi juures on see 85,8 miljonit ning optimistliku prognoosi järgi 135,6 miljonit eurot.

Kasutades eelmistes lõikudes välja arvatud keskmist kaalutud kapitali hinda, vabasid rahavoogusid ettevõttesse ja terminaalkväärtus saame leida ettevõtte õiglase väärtuse. Õiglase väärtuse leidmiseks diskonteerime tulevaste aastate rahavood kasutades selleks diskontomäära.

Diskontomäär on igal aastal erinev, mida kaugemal on prognoositav aasta seda suurem on diskontomäär. Diskontomäära leidmiseks liidame saadud kapitali hinnale ühe ning astendame saadud arvu vastavalt mitme aasta pärast prognoositav rahavoog toimub. Järgmise aasta prognoos astendatakse ühega, ülejäämise aasta prognoos kahega ning selliselt senikaua kuni prognoose on tehtud. Tabelis 10 on näha diskontomäärad millega tulevase rahavooge diskonteeritakse .

Tabel 10. Hepsor AS Vabade rahavoogude diskonteerimine (konservatiivne, tuhandetes eurodes)

	2023	2024	2025	2026	2027	Terminaalkväärtus
FCFF	-10 579	-1 190	12 147	-13 591	14 189	77 903
Diskontotegur	1,08	1,16	1,24	1,34	1,44	1,44
Diskonteeritud FCFF	-9 835,01	-1 028,61	9 760,44	-10 153,05	9 855,04	54 106,69

Allikas: Hepsor AS (2022) Majandustulemuste põhjal koostatud autori arvutused

Kuigi aastate 2025 ja 2027 vabade rahavoogude erinevus on üle 2 miljoni siis tulenevalt diskontomäärast on ettevõtte tänase väärtuse mõttes kahe aasta erinevus vaid üle 100 tuhande euro. Mida kaugemal tulevikus tulud tekkivad seda väiksema väärtusega on nad tänases päevas.

Ettevõtte tänase väärtuse saamiseks on vaja igal aastal tekkinud ning diskonteeritud rahavood kokku liita. Liitmise tulemusena leiame, saame väärtuseks ümbardatult 52,7 miljonit eurot. Lõpliku tulemuse saamiseks lahutame sellest veel maha intresse kandvad kohustused. 2022 kolmanda kvartali aruande põhjal on selliseid kohustusi mahus 35,7 miljonit eurot. Saame ettevõtte õiglaseks väärtuseks 17 miljonit eurot, mis teeb õiglaseks aktsia hinnaks 4,41 eurot. Võrreldes 2.

detsembri turuhinnaga 9,52 eurot on aktsia turul ülehinnatud ligi 46 protsenti. Lähtudes ettevõtte optimistlikutest prognoosidest on tulemused aga täiesti teised.

Tabel 11. Hepsor AS Vabade rahavoogude diskonteerimine (optimistlik, tuhandetes eurodes)

	2023	2024	2025	2026	2027	Terminaalväärtus
FCFF	-10 579	-5 437	17 436	-14 228	16 941	135 695
Diskontomäär	1,08	1,16	1,24	1,34	1,44	1,44
Diskonteeritud FCFF	-9 835,01	-4 699,27	14 010,99	-10 629,25	11 765,91	85 536,48

Allikas: Hepsor AS (2022) Majandustulemuste põhjal koostatud autori arvutused

Positiivsemate prognooside järgi saame ettevõtte tänaseks väärtuseks peale kohustuste maha arvestamist 50,5 miljonit eurot ning ühe aktsia hinnaks 13,09 eurot. Võrreldes 2. detsembri turuhinnaga on aktsia turul alahinnatud ligi 38 protsenti.

Diskonteeritud rahavoogude meetodil on väga oluline adekvaatselt hinnata kõiki näitajaid. Eriti suurt muutumist põhjustavad aga WACC ja kasvumäär. Illustreerimaks potentsiaalseid aktsia väärtuse kõikumisi tulenevalt nende muutujate varieerumist koostame sensitiivsusanalüüsi.

Tabel 11. WACC ja kasvumäära mõju aktsia hinnale (konservatiivne).

