

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Laura Sillamaa

**ETTEVÕTETE ÜHINEMISJÄRGNE ANALÜÜS YIT EHTUS AS
JA LEMMINKÄINEN EESTI AS NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Õppekava TABB, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Laivi Laidroo, PhD

Tallinn 2021

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 9092 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Laura Sillamaa

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 186023TABB

Üliõpilase e-posti aadress: laura.sillamaa11@gmail.com

Juhendaja: Laivi Laidroo, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. ETTEVÕTETE ÜHINEMINE JA OMANDAMINE	7
1.1. Ettevõtete ühinemise ja omandamise mõiste ning liigid	7
1.2. Ühinemise motiivid	10
1.3. Ettevõtete ühinemise protsess	12
1.4. Eelnevad empiirilised uurimused	15
2. METOODIKA JA VALIM	18
2.1. YIT Ehitus AS ja Lemminkäinen Eesti AS ettevõtete taustinfo	18
2.2. Metoodika	19
3. YIT EHITUS AS JA LEMMINKÄINEN EESTI AS ÜHINEMISE ANALÜÜS	23
3.1. Ühinemise eelne analüüs	23
3.1.1. Ettevõtete finantsnäitajate analüüs	23
3.1.2. Kulude struktuuri analüüs	27
3.1.3. Lemminkäinen Eesti AS ettevõtte väärtus 2017. aastal	30
3.1.4. YIT Ehitus AS ettevõtte väärtus 2017. aastal	31
3.2. Ühinemise järgne analüüs	33
3.2.1. YIT Eesti ASi 2019. a finantsnäitajate analüüs	33
3.2.2. Kulude struktuuri analüüs ühinemisjärgselt	36
3.2.3. YIT Eesti AS ettevõtte väärtus ühinemise järgselt	37
3.3. Järeldused	38
KOKKUVÕTE	41
SUMMARY	43
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	46
LISAD	49
Lisa 1. YIT Ehitus ASi kulude jaotus	49
Lisa 2. Lemminkäinen Eesti ASi kulude jaotus	50
Lisa 3. YIT Eesti ASi kulude jaotus	51
Lisa 4. Lihtlitsents	52

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on hinnata YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemise tulemuslikkust. Selleks on hinnatud ettevõtete kulude struktuuri ning väärtusi enne ühinemist ning ühinemisjärgselt tuginedes ettevõtte majandusaasta aruannetele aastatel 2015–2017 ja 2019. Vajalikud andmed on saadud Registrite ja Infosüsteemide Keskuse e-äriregistrist ja Äripäeva infopangast. Analüüsifailid on koostanud autor iseseisvalt.

Ettevõtete väärtuse hindamisel kasutati diskonteeritud rahavoogude meetodit. Rahavoogude diskonteerimiseks leiti ettevõtete kaalutud keskmine kapitali hind. Seejärel koostati ettevõtetele prognoosid järgnevas kolmeks aastaks. Perioodi pikkus valiti lähtuvalt ehitussektori muutlikkusest ning eesmärgist koostada võimalikult täpne prognoos.

Enne väärtuse hindamist läbiviidud kulude struktuuri analüüs kinnitas, et ettevõtete tegevusiseloome on mõneti erinev eraldiseisvate ettevõtetenäitajate tegutsedes, kuid ühinemisjärgselt olulisi muutusi ei ilmnunud. Seevastu olid ettevõtete finantsnäitajad enne ühinemist oluliselt tugevamad, kui ühinemisjärgselt.

Ettevõtete väärtuse hindamise tulemustest selgus, et vastavalt autori koostatud analüüsile kujunes YIT Ehitus ASi ettevõtte äritegevuse ja omakapitali väärtuseks 2,618 miljonit eurot, Lemminkäinen Eesti ASi väärtuseks 7,047 miljonit eurot (omakapitali väärtus 7,904 miljonit eurot) ning ühinemisjärgse keha väärtuseks 5,502 miljonit eurot (omakapitali väärtus 4,663 miljonit eurot). Seega on tehinguga seotud sünergia autori hinnangul negatiivne ulatudes 5,859 miljoni euroni. Sellest saab järeldada, et käsitletav ühinemine pigem ei olnud tulemuslik. Viimast kinnitab ka fakt, et 2021. aastal otsustas YIT Eesti AS siiski loobuda varasema ühinemise käigus YIT Ehitus ASi tegevusvaldkonnale liidetud katendite valdkonnast, viidi läbi YIT Eesti ASi jagunemine tütar-ettevõtteks ning alustati selle müügi protsessi.

Võtmesõnad: ühinemine, sünergia, ettevõtte väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod

SISSEJUHATUS

Ettevõtete ühinemine on üks olulisemaid äriühingu restruktureerimise vorme. Ettevõtted läbivad ühinemise protsessi erinevatel põhjustel. Ühinemise peamiste põhjustena saab välja tuua ettevõtte soovi laiendada turuosa, laiendada tegutsemisvaldkonda ning ühinemisest saadav sünergia. Samuti on ühinguid, kelle jaoks teatud olukordades on ettevõtete ühinemine või jagunemine vajalik järgnev samm oma tegevuse optimeerimiseks või jätkamiseks. Kuigi enamasti eeldatakse, et ühinemise tulemusena saavutatakse loodetud eesmärgid, ei õnnestu sageli kõik nii nagu oodatud. Ühinemiste ebaõnnestumise põhjuseks võib olla loodetava sünergia mittesaavutamise või selgub, et püstitatud ootused on ebareaalised ja paika pandud strateegia ei toimi.

Varasematest uurimustest on ühinemist sageli uuritud sünergia ja piiriüleste ühinemiste kontekstis. Samuti on üle maailma uuritud ühinemiste mõju ettevõtete tegevusele. Käesolev töö haakub peamistest uurimissuundadest enim ühinemise mõju hindamisega ettevõtte ühinemisjärgsele tegevusele, mille peamine näitaja on ühinemisest saadav sünergia.

2019. aastal toimus YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemine. See tähendas Eesti kontekstis YIT Ehitus ASi tegevusvaldkonna olulist laiendamist. Eelnevalt peamiselt elamu- ja ärikinnisvara ehituse, müügi ning arendusega tegelenud YIT Ehitus ASile liideti Lemminkäinen Eesti ASi katendite valdkond. Ühinemise pressiteates on peamise põhjusena toodud välja sünergia, mis muutis YIT Eesti ASi Eestis suuremaks ja tugevamaks ehitusettevõtteks, kes on võimeline teostama kõiki teenuseid, mida sektori ettevõtted pakuvad. (AS YIT... 2019) Seega löi nimetatud ettevõtete ühinemine Eestisse suurettevõtte, mille tegevusvaldkonnad katavad peamise osa ehitusvaldkonna pakutavatest teenustest.

Käesoleva töö eesmärgiks on hinnata YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemise tulemuslikkust. Ühinemise tulemuslikkuse hindamiseks püstitati järgnevad uurimisküsimused:

1. Milline oli YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi väärtus enne ühinemist aastal 2017?

2. Millised muudatused on toimunud ühinemise järgselt ühinenud ettevõtte YIT Eesti ASi kulude struktuuris võrrelduna eraldiseisvate ettevõtetenä (YIT Ehitus AS ja Lemminkäinen Eesti AS) tegutsedes enne ühinemist?
3. Milline on ühinenud ettevõtte väärtus peale ühinemist? Kas see on suurem kui ühinenud ettevõtete väärtuste summa enne ühinemist?
4. Kas YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemist saab pidada edukaks?

Uurimisküsimustele vastuste saamiseks kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamist diskonteeritud rahavoogude meetodil ning saadud tulemuste analüüsi. Väärtuse hindamiseks vajalike prognooside tegemise hõlbustamiseks koostatakse eelnevalt ettevõtete finantsnäitajate analüüs ja kulude struktuuri analüüs, mille käigus leitakse ettevõtete müüdü toodangu kulu, üldhalduskulude ning töjõukulude suhe müügitulusse, mille abil koostatakse prognoosid tulevasteks aastateks ja hinnatakse ettevõtete väärtused.

Bakalaureusetöö jaguneb kolmeks peatükiks, millest esimene käsitleb ühinemiste ja omandamiste teoreetilist tausta. Peatükis selgitatakse ühinemise ja omandamise mõistet, motive ning kirjeldatakse ettevõtete nimetatud restruktureerimise vormide protsessi.

Teine peatükk kirjeldab ühinenud ettevõtete YIT Ehitus AS ja Lemminkäinen Eesti AS tausta ja tegevusalasid. Samuti selgitatakse käesolevas töös kasutatud metoodikat ning kasutatud andmeid, mille abil leitakse vastused püstitatud uurimisküsimustele.

Kolmandas peatükis viiakse läbi ettevõtete analüüs ning hindamine. Samuti tuuakse välja uurimisküsimuste vastused ning uurimisprobleemi järeldused.

1. ETTEVÕTETE ÜHINEMINE JA OMANDAMINE

1.1. Ettevõtete ühinemise ja omandamise mõiste ning liigid

Ettevõtete ühinemised ja omandamised on olukorrad, kus ühendatakse kaks ettevõtet. Inglisekeelsed allikad kirjeldavad nimetatud olukorda terminiga M&A, mis sisaldab kaht mõistet: *merger* (e.k. ühinemine) ja *acquisition* (e.k. omandamine). Seetõttu on oluline eristada omavahel ühinemise ning omandamise tähendust.