WACC	Kasvumäär				
	1%	1,50%	2%	2,50%	3%
6,56%	5,01	6,53	8,38	10,69	13,65
7,06%	3,47	4,71	6,20	8,02	10,29
7,56%	2,16	3,19	4,41	5,87	7,66
8,06%	1,05	1,92	2,93	4,13	5,57
8,56%	0,08	0,82	1,68	2,68	3,86

Allikas: Hepsor AS (2022) Majandustulemuste põhjal koostatud autori arvutused

Analüüsi tulemusena on näha, kui suurt mõju avaldavad näitajate võrdlemisi väikesed muutused lõplikus aktsia väärtuses. Näiteks 3 protsendilise kasvumäära puhul on 6,56 protsendilise WACC'i ja 8,56 protsendilise WACC'iga aktsia hinna vahe ligi 3,5 kordne protsenti. Lisaks näitab sensitiivsusanalüüs, umbes millise aktsia hinna oleksime saanud, kui oleksime lähtunud kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamisel konkurentsiameti 5 protsendilisest tururiskipremiast. Oleksime saanud WACC väärtuseks ümaralt 6,76 protsent, mis on peaaegu 6,56 ja 7,06 protsendi

vahepeal. Leides tabelist olemasolevate väärtuste keskmise saame, et 5 protsendilise tururiskipreemiaga oleks aktsia hind olnud umbes 7,29 eurot.

Tabel 12. WACC ja kasvumäära mõju aktsia hinnale (optimistlik).

WACC	Kasvumäär				
	1%	1,50%	2%	2,50%	3%
6,56%	14,03	16,43	19,36	23,01	27,69
7,06%	11,59	13,56	15,92	18,79	22,37
7,56%	9,52	11,16	13,09	15,40	18,22
8,06%	7,77	9,15	10,76	12,65	14,92
8,56%	6,24	7,42	8,77	10,35	12,21

Allikas: Hepsor AS (2022) Majandustulemuste põhjal koostatud autori arvutused

Optimistliku prognoosi tulemused on aga märgatavalt kõrgemad. Endiselt joonistub välja aga kapitali hinna ja kasvumäära suur mõju aktsia hinnale.

3.2. Õiglane väärtus võrdlevate suhtarvude meetodil

Hindmaks diskonteeritud rahavoogude meetodil saadud tulemust leiame ka Hepsor AS väärtus kasutades suhtavude võrdlemise meetodit. Võrdleme Hepsorit konkurentidega kasutades paari populaarsemat suhtarvu:

- P/B, ehk turuhinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe
- P/S, ehk turuhinna ja müügitulu suhe
- EV/EBITDA, ehk ettevõtte väärtuse ja EBITDA suhe

Turuhinna ja müügitulu suhte leiame arvutuste teel, teiste suhtarvude leidmiseks kasutame Yahoo Finance andmebaasi. Kuigi P/S suhtarv on samuti Yahoo Finance'ist leitav arvutame selle ise, et võtta arvesse kinnisvara arenduse eripärasid. Suhte leidmisel ei kasuta mitte viimase aasta müügitulu vaid viimase kolme aasta müügitulu keskmist. Tänu sellele on võimalik tasakaalustada suurtest müügitulu kõikumistest tulenevad muutused ning annab parima võimaliku tulemuse.

Võrdlusgrupiks võtame Damodarani poolt leitud Euroopa kinnisvaraarendus sektori keskmised näitajad. Alternatiivina oleks võimalik luua ka ise võrdlusgrupp, selle eeliseks on võimalus välja otsida võimalikult sarnased ettevõtted. Damodarani andmebaasi plussiks on aga, et suhtarvud on

leitud suurema koguste ettevõtete peale. Damodaran (2022) on oma andmebaasis võtnud arvesse 66 erineva Euroopa kinnisvaraarendaja suhtarve.

Turu keskmiseid suhtarve kasutades saame hinnata, kui palju peaks Hepsor AS väärt olema, et saavutada samad suhtarvud. Selle info põhjal saame leida Hepsori väärtuse.

Tabel 12. Hepsor AS ja võrdlusgrupi suhtarvud (eurodes)

	Hepsor AS	Võrdlusgrupp	Hind lähtuvalt võrdlusgrupist
Aksia hind	9,52		5,33
P/B	1,96	1,17	5,68
P/S	1,48	1,07	6,87
EV/EBITA	38,51	13,95	3,45

Allikas: Yahoo (2022) Autori koostatud arvutused allika andmete põhjal

Iga võrreldava suhtarvuga on saadud võrdlemisi erinev õiglane väärtus ettevõttele. Vaadates P/B suhtarvu näeme, et võrdlusgrupi ettevõtete suhtarv on 40 protsenti madalam, kui Hepsor AS'il. See tähendab, et võrreldes võrdlusgrupiga on Hepsor 40 protsenti ülehinnatud ning õiglane hind peaks olema 5,68 eurot. Hinna ja müügitulu suhtarvude vahe on aga hoopis ligi 27 protsenti, ehk ettevõtte väärtus peaks olema 6,87 eurot. Kõige suurem vahe on EV/EBITA suhtarvude vahel kus erinevus on lausa 64 protsenti. Hepsori hind peaks samade suhtarvude saavutamiseks olema vaid 3,45 eurot. Kuna iga suhtarv näitab võrdlemisi erinevat ning ükski pole otseselt usaldusväärsem kui teine siis leiame kõigi kolme keskmise. Leiame, et suhtarvude võrdlemise meetodi puhul võiks ettevõtte õiglane väärtus olla 20,5 miljonit ning aktsia hind olla 5,33 eurot. Võrreldes aktsia turuhinnaga on erinevus 44 protsenti.

3.3. Hinnang tulemustele

Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades saime konservatiivsete prognoosidega ettevõtte väärtuseks 17 miljonit, mis teeb aktsia hinnaks 4,41 eurot. Aktsia sulgemishind turul oli 2. detsembril 2022 9,52 eurot. Selle põhjal võib hinnata, et aktsia on turul ligi 66 protsenti ülehinnatud.

Kasutades optimistlikumaid prognoose saime ettevõtte väärtuseks 50,5 miljonit, mis teeb aktsia hinnaks 13,09 eurot. Aktsia on turul võrreldes optimistliku prognoosiga alahinnatud 38 protsenti. Optimistliku prognoosi tulemusel saadud aktsia hind on ka väärtus võrdlemisi ligilähedane LHV panga poolt koostatud analüüsi tulemustele. Aasta 2022 augusti alguses andis LHV Hepsor AS aktsiale ostusoovituse ning leidis, et ettevõtte õiglase väärtuse vahemik võiks jääda 14 – 15,2 eurot aktsia kohta. Peale seda on aga ettevõtte oma prognoose negatiivsemaks korrigeerinud, mis selgitaks ka kahe analüüsi hinnaerinevust.

Kasutades suhtarvude võrdlemise meetodit saime ettevõtte õiglase väärtuseks 20,5 miljonit, mis teeb aktsia hinnaks 5,33 eurot. See on turuhinnast umbes 44 protsenti madalam, 17 protsenti kõrgem kui konservatiivsel prognoosil tuleneval diskonteeritud rahavoogude meetodil ning võrreldes positiivse prognoosiga on suhtarvude meetodi tulemus alahinnatud ligi 60 protsenti.

Sõltuvalt prognoosist on erinevused kahe meetodil vahel kas võrdlemisi väiksed või siis väga suured. Saadud tulemusi hinnates võib järeldada, et konservatiivset prognoosi arvestades on Hepsor AS turul ülehinnatud. Seda näitavad nii suhtarvud kui ka diskonteeritud rahavoogude meetod. Õiglase hinnaklass võiks jääda kahe meetodi tulemuse vahele, ehk vahemikku 4,41-5,33 eurot. Turuhind 2. detsembri seisuga on 9,52 eurot, mis paikneb peaaegu täpselt positiivse ja konservatiivse prognoosi tulemuste vahepeal. Sellest võib järeldada, et turul olevad investorid on autorist positiivsemalt meelestatud ning näevad, et ettevõtte on võimeline vähemalt osaliselt oma tuleviku plaane ja ootusid teostama.