Ühinemist mõistetakse kui ettevõtete vastastikust kokkulepet, mis näeb ette võrdsete organisatsioonide ühtse üksuse loomise (Diep, Anh 2020). Üldiselt käsitletakse ühinemisi ja omandamisi kui kahe ettevõtte vahelist protsessi. On ka olukordi, kus omavahel ühendatakse rohkem kui kaks ettevõtet. (Sokura 2019 viidatud Vazirani 2015)

Ühinemise võib omakorda liigitada kolmeks integratsiooni vormi põhjal. Esiteks, ostetav ettevõtte lakkab iseseisva üksusena ning saab ostja osaks. (Clayman *et al.* 2012) Ühendav ettevõtte säilitab oma nime, omandades seejuures ühendatava ettevõtte varad ja kohustused. Ühinemisjärgselt tegutsetakse ühendava ettevõtte identiteedi all. (Ross *et al.* 2019)

Teiseks, ostetav ettevõtte muutub ostja tütarettevõtteks. Sellist vormi rakendatakse juhtudel, kui ostetaval ettevõttel on turul hea maine ning tugev kaubamärk, mida püütakse säilitada. (Clayman *et al.* 2012)

Kolmandaks, lakkavad algsed ettevõtted tegutsemast ja nende aktsionärid saavad uue ettevõtte aktsionärideks. Sellist olukorda nimetatakse konsolideerimiseks. Seda protsessi kirjeldatakse kui $A+B=C$, ühinemise korral aga $A+B=A$ ning erisus seisneb uue keha loomises. (Gaughan 2015) Ühinemine ja konsolideerimine ei erine muude asjaolude poolest seega võib käsitleda ühinemisi ja konsolideerimisi üldiselt ühinemistena. (Ross *et al.* 2019)

Lähtuvalt Eesti äriseadustiku käsitlesest, kirjeldatakse ühinemist järgmiselt (ÄS §391):

1. Äriühingud võivad ühineda selliselt, et asutavad uue äriühingu. Sellisel juhul loetakse ühinevad ühingud lõppenuks. Eelnevalt viidatud kui konsolideerimine.
2. Äriühing (ühendatav ühing) võib ühineda teise äriühinguga (ühendav ühing). Sel juhul loetakse ühendatav ühing lõppenuks.

Omandamine erineb mõnevõrra ühinemisest. Omandamine on ühe ettevõtte osaline või täielik ost teise ettevõtte poolt. See võib viidata olulise segmendi, tüdarettevõtte või vara ostmisele teiselt ettevõttelt. Samuti võib üks ettevõtte omandada teise täielikult ning sellist omandamist nimetatakse ka ühinemiseks. (Clayman *et al.* 2012)

Omandamised võivad olla nii sõbralikud kui ka vaenulikud. Kui omandatav ettevõtte on nõus enda äri müümisega, nimetatakse seda omandamiseks. Ilma omandatava ettevõtte nõusolekuta omandamine on ülevõtmine. (Sokura 2019 viidatud Gupta 2010, Vazirani 2015) Kui ettevõtted ei jõua kokkuleppele äri müümise osas, võib juhtuda, et omandamise käigus peab omandatava ettevõtte juhtkond vahetuma. Selline olukord tekib, kui omandatava ettevõtte juhatus ei ole nõus äri müümisega ning häirib protsessi ja keeldub koostööst. (Boia 2015) Ühinemine ja omandamine hõlmavad sellisel juhul ebasõbralikke tehinguid ning ei piirdata vaid sõbralike ja vaiksete läbirääkimistega. Võib juhtuda, et ülevõetav firma on ühinemise vastu ning kasutab selleks kaitsetaktikat, et protsess igal juhul ebaõnnestuks. (Ross *et al.* 2019)

Ettevõtete ühinemisel on mõningad eelised omandamiste ees ja vastupidi. Peamise põhjusena tuuakse välja eelis, et ühinemine on juriidiliselt lihtsam ning ei ole nii kulukas kui omandamine. Ettevõtted nõustuvad kogu oma tegevuse ühendama ja omandava ettevõtte üksikute varade omandiõiguse üleandmisprotsessi omandavale ettevõttele ei ole vaja läbida. Seejuures saab välja tuua ka omandamise eelise ühinemise ees. Ettevõtete ühinemine peab heaks kiidetama aktsionäride koosolekul. Vajalike häälte kogumine võib olla aeganõudev ning aktsionäride veenmine keeruline. Samuti ei pea ettevõtted ühinemise või omandamise protsessi ette võtma, vaid jõudude ühendamiseks sõlmima strateegilise koostöölepingu ning tegutsema ühiste eesmärkide nimel. (Ross *et al.* 2019)

Mõlema ühise ettevõtte loomise eesmärk on ettevõtetel sama – strateegiliste ja äriliste eesmärkide saavutamine. (Diep, Anh 2020) Kõikide omandamist ja ühinemist käsitlevate otsuste keskmes on küsimus, mis võrdleb omavahel kahte olukorda: proovida ise orgaaniliselt üles ehitada kliendibaas,

kasumivõimekus, uutele turgudele sisenemine või osta see teise ettevõtte näol. Samuti kinnitatakse, et ettevõtete ühinemine võib olla üks parimaid viise uutele turgudele sisenemiseks, turuosa suurendamiseks või tegevusala laiendamiseks. (Sherman, Hart 2005)

Ettevõtete ühinemised ja omandamised jagatakse horisontaalseks, vertikaalseks või konglomeraatühinemiseks tegevusalade põhjal. Ühinemist nimetatakse horisontaalseks, kui liidetakse kaks organisatsiooni, mis kuuluvad samasse valdkonda (Diep, Anh 2020). Horisontaalseid ühinemisi võetakse ette turuosa suurendamiseks, oma tegevusala laiendamiseks uutesse asukohtadesse. Sellise ühinemise ja omandamise korral ei muutu toodetavate kaupade ja teenuste mitmekesisus oluliselt. (Rompotis 2015) Horisontaalsed ühinemised on levinud enamjaolt tööstusettevõtete seas, sest vähem ettevõtteid pakub samu tooteid ja teenuseid. Sellistel juhtudel on konkurents väga kõrge ning ühinemine võib potentsiaalselt suurendada ühinenud ettevõtte tegutsedes kasu. Küll aga reguleerivad erinevates riikides seadused monopolide teket ning horisontaalsed ühinemised võivad turule ohtu kujutada, kui ühinejateks on valdkonna võimsad suurettevõtted. (Boia 2015) Horisontaalse ühinemise korral ühendatakse näiteks ehitusvaldkonnas kaks ettevõtet, kes tegelevad hoonete ehitusega.

Vertikaalne ühinemine toimub ettevõtete vahel, kes on osa samast väärtusahelast, kuid ei konkureeri omavahel. Ettevõtte toodang ühendatakse kombineeritud tooteks või teenuseks, mis sisaldab elementi mõlema ettevõtte tegevusalast. (Proctor 2015) Vertikaalselt ühinevad ettevõtted, kes ei tegutse samas sektoris. Seda tüüpi ühinemised jagatakse edasi ja tagasi ühinemiseks. Edasi tähendab, et ettevõtte säilitab ärikasumit ning tagasi abistab ettevõtet tootmistegevusel või teenuse osutamisel, mille eest varem maksti kolmandatele ettevõtetele. (Rompotis 2015) Vertikaalse ühinemise korral ühinevad näiteks tarnija ja klient.

Konglomeraatide ühinemisel liidetakse sageli ettevõtted, kes ei ole omavahel konkurendid ning ei osale vertikaalses tarneahelas. Nimetatud ühinemisel osalevad ettevõtted, kes tegelevad täiendavate toodete tarnimisega. Küll aga on oluline, et ühinenud ettevõtte pakub klientidele tooteid või teenuseid, mida tavaliselt ostetakse koos või teineteist täiendavana. (Proctor 2015) Konglomeraatide ühinemise näitena saab tuua autotootja ja ehitusettevõtte. Sellises olukorras vähendatakse üksikuna tegutseva ettevõtte riske.

Käesolevas töös käsitletakse ehitusvaldkonnas tegutsevate ettevõtete ühinemist. Kuna ühendav äriühing oli keskendunud valdavalt hoonete ehitusele ning ühendatav teedehitusele käsitletakse

ühinemist kui horisontaalset ühinemist, mille käigus ühendati ettevõtted, kelle tegevusvaldkonnad on mõnevõrra erinevad, kuid sektor laias mõistes ühine.

1.2. Ühinemise motiivid

Ettevõtete ühinemise ühe peamise motiivina tuuakse sageli välja omandaja varade, müügi ja turuosa kasv. Nimetatud omaduste kasvatamise läbi püütakse suurendada aktsionäride rikkust, et luua püsiv konkurentsieelis. Seeläbi püütakse aktsionäride rikkust maksimeerides näida omanikele ratsionaalsete investeerimis- ja rahastamisotsuste langetajana. Aktsionäride rikkuse kasvatamisele orienteeritud ettevõtte mõjub investoritele mainekana ja hea ettevõttena, mille osalust omada. (Sudarsanam 1995)

Samuti on ettevõtete ühinemise ja omandamise sage motiiv sellest saadav sünergia. Kui ettevõtete kombinatsioon on kasumlikum kui eraldiseisvad ettevõtted enne ühinemist, esineb ühinemiste kontekstis sünergia. (Duksaitė, Tamošiūnienė 2009 viidatud Gaughan 2007) Sünergia võib olla ka negatiivne. Kui potentsiaalse positiivse sünergia korral ettevõtted ühinevad, siis negatiivse sünergia korral eelistatakse pigem osa eraldamist ettevõtetest. (Leland 2007)

Sünergiat mõistetakse nii tegevus- kui ka finantssünergiana. Tegevussünergia koosneb mastaabisäästust ja mahusäästlikkusest. Sünergia võib olla nii operatiivne kui ka rahaline. Mastabisääst võib väljenduda ettevõttes tegevuse tõhustamise, tulude parandamise ja kulude vähendamise või hajutamise vormis. Samuti on olukordi, kus ühinemise käigus tekib maksude tõhusus ja finantsvõimendus. Mahusäästlikkusena mõistetakse konkreetsete varade või oskuste kasutamist toodete või teenuste tootmiseks. Finantssünergia aga viitab konkreetset ühinemiste ja omandamiste mõjule. (Duksaitė, Tamošiūnienė 2009 viidatud DePamphilis 2003; Malik *et al.* 2014 viidatud Seth 1990) Finantssünergia võib võtta kulude vähendamise vormi. Ettevõtted saavad ühinemise või omandamise käigus vabaneda näiteks topelt rajatistest ning suurendada enda läbirääkimisvõimeid. Seeläbi saab vähendada kulusid, mis on eelnevalt eraldiseisvatel ettevõtetel olemas, kuid ühinenud ettevõttel üleliia. (Fatima, Shehzad 2014)

Eelnevale motiivile vastandub ettevõtte juhtide omakasupüüdlikkus. On juhte, kes püüavad viia läbi ühinemise protsessi üksnes ettevõtte laiendamiseks. Seejuures ei peeta peamiseks eesmärgiks aktsionäride rikkust, vaid juhtide võimuiha ning soovi ehitada impeeriume. Juhtide omakasust

tulenevad omandamised võivad ebaõnnestuda ja põhjustada aktsionäridele varakadu. (Sudarsanam 1995) Nimetatud asjaolu muudab ettevõtte aktsionäride jaoks ebausaldusväärseks.

Aktsionäride jaoks on ühinemised ja omandamised oluline juhtimisvahend. Nõusolekut teise ettevõtte omandamiseks võidakse kasutada viisina juhtide tagasikutsumiseks. Sellisel motiivil ettevõtte sisenemine ühinemis- ja omandamisprotsessi tekitab juhtide ja omanike vahel huvide konflikti ning võib juhtuda, et protsess ei toimu vaid headel eesmärkidel. (Ross *et al.* 2019)

Sherman, Hart (2005) on välja toonud ka ühinemiste motiivid nii ostja kui ka müüja perspektiivist. Peamised motiivid ühinemiseks müüja jaoks on järgmised (*Ibid.*):

- ettevõtte müüja soov jääda pensionile või pärijate puudumine;
- ärihädad ning konkurentsivõimetus;
- kasvava kapitali puudus;
- lepitamatud konfliktid omanike vahel;
- võtmeisikute või võtmeklientide kaotamine.

Peamised motiivid ettevõtte ostja jaoks on järgmised (*Ibid.*):

- võimalus äri ja kasumit kasvatada;
- konkurentide ostmise;
- mitmekesisuse saavutamine ning uutele turgudele sisenemine;
- vajadus kasutada efektiivselt võtmeisikuid ja -ressursse;
- strateegiline sobivus ostja ja müüja tegevusalade vahel.

Ühinemised ja omandamised võivad toimuda nii riigisiselt kui ka piiriüleselt. Rahvusvaheliste omandamiste ja ühinemiste käigus võivad tekkida sarnased probleemid, mis piirisiseste juhtumite korral – enammaksmine ja omandamis- või ühinemisjärgne integratsioon. Nimetatud probleemid võivad esineda suuremal määral just piiriüleste ühinemiste korral, sest omandajal puudub täielik teadmine omandatava ettevõtte keskkonnast ja organisatsioonilisest kultuurist. On oluline, et enne välismaise ettevõtte ühendamist kodumaisega, viiakse end kurssi erinevate oluliste nüansside suhtes. (Sudarsanam 1995)

Piiriüleste ühinemiste motiive ettevõtete jaoks on mitmeid. Sellist ühinemise viisi kasutatakse turu puudujääkide ära kasutamiseks. Näitena saab tuua olukorra, kus suure tööjõukuluga riigis tegutsev

ettevõtte ostab ettevõtte riigis, kus tööjõukulu on madalam. Samuti võidakse võtta piiriülese ühinemise protsess ette valitsuse piirangute (näiteks kvoodid või vabakaubanduse tõkked) ületamiseks või välismaa ettevõtte läbi paremate tehnoloogiate omandamise tõttu. Sageli ostetakse välisettevõtteid, et luua diferentseeritud tootesarja. Sellisel motiivil ühinemine toimus Lenovo (Hiina) ja IBM (USA) ettevõtete vahel, mis läbi omandas Lenovo IBMi hea maine ning strateegia personaalarvutite tootmisel. (Clayman *et al.* 2012)

Ettevõtteid võib motiveerida rahvusvaheliselt ühinema ka asjaolu, et riikide turud ei ole integreeritud, seda eelkõige erinevate valuutade tõttu. Näiteks saab tuua olukorra, kus ettevõtte valuuta tõuseb välisel põhjusel ja ei ole seotud kasumlikkusega. Seeläbi leiaks nimetatud ettevõtte välisturul suhteliselt odava hinnaga sihtettevõtte, millega ühinemine oleks ühendava ettevõtte jaoks kasumlik. (Erel *et al.* 2012)

Ühinemine või omandamine on strateegiline valik, mille protsess on keerukas. Nimetatud tegevus on ettevõtete jaoks kõrge riskiga ettevõtmine kasvustrateegia, mille eesmärgid hõlmavad tulude kasvu, kulude vähendamist, turuosa suurendamist ja muud. (Galpin 2020) Ühinemised ja omandamised on aktsionäride jaoks atraktiivsed, kui need kasvatavad nende aktsiate väärtust. (Arzac 2005)

Ettevõtete ühinemine ja omandamine on oluline äri restruktureerimise vorm ning on olukordi, mil ettevõtted peavad selle sammu oma tegevuse optimeerimiseks ette võtma. Ühinemistel ja omandamistel on mitmeid motiive ning iga ettevõtte sammu taga on kindel eesmärk või põhjus. Käesoleva töö raames vaadeldakse peamiselt ühinemise tulemuslikkust ning sellest saadavat finantssünergia, mis eeldatavasti oli lisaks turuosa laiendamisele üheks peamiseks motiiviks, miks YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemine toimus.

1.3. Ettevõtete ühinemise protsess

Ühinemiste käigus ühendatakse ettevõtted, kelle ressursid ühendatakse ja jagatakse ühiste eesmärkide saavutamiseks. Seejuures jäävad ühinevate ettevõtete aktsionärid üldjuhul ühisomanikeks. Ühinemise käigus võib ka moodustada uue üksuse, mis hõlmab mõlemat ühinenud ettevõtet või jätkata tegevust ühendava ettevõtte identiteediga. (Sudarsanam 1995) Säilinud või loodud ettevõtte võtab üle kõik varad ja kohustused (Arzac 2005).

Sõbraliku tehingu puhul alustatakse ühinemisprotsessi pöördumisega üldjuhul sihtettevõtte juhtkonna poole. Kui mõlema ettevõtte juhtkonnad on potentsiaalselt valmis ühinema, alustatakse ühinemisdiskussioone. Läbirääkimistele kuulub sihtettevõtte aktsionäridele laekuv tasu, tehingu tingimused ning ühinemisjärgne ettevõtte struktuur. (Clayman *et al.* 2012)

Ostja peab veenduma, et teda on informeeritud kõikidest asjaoludest ostetava ettevõtte kohta. Nimetatud tegevust nimetatakse *due diligence*. Ostja viib läbi põhjaliku analüüsi ostetava ettevõtte finants- ja majandusolukorrast, kontrollib, et esitatud oleks korrektsed auditiaruanded ja info, olemasolul ka tulevased prognoosid. Kontrolli käigus saab hinnata, kas ostetaval ettevõttel on piisavalt ressursse, et tegevust säilitada. (Boia 2015) Põhjaliku kontrolli käigus võidakse leida infot, mida ostja kasutab ostuhinna alandamiseks. (DePamphilis 2011)

Edukate kontrollide järel sõlmivad ettevõtted ühinemislepingu. Juhul kui on oluline aktsionäride hääletus, esitatakse ühinemisega seotud olulised faktid aktsionäridele avaliku volikirjaga ning oodatakse nende heakskiitu. (Clayman *et al.* 2012) Sõbraliku tehingu puhul on sihtettevõtte juhatus ja juhtkond idee suhtes vastuvõtlikud ning soovivad aktsionäridel tehing heaks kiita (DePamphilis 2011).

Eestis peavad Riigi Teataja äriseadustiku kohaselt ettevõtted ühinemiseks läbima järgnevad sammud (ÄS §392–402):

1. ühinemislepingu sõlmimine ühingute juhatuste vahel;
2. ühinemisotsuse langetamine;
3. äriregistrile ühinemisavalduse esitamine;
4. ühinemise kanne ühendavate ühingute registrikaartidele.

Ettevõtete ühinemisel ja omandamisel on oluline osa tasumisel ning selleks on mitu meetodit. Ühendavad ettevõtted võivad valida tehingu rahastamiseks sularaha meetodi. Soovitud ettevõtte ühendamiseks või ülevõtmiseks on määratud hind, mis tasutakse õiges valuutas. (Keehen 2016) Selle meetodi eelis teiste ees on, et tasuva ettevõtte korporatiivne identiteet ja omandistruktuur jääb muutumatuks. (Sankar, Leepsa 2018)

Sankar, Leepsa (2018) uuringus on välja toodud peamised rahaga maksmise meetodi positiivsed ja negatiivsed leiud erinevatest teadustöödest. Põhiliste positiivsete leidudena on välja toodud, et rahaga tasumise korral on aktsionäride tootlus esimestel päevadel peale ühinemist ja ühinemise

väljakuulutamist kõrgem. Samuti võtab seda meetodit kasutades tehing vähem aega. Negatiivsete külgedena tuuakse välja kasumlikkusele positiivse mõju puudumine ning maksukohustuse olemasolu muudab rahaga tasumise kallimaks, kui aktsiatega tasumisel. (*Ibid.*) Sularahas tasuvad tehingu eest valdavalt ettevõtted, kes on mitmekesisemad ja kelle tehingukulud on madalamad. See omakorda tähendab nende suuremat võimekust tasuda rahaga, mida võidakse finantseerida täiendava laenamise teel. (Swieringa, Schauten 2007)

Teine meetod ühinemise eest tasumiseks on omakapitaliga. Sellisel juhul tasub ühendav ettevõtte oma aktsiatega. (Keehen 2016) Positiivse küljena on välja toodud, et aktsiatega tasumist kasutab enamik ülehinnatud ettevõtteid. Negatiivsete asjaoludena tuuakse, et aktsiate makseviis omandamise korral valmistab pettumust ettevõtte investoritele ning pikas perspektiivis on tehingukulu aktsiatega maksmisel kulukam, kui rahas tasumisel. (Sankar, Leepsa 2018) Aktsiatega tasuvad peamiselt ettevõtted, kelle P/B suhtarv on kõrge, sest suure kasvuga ettevõtted ei taha tulevikus potentsiaalsete probleemide tekkimise tõttu laenu võtta (Swieringa, Schauten 2007).