Kindlasti ei saa aga ka välistada, et ühe või teise tulemuse leidmisel on tehtud valesid järeldusi. Diskonteeritud rahavoogude meetodil on erinevad vastused kerged tulemad kui kasvõi vähesel määral muuta ühte või mitut tegurit. Seda näitas ka sensitiivsusanalüüs, kus vaid kasvumäära 1 protsendiline muutmine võis kaasa tuua peaaegu 8 eurose erinevuse aktsia hinnas. Eurone muutus aktsia hinnas on võrdne 3,8 miljoni eurose erinevusega ettevõtte õiglases väärtuses. Lisaks kasvumäärale oli erinevaid otsuseid võimalik teha ka mujal. Näiteks riskimäära leidmisel kasutasime konservatiivsemat tulemust kui Konkurentsiamet soovitas. Ainuüks see muudatus oleks tõstnud aktsia hinda 65 protsenti.

Suhtarvude võrdlemise meetodile on samuti võimalik läheneda veidi teisiti, mis oleks saadud tulemusi mõjutanud. Esimene neist on võrdlusgrupi sarnasus Hepsor AS'iga. Heade tulemuste saavutamiseks peavad ettevõtted olema vägagi sarnased. Tõenäosus, et võrdlusgrupis olevad

ettevõtted on kas suuremad, tegutsevad veidi teises valdkonnas ning ka turul, on suur. Mitme erinevuse tulemusena tekibki suur erinevus suhtarvudes. Teine põhjus, mis tulemusele mõju avaldab võib olla ka kinnisvaraarenduse omapära. Tulud ei ole aastast aastasse konstantsed ning seepärast võivad ka ühe ettevõtte suhtarvud iga aasta võrdlemisi palju muutuda ja põhjustada valesi tulemusi. Kolmandaks sõltub ettevõtte väärtus suhtarvude meetodil üleüldisest turu hinnangust majandusele ning sektorile. Olukorras, kus tuleviku osas pole enesekindlust on ka aktsia hinnad madalamad ning sellest tulenevalt kogu sektor/turg alahinnatud.

KOKKUVÕTE

Töö eesmärgiks oli leida Hepsor AS õiglane väärtus. Tulemuse leidmiseks kasutati diskonteeritud rahavoogude ja võrdlevate suhtarvude meetodit.

Esimeses peatükis tutvustati diskonteeritud rahavoogude ja võrdlevate suhtarvude toimimispõhimõtet ning meetodikat. Töö teises peatükis anti ülevaade ettevõtte ja selle aktsia käekäigust siiani. Kolmandas peatükis teostati arvutused ning leiti otsitavad tulemused.

Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades saadi Hepsor AS õiglaseks väärtuseks konservatiivse prognoosi alusel 17 miljonit eurot, mis teeb õiglaseks aktsia hinnaks 4,41 eurot. Optimistlikust prognoosist lähtudes saadi aga õiglaseks väärtuseks 50,5 miljonit eurot ning ühe aktsia hinnaks 13,09 eurot. Tuleviku rahavoogude leidmisel lähtuti ettevõtte poolt tehtud tulevikuprognoosidest aastateks 2022-2024, mille põhjal tehti prognoosid kuni aastani 2027. Konservatiivse ja optimistliku prognoosi koostamisel lähtuti ettevõtte poolt koostatud erinevatest prognoosidest aastaks 2024.

Lisaks leiti ka ettevõtte väärtus kasutades võrdlevate suhtarvude meetodit. Võrdlusgrupina kasutati Damodarani poolt välja antud kinnisvaraarenduse sektori keskmiseid suhtarve. Võrdlusgrupiga võrreldi P/S, P/B ja EV/EBITA väärtuseid. Antud meetodika tulemusena leiti ettevõtte õiglaseks väärtuseks 20,5 miljonit mis teeb ühe aktsia hinnaks 5,33 eurot. Võrreldes aktsia turuhinnaga on saadud tulemus 44 protsenti madalam, konservatiivsel prognoosil põhineval diskonteeritud rahavoogude tulemusest 17 protsenti kõrgem ning optimistlikul prognoosil tuleneval diskonteeritud rahavoogude meetodist ligi 60 protsenti madalam.