Samuti kasutatakse tasumiseks eelnimetatud makseviiside segu, mis on rahaga ning rahata tasumise kombinatsioon. Sel meetodil tasutakse osa tehingu summast rahaga ja teine osa omakapitalist aktsiatega. Osa tehingu summast võidakse katta ka muude finantsvaradega nagu võlakirjadega. Sellise kombinatsiooniga tasumisel on samuti nii negatiivsed kui positiivsed küljed. Positiivsete külgedena tuuakse välja selle makseviisi kasutamise sageduse kasv ning segamakseviisi võidakse kasutada suurte ühinemis- ja omandamistehingute korral. Negatiivse küljena on uuringutest selgunud, et Ida-Euroopa turgudel on esinenud madalam ROA, kui on eelistatud segamakseviisi muudele meetoditele. (Keehen 2016; Sankar, Leepsa 2018)

Üks kesksemaid küsimusi ühinemiste protsessis on aga tulu jaotamine siht- ja ühendava ettevõtte aktsionäride vahel ning on uuritud, et sihtettevõtete aktsionärid saavad ühinemistest kõige rohkem kasu. Mõni uuring näitab, et kogu sünergia kajastub ülevõtmispreemias ja seetõttu saavad suurima kasu sihtaktsionärid. Nemad on nõus oma aktsiaid pakkuma alles siis, kui saavad nimetatud preemia. (Bessler *et al.* 2020)

Omandamise käigus ostab ostja osa või kõik omandatava ettevõtte varad või aktsiad. Tehingu tüübi aga määravad maksukaalutlused, juriidilised nõuded ning võime saavutada aktsionäride nõusolek. Varade ostmine väldib aktsiate ostmisega soetud raskusi. (Arzac 2005) Omandamise eest aktsiate või varade ostmisega tasumise võrdlus on esitatud alltoodud tabelis 1:

Tabel 1. Omandamise eest tasumine

	Aktsiate ost	Varade ost
Makseviis	kompensatsioon ühendatava aktsionäridele nende aktsiate eest	makse tehakse müüvale ettevõttele (mitte aktsionäridele)
Nõusolek	vajalik aktsionäride nõusolek	aktsionäride heakskiit ei pruugi olla vajalik
Kohustused	omandaja võtab üle ühendatava kohustused	omandaja väldib kohustuste ülevõtmist

Allikas: Clayman (2012)

Ettevõtete ühinemise protsess on keeruline ja eeldab põhjalikke läbirääkimisi osapoolte vahel. Läbirääkimised peavad olema läbipaistvad ning käsitlema kõiki olulisi nüansse, et tulevikus ühise ettevõttena tegutsemine oleks võimalikult lihtne. Samuti reguleerivad ühinemist seadused, millest tuleb lähtuda alates protsessi algusest kuni lõpuni. Ühinemise alustamisel on kindel põhjus, mis on seotud kasumlikkusega, ning kui vajalikud sammud on läbitud, saavad ettevõtted jätkata tegevust ühinenud ettevõttena.

1.4. Eelnevad empiirilised uurimused

Otsused, mis muudavad ettevõtte ulatust, on ettevõtete juhtkondade seas olulisimad ning teadlaste poolt enim uuritud. Ühinemised on ettevõtte ulatuse muutmise klassikalisemad näited. (Leland 2007) Käesolevas alapeatükis antakse ülevaade peamistele uurimissuundadele just ühinemiste ja omandamiste kontekstis.

Ühinemisi on peamiselt uuritud järgmistes valdkondades:

- ühinemise tulemuslikkuse hindamine erinevaid hindamismeetodeid kasutades;
- ühinemiste lained ajaloos.

Üks peamisi uurimissuundasid teadustöodes on ühinemise tulemuslikkus, mida uuritakse ka käesolevas bakalaureusetöös. Mitmeid uuringuid on läbi viidud erinevate maailma pankade ühinemiste teemal. Teadlased lähenevad tulemuslikkuse uurimisele erinevaid meetodeid kasutades. Andre *et al.* (2004) on uurinud Kanada ettevõtete ühinemisi aastatel 1980–2000. Uurimuse valimisse kuulus 176 ettevõtet. Ühinemiste ja omandamiste analüüsiks koostati regressioonimudel, milles kasutati portfelli tootlust, mis koosnes ettevõtetest, kes läbisid ühinemise- või ülevõtmise protsessi. Artikli eesmärk oli välja selgitada ettevõtete pikaajaline

jõudlus peale ühinemist või omandamist. Uuringu tulemused näitasid, et omakapitaliga finantseeritud ühinemised ja ülevõtmised olid pikas perspektiivis vähem edukad. Samuti leiti, et ühinemised, mille eest tasuti kasutades segamakseviisi, olid esimestel aastatel negatiivse tootlusega. (*Ibid.*)

Mantravadi ja Reddy (2008) on uurinud ettevõtete ühinemisjärgset tegevust kasutades meetodina ettevõtete ühinemiseelsete ja ühinemisjärgsete tulemuste võrdlemist. Selleks kasutati ettevõtete tegevusedukuse võrdlemist finantssuhtarvude abil. Küll aga konkreetses uurimuses valimis olnud ettevõtete ühinemisel kasutati erinevaid ühinemise liike – horisontaalne, vertikaalne ning konglomeraat. Töö eesmärk oli välja selgitada, millised muutused finantssuhtarvudes ühinemisjärgselt toimuvad. Uuringus selgus, et nii keskmise ärikasumi marginaali kui ka brutokasumi marginaali suhe ei muutunud, siis puhaskasumi marginaal ja puhaskasumise tootlus vähenesid oluliselt. Samuti vähenes ühinemisjärgselt kapitali tasuvus. (*Ibid.*)

Pervan *et al.* (2014) on samuti uurinud ühinemiste ja omandamiste mõju ettevõtete tegevusele. Selleks analüüsiti 116 ettevõtte ühinemis- ja omandamisprotsessi. Uurimusele läheneti neljast erinevast aspektist, millest esimene käsitles omandatud ettevõtete kulude struktuuri analüüsi, teine ning kolmas aspekt analüüsisid ettevõtete kasumlikkust ning vastavaid näitajaid samuti ühinemiseelset ning -järgselt ning viimase aspektina analüüsiti suurema osa ülevõtmisest teostanud investorite päritolu. Viimase aspekti puhul jälgiti, kas investorid olid valdavalt riigisisised või välismaised. Uurimuses kasutati ühinemiseelse ning -järgse analüüsi teostamiseks finantssuhtarvude analüüsi. Tulemustest selgus, et omandatud ettevõtete kulud ei olnud ühinemisjärgselt madalamad võrrelduna ühinemiseelsete kuludega samuti puudusid kasumlikkuses statistilised erinevused ning enamiku omandamisi viisid läbi kodumaised ettevõtted. (*Ibid.*)

Teise peamise ühinemis- ja omandamisteemalise uurimissuunana saab välja tuua ühinemiste lained. Qiu ja Zhou (2007) on uurinud maailmas aset leidnud ühinemiste laineid ning koostanud ühinemiste mudeli, et analüüsida ühinemiste dünaamilist protsessi. Nende eesmärk oli uurida, mis põhjustab nimetatud laineid ning mudeli tasakaaluks seati ühinemiste laine põhjuseks nõudluse negatiivne šokk ja mõningatel juhtudel võivad ühinemised toimuda strateegilistel põhjustel. Uuringu käigus leiti, et olemasolevate ettevõtete lahkumine turult stabiliseerib turustruktuuri ning muudab ühinemiste lained vähem tõenäoliseks. (*Ibid.*)

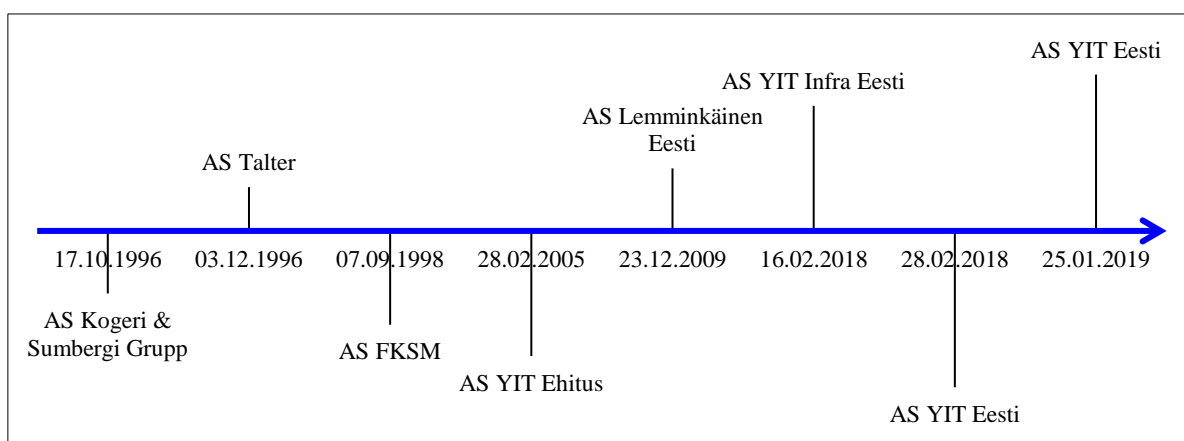
Samal uurimissuunal on koostanud magistritöö ka Porwal (2008), mis tugineb vaid ettevõtete ühinemise lainele. Töö eesmärk oli välja selgitada põhjused, mis ajendavad ettevõtteid ühinemisele. Põhjuste välja selgitamiseks kasutab autor töös eelneva kirjanduse analüüsi ning finantssuhtarvude võrdlemisi ajaloos toimunud ühinemistel. Uuringu käigus selgus, et Austraalia ühinemislained ei pruugi reageerida tegevusvaldkonna šokkidele, kuid need toimuvad valdavalt siis, kui kapitali likviidsus on majanduses kõrge. Samuti on autor välja toonud, et teatud andmete puudumise tõttu uuringu tulemused piiratud. (*Ibid.*)

Käesolev bakalaureusetöö haakub uurimissuuna poolest enim ühinemisjärgse analüüsiga. Samuti lähenetakse ühinemise analüüsile kasutades ettevõtete ühinemiseelse- ja järgse väärtuse hindamist.

2. METOODIKA JA VALIM

2.1. YIT Ehitus AS ja Lemminkäinen Eesti AS ettevõtete taustinfo

YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemine toimus 2019. aastal. Alates 21.01.2019 tegutseb ettevõtte ühise ärinime YIT Eesti AS all. Eelnevalt on ettevõtete ärinimed aastate jooksul muutunud vastavalt alltoodud joonisele (joonis 1.).



Joonis 1. Ühinenud ettevõtete ajaloolised ärinimed

Allikas: autori koostatud e-äriregistri andmete alusel

Märkused:

1. Ajatelje ülemine pool kajastab Lemminkäinen Eesti ASi ärinime muutumist ning alumine ettevõtte YIT Ehitus AS sama protsessi.

Ühinemisjärgselt tegutseb YIT Eesti AS ehitussektoris peatöövõtjana ning pakub erinevaid ehitusteenuseid näiteks hoonete projekteerimine ja ehitus, asfalditootmine ning infrastruktuuri ehitus.

Lemminkäinen Eesti AS tegutses enne ühinemist valdavalt taristuehituse ning katendite valdkonnas, olles üks suurimaid asfalditootjaid ja paigaldajaid Eestis. YIT Ehitus AS aga peamiselt elamu- ja ärikinnisvara arendusega, ehitusega ja müügiga. YIT Eesti AS on osa Soome ehituskonsernist YIT OYJ. Soome ehituskonsernide „YIT ja Lemminkäinen ühinemisprotsess algas juba 2017. aastal, kui nõukogud teatasid ettevõtete liitmisest.“ (AS YIT ... 2019). Nimetatud

ettevõtete ühinemine löi Eestisse suurettevõtte, mille tegevusvaldkonnad katavad peamise osa ehitusvaldkonna pakutavatest teenustest.

Ettevõtete väärtuste hindamiseks ja analüüsiks kasutatakse järgmisi finantsaruandeid:

- Lemminkäinen Eesti ASi majandusaasta aruanne 2015;
- Lemminkäinen Eesti ASi majandusaasta aruanne 2016;
- Lemminkäinen Eesti ASi majandusaasta aruanne 2017;
- YIT Ehitus ASi majandusaasta aruanne 2015;
- YIT Ehitus ASi majandusaasta aruanne 2016;
- YIT Ehitus ASi majandusaasta aruanne 2017;
- YIT Eesti ASi majandusaasta aruanne 2019 (ühinemisjärgne).

Töös kasutatakse nimetatud ettevõtete eelnimetatud aruandlust. Aruanded pärinevad Registrite ja Infosüsteemide Keskuse e-äriregistrist (leitav www.ariregister.rik.ee) ning Äripäeva infopangast (leitav www.infopank.ee).

2.2. Metoodika

Ühinenud ettevõtete erinevate tegevusalade põhjal võib loodud keha YIT Eesti ASi liigitada horisontaalseks ühinemiseks. Eelmainitud asjaolust lähtudes analüüsitakse ettevõtete finantsnäitajaid sh rentaablusnäitajaid ROA (puhaskasum/keskmised varad), ROE (puhaskasum/keskmine omakapital), käibe puhaskasum (puhaskasum/müügitulu) ja brutokasumi määr (brutokasum/müügitulu), ning maksevõime näitajaid puhas käibekapital (käibevara-lühiajalised kohustused), kohustuste ja omakapitali suhe (pikaajalised kohustused/omakapital), võlakordaja (kohustused/varad) ning lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja (käibevara/lühiajalised kohustused). Näitajate valikul arvestati arvutusteks vajalike andmete kättesaadavust.

Seejärel analüüsitakse ühinemiseelselt ettevõtete kulude struktuuri ning tuuakse välja peamised erinevused võrreldes ühinenud keha kulude struktuuriga. YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi peamised kulud on ettevõtete majandusaruannetes jaotatud järgmistesse gruppidesse:

- müüdüd toodangu (kaupade, teenuste kulu);
- üldhalduskulud;

- tööjõukulud.

Ettevõtete kulude analüüsimiseks arvutatakse iga grupi kulude summa suhe müügitulusse. Nimetatud meetod valiti eelkõige ettevõtete hindamiseks vajalike prognooside koostamise hõlbustamiseks.

Seejärel viiakse läbi ettevõtete väärtuste hindamine.

Esmalt hinnatakse kahe eraldiseisva ettevõtte YIT Ehitus AS ja Lemminkäinen Eesti AS väärtused aastal 2017 (kasutades alusena 2015–2017 aruannete infot) ning ühise keha YIT Eesti AS väärtus peale ühinemist aastal 2019. Ettevõtete väärtuste hindamisel kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit FCFF. Eestis tegutsenud YIT ettevõtete näol on tegemist osaga Soome YIT OYJ kontsernist. Nimetatud asjaolu seab piirangud konkreetsetl Eestis ühinenud ettevõtete ühinemise andmete kättesaadavusele.

Valitud diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutatakse eelkõige vajalike andmete kättesaadavust arvestades. Meetod valiti ka seetõttu, et seda on hea kasutada ühinemiste hindamisel eelkõige sihtettevõtte rahavoogude eeldatavate muutuste hõlpsaks modelleerimiseks ning diskonteeritud rahavoogude hindamise mudeli kohandamine annab võimaluse teha korrekture püstitatud eeldustes ja hinnagutes (Clayman *et al.* 2012).

Ettevõtte väärtuse hindamine on ühinemise protsessis nii analüütikute kui ka aktsionäride jaoks võtmetähtsusega tegevus, mille eesmärk on teha kindlaks pakkumise õiglane ja piisav väärtus. Diskonteeritud rahavoogude meetodi käigus diskonteeritakse ettevõtte eeldatavad tulevased rahavood tänasesse päeva ning selle käigus tuletatakse ettevõtte praegune väärtus. Seejuures on oluline osa ettevõtte vabal rahavool, mis on hindamise kontekstis tegelik raha, mis oleks ettevõtte investoritele kättesaadav pärast kõigi investeeringute tegemist, mis on vajalikud ettevõtte tegevuse jätkamiseks. (Clayman *et al.* 2012)

WACC (ingl *weighted average cost of capital*) ehk kaalutud keskmine kapitali hind on üldtunnustatud standard, mida kasutatakse diskontomäärana ettevõtte prognoositavate vabade rahavoogude leidmiseks. Seda saab käsitleda ka kui alternatiivset kapitali hinda, mida investor loodaks teenida. (Rosenbaum, Pearl 2013)

Käesolevas bakalaureusetöös kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit ühinemiseelselt ettevõtete YIT Ehitus AS ja Lemminkäinen Eesti AS ning ühinemisjärgselt YIT Eesti AS hindamiseks. Selleks leitakse esmalt WACC, kasutades alltoodud valemit (Konkurentsiamet 2016):

$$WACC = k_e \cdot \frac{OK}{VK+OK} + k_d \cdot \frac{VK}{VK+OK} \quad (1)$$

kus

- k_e – omakapitali hind protsentides,
- k_d – võõrkapitali hind protsentides,
- OK – omakapitali osakaal protsentides,
- VK – võõrkapitali osakaal protsentides.

Võõrkapitali hinna leidmiseks kasutatakse järgmist valemit (Konkurentsiamet 2016):

$$k_d = R_f + R_c \quad (2)$$

Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse järgmist valemit (Konkurentsiamet 2016):

$$k_e = R_f + R_c + (\beta \cdot R_m) \quad (3)$$

kus

- k_d – võõrkapitali hind,
- k_e – omakapitali hind,
- R_f – riskivaba tulumäär,
- R_c – riigiriski preemia,
- R_m – tururiski preemia,
- β – beetakordaja.

„Võõrkapitali hind kujuneb riskivaba tulumäära, Eesti riigi riskipreemia ... summana. Riskivaba tulumäär on tulu, millel puudub risk ning mille puhul investor ootab riskivaba tootlust. Riskivaba tulumäär arvutatakse riiklikke võlakirjade tulususe baasil.“ (Konkurentsiamet 2016)

Käesoleva töö WACC arvutuses kasutab autor Konkurentsiameti soovitusel lähtudes Saksamaa üle 10-aastaste võlakirjade viimase viie aasta keskmist tootlust riskivaba tulumäärana, sest Eesti riik ei ole emiteerinud pikaajalisi võlakirju. Riskivaba tulumäära arvutamiseks vajalikud andmed saadakse OECD andmebaasist ning Eesti riigi riskipreemia andmed saadakse Aswath Damodaran'i koostatud Damodaran Online veebilehe andmebaasidest. Tururiski

preemiana kasutatakse samuti Konkurentsiameti juhendi põhjal McKinsey väärtust 5. Omakapitali hinna arvutuses vajalik võimendamata beeta leitakse Damodaran Online andmebaasist ehitussektori andmete põhjal ning arvutatakse autori poolt ümber võimendatud beetakordajaks vastavalt valemile (Konkurentsiamet 2016):

$$\beta_{\text{võimendusega}} = \beta_{\text{võimenduseta}} \cdot (1 + VK/OK) \quad (4)$$

Seejuures arvutatakse ettevõtte oma- ning võõrkapitali osakaalud käesoleva töö autori poolt põhinedes majandusaasta aruannetel.

Järgnevalt prognoosiakse ettevõtte vaba rahavoo arvutamiseks vajalike näitajate suurused tuginedes ajalooliste andmete trendidele. Prognoositavad suurused on hinnangulised lähtudes ehitussektori prognoosidest ning eelnevatel aastatel aset leidnud muutustest protsentuaalselt.

Rahavoogude prognoosimise järel leitakse ettevõtte jätkuväärtus, milles oluline osa on pikaajalisel kasvumääral (g). Nimetatud väärtus tugineb rahandusministeeriumi pika perioodi inflatsiooni prognoosile, milleks on 2% aastas.

Seejärel hinnatakse ettevõtete väärtused eraldiseisvalt ning ühinemisjärgselt. Eraldiseisva väärtuse hindamisel arvutatakse 2018–2020 vaba rahavoog, ühinemisjärgselt 2020–2022 ning sealt edasi kasutatakse eelnevalt nimetatud jätkuväärtust. Prognoosiperioodi pikkus valitakse eelkõige lähtudes ehitussektori muutlikkusest ning soovist hinnata ettevõtte väärtust võimalikult täpselt. Tulemuste põhjal antakse hinnang ettevõtete ühinemise tulemuslikkusele.