Mõlemal meetodil on saadud tulemused võrdlemisi erinevad turuväärtusest. Autori arvates tuleneb erinevus investorite optimismist. Võrdlevate suhtarvude ja konservatiivse prognoosi põhjal võiks aktsia hind jääda vahemiku 4,41-5,33 eurot. Investorid aga usuvad, et ettevõtte on võimeline saavutama paremaid tulemusi kui siiani ning ellu viima optimistlikumad prognoosid. Detsembri alguse turuhind on võrdlemisi täpselt kahe erineva prognoosi tulemuste keskel, mis näitab, et investoritel on lootust kuid täielikult kindel ei saa üheski tulemuses olla.

Väljastada ei saa aga ka valesid tehtud eeldusi. Diskonteeritud rahavoogude meetod on väga tundlik erinevate sisendite muutuste osas. Seda näitas ka kolmandas peatükis tehtud sensitiivsusanalüüs.

Kasvumäära tõusmine kahelt protsendilt kolmele võib sõltuvalt kaalutud keskmisest kapitali hinnast suurendada ettevõtte väärtust üle 30 miljoni euro jagu, ehk 8 eurot aktsia kohta. See on aga vaid üks teguritest ning erinevaid hinnanguid võib anda ka ettevõtte tulevase kasvu, riskivaba tootluse, riskipreemia ning teiste muutujate osas. Seega tuleb arvestada, et tegu on osaliselt subjektiivse prognoosiga.

Suhtarvude võrdlemise meetodil saadud tulemused on mõjutatud peamiselt võrdlusgrupist. Kui võrreldavad ettevõtted ei ole piisavalt sarnased nii suuruselt, tegevusalalt kui ka muudelt näitajatelt võivad tulemused olla valed. Samuti mõjutab suhtarvude meetodikat turu hinnang üleüldisest majanduslikust seisukorrast ning väljavaadet tulevikku. Turu ala- või ühehinnatus kajastub ka saadud tulemustes.

Autori hinnangul said töö eesmärgid täidetud. Ettevõtte väärtus sai leitud kasutades kahte erinevat meetodikat. Küll aga leiab autor, et lähemalt võiks uurida saadud tulemuste varieerumist ja erinevust turuhinnast. Ettevõtte väärtuse leidmine kasutades teisi meetodikaid tooks looks hea võrdluspunkti, millega ka antud töö tulemusi hinnata. Veelgi täpsema tulemuse saamis tasuks proovida ka hinnata ettevõtte tulevase rahavooge lähtudes individuaalsetest arendusprojektidest. See võimaldaks ka kriitilisemalt hinnata ettevõtte enda tehtud prognoose perioodiks 2022-2024, millele käesolev töö tulevaste prognooside tegemisel tugines. Lisaks võiks kasutada võrreldavate suhtarvude meetodil tuleviku vaatavaid suhtarve nagu tulevikku vaatav P/E.

SUMMARY

VALUATION OF HEPSOR AS

Rain Välba

The aim of the work was to find the fair value of Hepsor AS. The method of discounted cash flows and comparative ratios was used to find the result.

The first chapter introduced the operating principle and methodology of discounted cash flows and comparative ratios. The second chapter gave an overview of the company's and its stock's progress so far. In the third chapter, calculations were performed and results were found.

Using the discounted cash flow method and a conservative forecast, the fair value of Hepsor AS was calculated to be 17 million euros, which makes the fair share price 4.41 euros. However, based on the optimistic forecast, the fair value was 50.5 million euros and the price of one share was 13.09 euros. When finding future cash flows, Hepsor AS forecasts for the years 2022-2024 were used and extended until 2027. The conservative and optimistic forecast was based on various forecasts made by the company for the year 2024.

In addition, the value of the company was also found using the comparative ratio method. The average ratios of the real estate development sector published by Damodaran were used as the reference group. P/S, P/B and EV/EBITA values were compared with the reference group. As a result of this methodology, the fair value of the company was found to be 20.5 million, which makes the price of one share 5.33 euros. Compared to the market price of the share, the obtained result is 44 percent lower, 17 percent higher than the discounted cash flow result based on a conservative forecast, and almost 60 percent lower than the discounted cash flow method based on an optimistic forecast.