3. YIT EHTUS AS JA LEMMINKÄINEN EESTI AS ÜHINEMISE ANALÜÜS

3.1. Ühinemise eelne analüüs

3.1.1. Ettevõtete finantsnäitajate analüüs

Ettevõtete finantsnäitajate analüüsi tulemused on toodud tabelis 2.

Tabel 2. YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi finantsnäitajad aastatel 2015–2017

	YIT Ehitus AS			Lemminkäinen Eesti AS		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Müügitulu (tuhandetes eurodes)	54 749	41 130	47 360	75 172	73 599	85 127
Puhaskasum (tuhandetes eurodes)	4 173	-1 550	3 358	1 195	1 160	2 715
Puhas käibekapital	45 936	44 516	37 984	11 236	13 518	16 352
Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja	5,51	4,03	9,01	2,33	2,23	2,70
ROE %	9,56%	-3,45%	8,23%	7,28%	9,14%	13,57%
ROA %	7,91%	-2,68%	6,58%	4,76%	5,88%	8,92%
Puhasrentaablus %	7,62%	-3,77%	7,09%	1,59%	2,21%	3,19%
Brutokasumi määr %	14,00%	7,23%	15,46%	5,41%	3,45%	6,26%
Võlakordaja	0,19	0,25	0,13	0,34	0,37	0,31
Kohustuste ja omakapitali suhe	0,01	0,01	0,02	0,02	0,003	0,01

Allikas: autori koostatud YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi 2015.–2017. aasta majandusaasta aruannete andmete alusel

YIT Ehitus ASi müügitulu langes kolme aasta jooksul ligi 7 000 tuhande euro võrra aastaks 2017. Müügitulu ja puhaskasumi suuruse põhjal oli kõige kehvem aasta analüüsitaval perioodil 2016, mil ettevõtte puhaskasum oli negatiivne ning müügitulu madalaim. Lemminkäinen Eesti ASi müügitulu oli kolme aasta jooksul oluliselt kasvanud ligi 10 000 tuhande euro võrra aastaks 2017 võrrelduna aastaga 2015, samal perioodil oli ettevõtte olnud kasumlik, sest puhaskasum on püsinud positiivne.

Ettevõtte müügitulu võis olla seotud riigihangetega, kuid see mõjutas valdavalt Lemminkäinen Eesti ASi tulemusi, sest YIT Ehitus AS on osalenud riigihangetel vähem. Küll aga teedehituses tegutseb Lemminkäinen Eesti AS valdavalt riigihangetel. Ettevõtte sõlmis aastatel 2015–2017

riigihankelepinguid keskmiselt väärtuses 253 131 tuhat eurot aastas varieerumisega aastate lõikes. Parim aasta riigihangetel osalemisel oli Lemminkäinen Eesti ASi jaoks 2017, mil sõlmiti lepinguid 308 269 tuhande euro väärtuses. Ettevõtte puhaskasum ja kulud olenevad ettevõttesisesest juhtimislikust küljest ning see võis olla müügitulu kasvamise põhjus aastaks 2017. YIT Ehitus ASi kohta samal perioodil riigihangete registris info puudub.

YIT Ehitus ASi müügitulu muutus võis olla seotud kinnisvara müügimahuga. Tuginedes majandusaasta aruannetes toodud tegevusaruandele, sõlmiti 2015. aastal 186 korteri esmamüügilepingut, 2016. aastal 138 lepingut ning aastal 2017 185 lepingut. Kinnisvara müügimaht vähenes aastal 2016 oluliselt ja see võis olla müügitulu vähenemise põhjuseks.

Mõlema ettevõtte puhaskäibekapital oli positiivse väärtusega ning viitab asjaolule, et ettevõtted olid võimelised tasuma lühiajalisi kohustusi käibevarast. Lühiajaliste kohustuste kattekordaja näitab, et YIT Ehitus AS oli suuteline kohustusi käibevaradest katma, kuid liialt kõrge väärtus, mis varieerus aastate jooksul 4,03 ja 9,01 vahel, viitab asjaolule, et käibevarasid ei kasutatud tõhusalt. YIT Ehitus ASil oli suhteliselt suurel hulgal käibevarasid, millega võrreldes lühiajalisi kohustusi vähesel määral. Seevastu Lemminkäinen Eesti ASi lühiajaliste kohustuste kattekordaja oli stabiilne jäädes vahemikku 2,23–2,70. Sellisel juhul saab järeldada, et ettevõtte finantsseisund oli hea, kuid pisut üle normi, milleks peetakse antud näitaja vahemikku 1,5–2. Lemminkäinen Eesti ASi käibevarad ning lühiajalised kohustused olid heas proportsioonis. Mõlema ettevõtte lühiajaliste kohustuste kattekordaja väärtus viitab, et antud näitajale tuginedes ei olnud ettevõtted makseraskustesse sattumise ohus ning kohustused on olnud sel perioodil väiksemad kui käibevara väärtus.

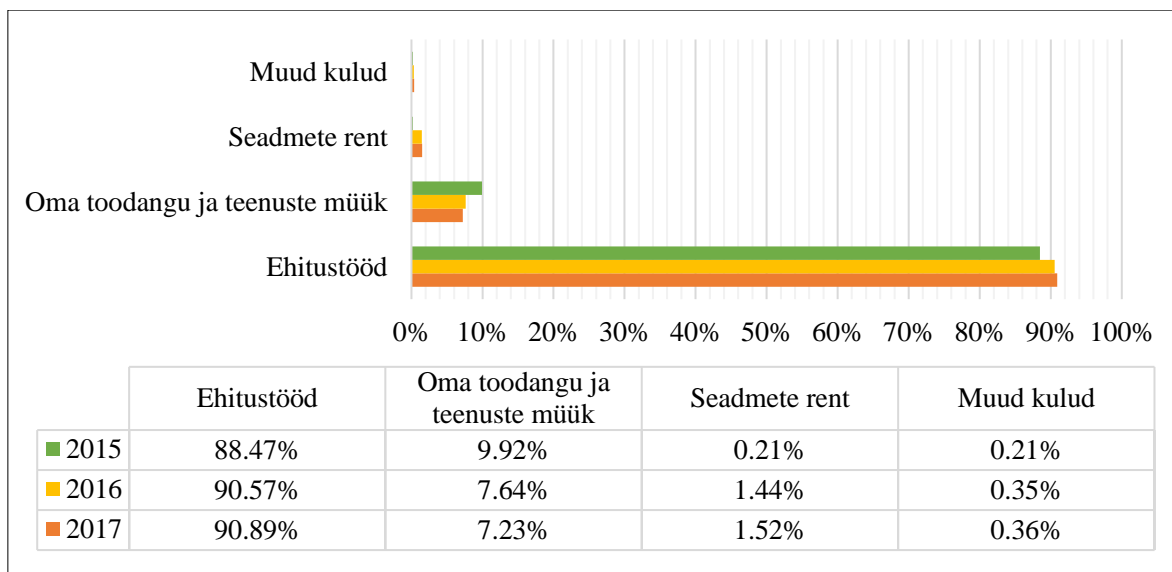
Kuna nii ROA kui ka ROE näitaja on seotud ettevõtte puhaskasumiga, oli YIT Ehitus ASi omakapitali tootlus aastal 2016 negatiivne tingituna negatiivsest puhaskasumist, kuid 2017. aastaks oli ettevõtte tõstnud vastava näitaja väärtuse 8,23 protsendini, mis oli mõnevõrra madalam 2015. aasta näitajast 9,56%. Lemminkäinen Eesti ASi ROE oli aastaks 2017 tõusnud 13,57 protsendini. Ettevõtte oli kolme aasta jooksul omakapitali tootlust järjepidevalt kasvatanud. Asjaolu, et mõlema ettevõtte omakapitali tootlus oli 3 aasta jooksul saavutanud positiivse väärtuse (v.a YIT Ehitus ASi näitaja aastal 2016), viitab puhaskasumi teenimiseks ettevõttesse investeeritud omakapitali efektiivsele kasutamisele. Küll aga mõjutab puhaskasumi väärtuse kõikumine oluliselt omakapitali tootlust.

ROA ehk varade puhasrentaablus käitus sarnaselt eelnevalt käsitletud ROE muutustele. YIT Ehitus ASi ROA oli aastatel 2015–2017 väga kõikuv, olles aastal 2016 ka negatiivse väärtusega. Lemminkäinen Eesti ASi ROA suhtarv oli püsinud positiivne ning jäänud vahemikku 4,76%–8,92%. Aastaks 2017 olid mõlemad ettevõtted saavutanud positiivse näitaja, seejuures Lemminkäinen Eesti ASi perioodi maksimaalse tulemuse 8,92%. Tulemustest selgub, et aastaks 2017 kasutasid mõlemad ettevõtted varasid efektiivselt. Suhtarvu muutuse taga võis olla varade optimaalsem juhtimisstrateegia.

Mõlema ettevõtte rentaabluse näitajad saavutasid aastaks 2017 positiivse tulemuse ning see viitab ettevõtete kasumlikkuse taastumisele.

Võlakordaja väärtus määratleb, kui suure osa koguvaradest moodustab ettevõttes võõrkapital. Arvutustest selgub, et ettevõtted kasutasid varade finantseerimiseks valdavalt omakapitali, sest näitajate väärtus jäi tugevalt alla 0,5. YIT Ehitus AS oli selgelt võtnud suuna tegutseda laenukohustuste vabalt, välja arvatud autoliisingud. Seega oli ka ettevõtte pikaajaliste kohustuste ja omakapitali suhe nullilähedane. Lemminkäinen Eesti ASil oli vaadeldaval perioodil pikaajalisi laenukohustusi, kuid puudusid pikaajalised võlad tarnijatele. Seega oli ka Lemminkäinen Eesti ASi kohustuste ja omakapitali suhe nullilähedane.