The results obtained by both methods are relatively different from the market value. According to the author, the difference is due to investor optimism. Based on comparative ratios and a conservative forecast, the share price could be in the range of 4.41-5.33 euros. However, investors believe that the company is capable of achieving better results than so far and realizing more optimistic forecasts. The market price at the beginning of December is relatively close to the middle of the results of two different forecasts, which shows that investors have hope but cannot be completely sure of any result.

However, incorrect assumptions cannot be ruled out. The discounted cash flow method is very sensitive to changes in various inputs. This was also shown by the sensitivity analysis performed in the third chapter. An increase in the growth rate from two to three percent, depending on the weighted average cost of capital, can increase the value of the company by more than 30 million euros, or 8 euros per share. However, this is only one of the factors, and different assessments can also be made regarding the company's future growth, risk-free return, risk premium and other variables. Therefore, it must be taken into account that this is partly a subjective forecast.

The results obtained by the ratio comparison method are mainly influenced by the comparison group. If the comparable companies are not sufficiently similar in terms of size, field of activity and other indicators, the results may be incorrect. The ratio methodology is also influenced by the market's assessment of the overall economic situation and the outlook for the future. The underestimation or overestimation of the market is also reflected in the obtained results.

According to the author, the objectives of the work were met. The value of the company was found using two different methodologies. However, the author believes that the variation of the obtained results and the difference from the market price could be studied more closely. Finding the value of the company using other methodologies would create a good reference point with which to evaluate the results of this work. To get an even more accurate result, it is worth trying to estimate the company's future cash flows based on individual development projects. This would also allow for a more critical assessment of the company's own forecasts for the period 2022-2024, which this work was based on when making future forecasts. In addition, forward-looking ratios such as forward-looking P/E could be used in the comparable ratio method.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Berzkalne, I., & Zelgalve, E. (2014). Intellectual capital and company value. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 110, 887-896.
- Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic management journal*, 21(4), 455-472.
- Campbell, J. Y., & Vuolteenaho, T. (2004). Bad beta, good beta. *American Economic Review*, 94(5), 1249-1275.
- Damodaran, A. (2011). *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit* (Vol. 34). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2022). *Data: Current*. Kasutatud 25. oktoober 2022
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Fernandez, P. (2001). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions. IESE Business School, 1, 1-13.
- Fernández, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. IESE Business School, 449, 1-27.
- Fernandez, P. (2010). WACC: definition, misconceptions, and errors. *Business Valuation Review*, 29(4), 138-144.
- French, N., & Gabrielli, L. (2005). Discounted cash flow: accounting for uncertainty. *Journal of Property Investment & Finance*, 23(1), 75-89.
- Friedl, G., & Schwetzler, B. (2011). Terminal value, accounting numbers, and inflation. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(2), 104-112.
- Gan, K., & Saleh, Z. (2008). Intellectual capital and corporate performance of technology-intensive companies: Malaysia evidence. *Asian journal of business and Accounting*, 1(1), 113-130.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American economic review*, 70(3), 393-408.
- Hepsor AS. (2021). *Kinnisvaraarendaja Hepsor on alustanud ettevalmistusi börsile minekuks*. Kasutatud 1. oktoober 2022 <https://hepsor.ee/kinnisvaraarendaja-hepsor-on-alustanud-ettevalmistusi-borsile-minekuks/>
- Hepsor AS. (2021). *Nasdaq tervitab Hepsorit Balti börsi põhinimekirja*. Kasutatud 1. oktoober 2022 <https://hepsor.ee/nasdaq-tervitab-hepsorit-balti-borsi-pohinimekirja/>