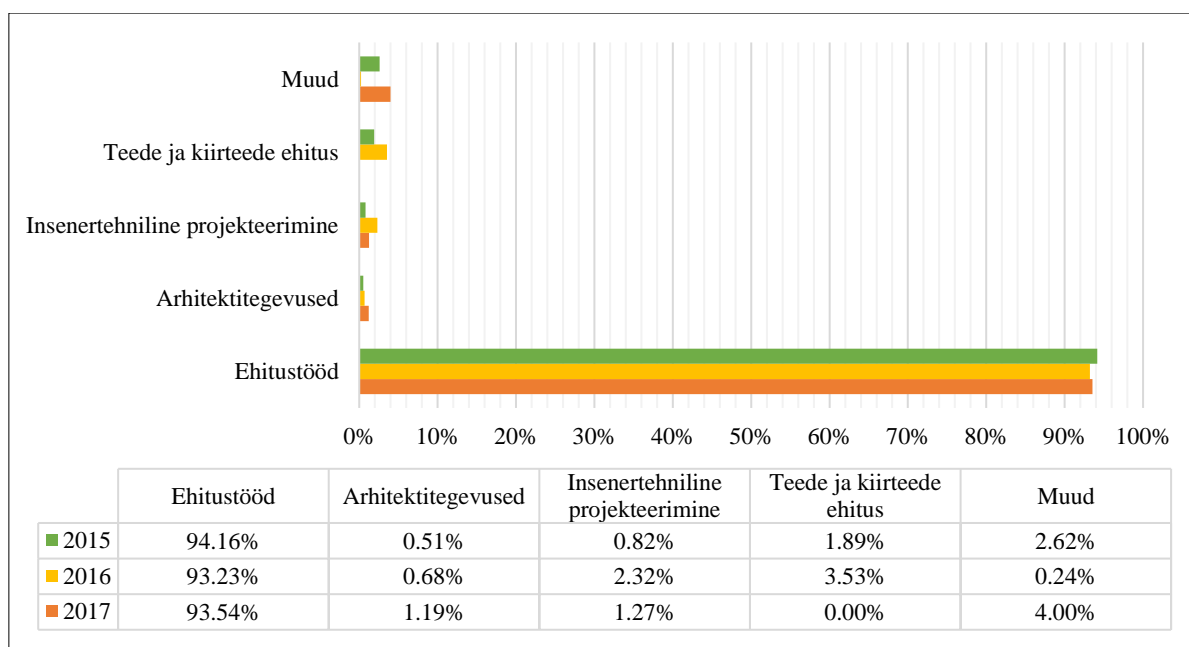
Selleks, et hinnata, kuivõrd mõjutasid müügitulu suurust ettevõtete erinevad tegevusalad, on esitatud Lemminkäinen Eesti ASi müügitulu segmentide lõikes aastatel 2015–2017 joonisel 2. YIT Ehitus ASi samad näitajad on esitatud joonisel 3.



Joonis 2. Lemminkäinen Eesti ASi müügitulu jaotus segmentide lõikes

Allikas: autori koostatud Lemminkäinen Eesti ASi 2015.–2017. aasta majandusaasta aruannete andmete alusel

Lemminkäinen Eesti ASi valdava osa müügitulust moodustasid ehitustööd, mis suurenesid aastal 2016 ning langesid samale tasemele aastaga 2015 aastaks 2017. Teise peamise osa moodustab oma toodangu ja teenuste müük.



Joonis 3. YIT Ehitus ASi müügitulu jaotus segmentide lõikes

Allikas: autori koostatud YIT Ehitus ASi 2015.–2017. aasta majandusaasta aruannete andmete alusel

YIT Ehitus ASi müügitulust enamiku moodustasid ehitustööd, kuid 2016. aastal langes nimetatud segmendi tulu märgatavalt. Aastaks 2017 oli tulu taas tõusnud, kuid mitte 2015. aasta tasemele. Muud tegevused moodustavad ettevõtte müügitulust väiksema osa.

Kokkuvõtlikult olid mõlema ettevõtte finantsnäitajad head ning varieerusid mõningal määral tegevusalade ning kulude struktuuri erinevuste tõttu. Aasta 2016 oli YIT Ehitus ASi jaoks vaadeldava perioodi kõige kehvem aasta, mida võib järelda ka kinnisvara müügi- ja olulisest langusest. Lemminkäinen Eesti ASi finantsnäitajad varieerusid, kuid siiski saab öelda, et ettevõtte finantsseis oli aastatel 2015–2017 stabiilne ning ettevõtte kasumlik.

3.1.2. Kulude struktuuri analüüs

YIT Ehitus ASi kulud on toodud tabelis 3 ning Lemminkäinen Eesti ASi kulud tabelis 4.

Tabel 3. YIT Ehitus ASi kulude struktuur

	YIT Ehitus AS					
	2015		2016		2017	
	Summa (tuh eur)	Suhe müügi- tulusse	Summa (tuh eur)	Suhe müügi- tulusse	Summa (tuh eur)	Suhe müügi- tulusse
Müüdüd toodangu kulu	47 086	86,0%	38 378	93,3%	40 040	84,5%
Üldhalduskulud	3 478	6,4%	4 248	10,3%	3 916	8,3%
Tööjõukulud	3 515	6,4%	3 703	9,0%	3 570	7,5%

Allikas: autori koostatud YIT Ehitus ASi 2015.–2017. aasta majandusaasta aruannete andmete alusel

YIT Ehitus ASi müüdüd toodangu kulu suhe müügitulusse oli 3 aasta jooksul varieeruv. Perioodi esimesel ja viimasel aastal on nimetatud kulude osakaal müügitulust olnud 86% ja 84,5%. 2016. aastal oli näitaja kõrgeim 93,3%. See oli tingitud YIT Ehitus ASi jaoks vaatlusperioodil madalaima müügitulu suurusega 38 378 tuhat eurot nimetatud aastal. Aastaks 2017 on ettevõtte kasvatanud müügitulu, kuid kulude suurusjärk püsis sarnane eelneva aastaga. Seega oli ettevõtte nimetatud kulude osakaalu müügitulust vähendanud.

Muutus võis olla tingitud ettevõtte tegevuse tsüklilisusest. YIT Ehitus AS tegeleb nii hoonete arendusega, ehitusega kui ka müügi- ja olulisest. Kui tekib olukord, et ühel aastal on töös palju pooleliolevaid projekte, mis valmivad järgneva aastaks, saab ettevõtte müügi- ja olulisest müüdüdavaid elu- või äripindasid realiseerida just järgneval aastal.

YIT Ehitus ASi kulude täpsem jaotumine gruppidesse on toodud lisa 1. Müüdnud toodangu kulud jagunevad kaheks: alltöövõtutöödeks (22 896–30 244 tuhat eurot) ning oma jõududega teostatud töödeks (10 210–17 144 tuhat eurot). Kulude suurusjärk viitab, et ettevõtte ostis valdavalt sisse alltöövõtjate teenust.

Samuti olid üldhalduskulude ning tööjõukulude osakaal müügitulust ettevõtte jaoks vaadeldaval perioodil varieeruvad. Nimetatud kulude osakaal müügitulust oli madalaim aastal 2015 ning kõrgeim aastal 2016. Aastaks 2017 oli ettevõtte kulude osakaalu langetanud, kuid mitte 2015. aasta tasemele. YIT Ehitus ASi üldhalduskulude suurim osa oli tööjõukuludel ning IT-kuludel. Tööjõukulude suhe ettevõtte müügitulusse oli aastaks 2017 jõudnud 7,5%-ni. Ettevõttes töötas keskmiselt 94 töötajat aastatel 2015–2016 ning 2017. aastal 79 töötajat. Keskmine tööjõukulu töötaja kohta oli viimasel aastal 45,2 tuhat eurot, mis oli suurenenud võrreldes varasema keskmise 38,4 tuhande euroga. See viitab ettevõtte tööjõukulude suurenemisele ning töötajate palgatõusule.

Kulude struktuuris on märgata asjaolu, et erinevate kulude suhe müügitulusse oli ettevõttes YIT Ehitus ASi 3 aastase perioodi jooksul kõrgeim aastal 2016. Samuti oli müügitulu nimetatud aastal madalaim. 2016. aastal üldhalduskulusid ja tööjõukulusid ei vähendatud. Müüdnud toodangu kulu vähenes, kuid mitte samas proportsioonis müügituluga, mis viitab kulude osakaalu olulisele tõusule müügitulu suhtes.

Tabel 4. Lemminkäinen Eesti ASi kulude struktuur

	Lemminkäinen Eesti AS					
	2015		2016		2017	
	Summa (tuh eur)	Suhe müügi- tulusse	Summa (tuh eur)	Suhe müügi- tulusse	Summa (tuh eur)	Suhe müügi- tulusse
Müüdnud toodangu kulu	71 107	94,6%	71 061	96,6%	79 802	93,7%
Üldhalduskulud	3 295	4,4%	3 084	4,2%	3 203	3,8%
Tööjõukulud	7 148	9,5%	7 166	9,7%	7 817	9,2%

Allikas: autori koostatud Lemminkäinen Eesti ASi 2015.–2017. aasta majandusaasta aruannete andmete alusel

Lemminkäinen Eesti ASi müüdnud toodangu kulu suhe müügitulusse oli perioodil stabiilselt üsna kõrge – keskmiselt 95%. See võib olla samuti seotud nimetatud grupi kulude jagunemisega erinevateks suurteks kuluallikateks, millest peamised on tööjõud, alltöövõtutööd, muud teenused ning tooraine ja materjal. Lemminkäinen Eesti ASi kulude täpsem jaotumine gruppidesse on

toodud lisas 2. Müüdnud toodangu kulude suurusjärg ettevõttes oli eeldatavasti seotud Lemminkäinen Eesti ASi tegevusalaga ning tööde iseloomuga. Ettevõttes oli nimetatud perioodil keskmiselt 327 töötajat ning alltöövõtutööde (14 953–18 859 tuhat eurot) ja tööjõukulude (8 083–8 823 tuhat eurot) kulude suurusjärgu põhjal võib eeldada, et suure osa töödest teostasid ettevõtte palgalised töötajad.

Ettevõtte üldhalduskulude osakaal müügitulust oli stabiilne varieerudes vaid 3,8% ja 4,4% vahel. Üldhalduskulude suurimad kulud ettevõttel Lemminkäinen Eesti AS olid mitmesugused bürookulud (1 097–1 407 tuhat eurot). Need võisid olla seotud ettevõtte töötajate arvuga – mida rohkem oli ettevõttes töötajaid, seda rohkem kulus ka büroo korrashoiu peale ressursi. Samuti asfalditehastele.