- Hepsor AS. (2022). *2022. aasta II kvartali ja 6 kuu konsolideeritud auditeerimata vahearuanne*. Kasutatud 22. oktoober 2022 https://hepsor.ee/wp-content/uploads/2022/08/Hepsor-2Q_2022-vahearuanne.pdf
- Hepsor AS. (s.a.). *Aksia*. Kasutatud 1. oktoober 2022 <https://hepsor.ee/investorile/aktsia/>
- Hepsor AS. (s.a.). *Tutuvustus*. Kasutatud 1. oktoober 2022 <https://hepsor.ee/ettevottest/meist/>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). The right role for multiples in valuation. *McKinsey on Finance*, (15), 7-11.
- Konkurentsiamet. (2019). *Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna avutamiseks*. Kasutatud 25. november 2022 https://www.konkurentsiamet.ee/sites/default/files/juhend_kaalutud_keskmise_kapitali_hinna_ar.pdf
- Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44-54.
- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135-172.
- Matschke, M. J., Brösel, G., & Matschke, X. (2010). Fundamentals of functional business valuation. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 5(1).
- Penman, S. H. (1998). A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discount model. *Review of accounting studies*, 2(4), 303-323.
- Petersen, C., & Plenborg, T. (2009). The implementation and application of firm valuation models. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 25(1).
- Plenborg, T. (2002). Firm valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches. *Scandinavian Journal of Management*, 18(3), 303-318.
- Schreiner, A. (2009). *Equity valuation using multiples: an empirical investigation*. Springer Science & Business Media.
- Statistikaamet. (s.a.). *Majandusüksused*. Kasutatud 15. oktoober 2022 <https://www.stat.ee/et/avasta-statistikat/valdkonnad/majandus/majandusuksused>
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., & McLeavey, D. W. (2007). *Equity asset valuation (Vol. 4)*. John Wiley & Sons.
- The World Bank. (s.a.). *GDP growth (annual %)*. Kasutatud 02. detsember 2022 <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations>
- Trading Economics. (s.a.). *Credit Rating Europe*. Kasutatud 11. november 2022 <https://tradingeconomics.com/country-list/rating?continent=europe>

Yoo, Y. K. (2006). The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples. *Review of Accounting and Finance*.

LISAD

Lisa 1. Hepsor AS Materiaalse põhivara kulum

tuhandetes eurodes	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Soetus- maksumus	186	266	808	795	406	414	528	445	1306	1166	600
Akumuleeritud kulum	-76	-98	-142	-303	-177	-154	-212	-288	-257	-361	-179
Jääkväärtus	110	168	666	492	229	260	316	157	1049	805	421
Soetamised ja rendilepingud	103	148	632	3	78	112	160	228	974	5	120
Kulum		-90	-133	-161	-157	-81	-83	-264	-89	-261	-233
Lepingute lõpetamine		0	-68	-89	-468	-104	-46	-311	-114	-144	-687
Kulumi mahakandmine			68	89	283	104	25	188	120	157	415
Muu			-1	-16							

Allikas: Hepsor AS (2022) Majandustulemuste põhjal koostatud autori arvutused

Lisa 2. Hepsor AS bilanss aastatel 2021-2018

tuhandetes eurodes	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018	01.01.2018
Varad					
Käibevarad					
Raha ja raha ekvivalendid	10 889	4 207	2 667	5 701	2 319
Nõuded ja ettemaksed	652	574	840	280	538
Lühiajalised laenunõuded	2388	776	1120	238	205
Varud	37 237	22 903	31 499	21 623	22 391
Käibevarad kokku	51 166	28 460	36 126	27 842	25 453
Põhivara					
Materiaalne põhivara	229	492	666	168	110
Finantsinvesteeringud	402				
Investeeringud sidusettevõtetesse	0	2	1	0	5
Pikaajalised laenunõuded	3408	1371	124	0	0
Muud pikaajalised nõuded	140	108	70	0	0
Põhivara kokku	4 179	1 973	861	168	115
Varad kokku	55 345	30 433	36 987	28 010	25 568
Kohustised ja omakapital					
Lühiajalised kohustised					
Lühiajalised laenukohustised	5 501	4 038	10 405	6 075	8 316
Lühiajalised rendikohustised	123	174	133	39	23
Ettemaksed klientidelt	1164	769	2347	11362	1782
Võlad tarnijatele ja muud võlad	5 539	3 082	3 423	3 024	3 395
Lühiajalised kohustised kokku	12 327	8 063	16 308	20 500	13 516
Pikaajalised kohustised					
Pikaajalised laenukohustised	22 862	12 122	13 034	3 632	7 584
Pikaajalised rendikohustised	66	267	430	47	54

Lisa 2 järg

Muud pikaajalised kohustised ja võlad	1053	402	493	624	2385
Edasilükkunud tulumaksukohustis	0	60	0	305	31
Pikaajalised kohustised kokku	23 981	12 851	13 957	4 608	10 054
Kohustised kokku	36 308	20 914	30 265	25 108	23 570
Omakapital					
Aksia-/osakapital	3855	6	6	3	3
Ülekurss	8917	3211	3211	0	0
Reservid		0	0	100	100
Jaotamata kasum	6 265	6 302	3 505	2 799	1 895
Omakapital kokku	19 037	9 519	6 722	2 902	1 998
sh. emaettevõtte omanikele kuuluv					
omakapital kokku	18 904	9 454	6 886	2 878	1 882
sh. vähemusosalusele kuuluv omakapital					
kokku	133	65	-164	24	116
Kohustised ja omakapital kokku	55 345	30 433	36 987	28 010	25 568

Allikas: Hepsor AS (2022)

Lisa 3. Hepsor AS kasumiaruanne aastatel 2021-2018

tuhandetes eurodes	2021	2020	2019	2018
Müügitulu	14 961	38 771	19 535	32 068
Müüdud kaupade ja teenuste kulu (-)	-11 902	-34 687	-17 447	-27 820
Brutokasum	3 059	4 084	2 088	4 248
Turustuskulud (-)	-271	-93	-52	-14
Üldhalduskulud (-)	-942	-594	-785	-604
Muud äritulud	83	51	146	269
Muud ärikulud (-)	-49	-37	-99	-37
Ärikasum	1 880	3 411	1 298	3 862
Finantstulud	321	917	22	53
intressitulud	145	108	22	6
kasum tütarettevõtte müügist	0	809	0	0
muud finantstulud	176	0	0	47
Finantskulud (-)	-512	-364	-295	-584
intressikulud (-)	-434	-157	-248	-584
kahjum sidusettevõtetest (-)	-2			
muud finantskulud (-)	-76	-207	-47	0
Kasum enne tulumaksu	1 689	3 964	1 025	3 331
Tasumisele kuuluv tulumaks	-16	-59	-2	-69
Edasilükkunud tulumaks	60	-60	305	-273
Aruandeperioodi puhaskasum	1 733	3 845	1 328	2 989
Emaettevõtte omanikele kuuluv osa				
puhaskasumis	-22	2591	956	1 419
Vähemusosalusele kuuluv osa	1755	1254	372	1 570
puhaskasumis				
Koondkasum				
Omanikuvahetusega seotud muutused	70	-14	-67	0
Tütarettevõtete müük		0	0	-83
Tütarettevõtete omandamine		0	15	-381

Lisa 3 järg

Vähemusosaluse varjatud tuletisinstrumentide väärtuse muutus	-1815	-1022	-635	-1 483
Äriühendus	0	25	65	0
Aruandeperioodi koondkasum	-12	2834	706	1 042
Emaettevõtte omanikele kuuluv osa koondkasumis	46	2605	894	996
Vähemusosalusele kuuluv osa koondkasumis	-58	229	-188	46
Kasum aktsia kohta				
Tava (eurot aktsia kohta)	-0,01	0,86	0,32	0,47
Lahustatud (eurot aktsia kohta)	-0,01	0,86	0,32	0,47

Allikas: Hepsor AS (2022)

Lisa 4. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Rain Välba

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

„Börsiettevõtte õiglase väärtuse hindamine Hepsor AS näitel“,

mille juhendaja on Kalle Ahi,

1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tallinna Tehnikaülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. Olen teadlik, et käesoleva lihtlitsentsi punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

08.12.2022

¹ Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal vastavalt üliõpilase taotlusele lõputööle juurdepääsupiirangu kehtestamiseks, mis on allkirjastatud teaduskonna dekaani poolt, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil. Kui lõputöö on loonud kaks või enam isikut oma ühise loomingulise tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtajaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. ja 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.