Müüdnud toodangu kulude kõrgest suhtest müügitulusse saab järeldada, et teedehitusel oli suurem roll materjalikuludel, mis on infrastruktuuri töodel üks olulisimaid osi. Samuti võib üldhalduskulude stabiilsust põhjendada ettevõtte tegevusvaldkonnaga, milleks on ka asfalditootmine mitmes tehases üle Eesti. Ettevõtte tegeles lisaks endale tootmisega ka materjali müügiga ning see tagab püsiva tootmise ka siis, kui ettevõttel endal on töös tavapärasest vähem projekte.

Tööjõukulud olid ettevõttes stabiilsed püsides 9,2% ja 9,7% vahel müügitulust. Lemminkäinen Eesti ASi töötajate arv aastatel 2015–2017 oli keskmiselt 327 inimest samal ajal kui YIT Ehitus ASi töötajate arv oli keskmiselt 89 töötajat. Töötajate arvu suur erinevus põhjendab tööjõukulude kõrgemat osakaalu ettevõtte müügitulust.

Palgakulusid analüüsid selgus, et mõlemas ettevõttes oli palgakulude ja töötajate arvu suhe aastate jooksul suurenenud. Lemminkäinen Eesti ASi palgakulu töötaja kohta oli perioodil keskmiselt 22,6 tuhat eurot ja YIT Ehitus ASi sama näitaja 40,7 tuhat eurot. Seega oli keskmine palk kõrgem ettevõttes YIT Ehitus AS. Tulemust võib põhjendada töötajate arvu ning töötajate tööülesannete iseloomu erinevusega.

Peamine erisus YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi vahel oli alltöövõtu kulude suuruses ning müüdnud toodangu kulu suhtes müügitulusse, millest saab järeldada, et YIT Ehitus AS kasutab peamiselt alltöövõttu ning Lemminkäinen Eesti AS toodab materjali ning teostab valdavalt ettevõtte töötajate abil.

Käesolevas alapunktis selgus, et ettevõtete iseloom ning kulude kajastamine on mõneti väga erinev. Seda asjaolu kinnitab töötajate arvu suur erinevus. Samuti võib ettevõtete kulude struktuuri põhjal näha, et Lemminkäinen Eesti ASi müüdüd toodangu kulu osakaal müügitulust on oluliselt kõrgem YIT Ehitus ASi näitajast. Müüdüd toodangu kulude grupi peamise kuluallika alltöövõtu kaasamine ettevõtete kuludes kajastab ettevõtete tegutsemise eripärasid.

3.1.3. Lemminkäinen Eesti AS ettevõtte väärtus 2017. aastal

Lemminkäinen Eesti AS ettevõtte väärtust hinnatakse tagasivaates aastale 2017. See võimaldab tugineda prognooside koostamisel 2018. aastal avaldatud Eesti ehitussektori arengustsenaariumitele. See dokument jagab stsenaariumid kolmeks (Kask *et al.* 2018):

- Optimistlik, mille kohaselt jõuab Eesti ehitussektor 2030. aastaks Euroopa Liidu keskmisele tootlikkuse tasemele. Ehitussektori kasv peaks olema 7% aastas.
- Tasakaalukas, mille kohaselt jõuab Eesti ehitussektor 2030. aastaks Euroopa Liidu keskmisele tootlikkuse tasemele lähemal. Ehitussektori kasv peaks olema 4% aastas.
- Pessimistlik, mille kohaselt jääb Eesti ehitussektor 2030. aastaks Euroopa Liidu keskmise tootlikkuse taseme suhtes samale tasemele või kaugeneb sellest. Ehitussektori kasv peaks olema 2% aastas.

Prognooside koostamisel lähtuti ettevõtte muutustest aastal 2015–2017 ja ehitussektori tasakaalukast stsenaariumist ning hinnati müügitulu aastaseks kasvuks 4%. Kulude struktuuri analüüsi järel eedati, et ettevõtte müüdüd toodangu kulu pidanuks jääma stabiilselt eelnevate aastate keskmise 95% juurde ning muud kulud moodustama müügitulust 2,68%. Ettevõtte võinuks teha stabiilselt investeeringuid põhivarasse keskmiselt suurusjärgus 0,8% müügitulust. Käibekapitali suurus jäänuks protsentuaalselt 18% juurde müügitulust. Nimetatud väärtustele tuginedes koostati vabade rahavoogude prognoos aastateks 2018–2020. Vabu rahavooge diskonteeriti ettevõtte kaalutud keskmise kapitali hinnaga. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatud diskontomäära andmed on toodud tabelis 5.

Tabel 5. Lemminkäinen Eesti AS kaalutud keskmise kapitali hinna arvutus

Nimetus	Lühend	Väärtus	Allikas
Riskivaba tulumäär	R_f	0,73	OECD, Long-term... (2021)
Eesti riigiriski preemia	R_c	0,81	Damodaran Online, <i>Estimating Country...</i> (2017)
Võlakapitali hind	k_d	1,55	autori arvutus
Tururiski preemia (McKinsey)	R_m	5,00	Konkurentsiamet (2016)
Beeta võimenduseta	B_a	0,99	Damodaran Online, <i>Beta, Unlevered...</i> (2017)
Beeta võimendusega	B_c	1,45	autori arvutus
Omakapitali hind	k_e	8,78	autori arvutus
Võlakapitali osakaal	W_d	0,31	autori arvutus
Omakapitali osakaal	W_e	0,69	autori arvutus
WACC %	–	6,51	autori arvutus

Allikas: autori koostatud

Eeltoodud andmetele tuginedes hinnati Lemminkäinen Eesti AS kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks 2017. aastal 6,51%. Nimetatud väärtust kasutati ettevõtte prognoositavate vabade rahavoogude diskontomäärana. Ettevõtte prognoositavad vabad ning diskonteeritud rahavood on toodud tabelis 6.

Tabel 6. Lemminkäinen Eesti ASi väärtuse hindamisel kasutatud rahavood (tuhandetes eurodes)

	2018	2019	2020	Jätkuväärtus
EBITDA	3 316	3 448	3 586	–
Investeeringud	-678	-705	-733	–
Muutused netokäibevaras	-852	620	645	–
Tulumaks (Eesti maksumäär 20%)	-413	-429	-446	–
Ettevõtte vaba rahavoog	3 077	1 694	1 762	39 820
Diskonteeritud vaba rahavoog	2 889	1 493	1 458	1 207

Allikas: autori koostatud

Ülaltoodud andmetele tuginedes arvutati ettevõtte äritegevuse väärtuseks 2017. aastal 7,047 miljonit eurot. Omakapitali väärtuse arvutamiseks eemaldati äritegevuse väärtusest ettevõtte laenude jääk ning liideti saadud väärtusele raha jääk bilansis. Ettevõtte omakapitali väärtuseks hinnati 7,904 miljonit eurot.

3.1.4. YIT Ehitus AS ettevõtte väärtus 2017. aastal

Lähtudes ettevõtte ajaloolistest muutustest aastal 2015–2017 ning ehitussektori prognoosist, eeldas autor, et ettevõtte müügitulu kasv pidanuks jääma 4% lähedale aastas. Kulude struktuuri

analüüsi järel eedati, et ettevõtte müüdnud toodangu kulu pidanuks jääma stabiilselt eelnevate aastate keskmise 85% juurde ning muud kulud moodustama müügitulust 6,40%. Ettevõtte on teinud investeeringuid põhivarasse vähesel määral keskmiselt suurusjärgus 0,01% müügitulust. Käibekapitali suurus jääb protsentuaalselt 82% juurde müügitulust. Nimetatud väärtustele tuginedes koostati vabade rahavoogude prognoos aastateks 2018–2020. Vabu rahavooge diskonteeriti ettevõtte kaalutud keskmise kapitali hinnaga. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatud diskontomäära andmed on toodud tabelis 7.

Tabel 7. YIT Ehitus ASi kaalutud keskmise kapitali hinna arvutus

Nimetus	Lühend	Väärtus	Allikas
Riskivaba tulumäär	R_f	0,73	OECD, Long-Term... (2021)
Eesti riigiriski preemia	R_c	0,81	Damodaran Online, <i>Estimating Country...</i> (2017)
Võlakapitali hind	k_d	1,55	autori arvutus
Tururiski preemia (McKinsey)	R_m	5,00	Konkurentsiamet (2016)
Beeta võimenduseta	B_a	0,98	Damodaran Online, <i>Beta, Unlevered...</i> (2017)
Beeta võimendusega	B_c	1,12	autori arvutus
Omakapitali hind	k_e	7,15	autori arvutus
Võlakapitali osakaal	W_d	0,13	autori arvutus
Omakapitali osakaal	W_e	0,87	autori arvutus
WACC %	–	6,45	autori arvutus

Allikas: autori koostatud

Eeltoodud andmetele tuginedes hinnati YIT Ehitus ASi kaalutud keskmiseks kapitali hinnaks 2017. aastal 6,45%. Nimetatud väärtust kasutati ettevõtte prognoositavate vabade rahavoogude diskontomäärana. Ettevõtte prognoositavad vabad ning diskonteeritud rahavood on toodud tabelis 8.

Tabel 8. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatud rahavood

	2018	2019	2020	Jätkuväärtus
EBITDA	3 164	3 291	3 422	–
Investeeringud	-4	-4	-4	–
Muutused netokäibevaras	2 431	1 671	1 681	–
Tulumaks (Eesti maksumäär 20%)	-622	-647	-673	–
Ettevõtte vaba rahavoog (tuh eur)	108	1 023	1 064	24 391
Diskonteeritud vaba rahavoog (tuh eur)	101	903	882	731

Allikas: autori koostatud

Ülal toodud andmetele tuginedes arutati ettevõtte äritegevuse väärtuseks 2017. aastal 2,618 miljonit eurot, mis on võrdne omakapitali väärtusega, sest ettevõttel puudus 2017. aastal bilansis raha ning laenude jääk.

3.2. Ühinemise järgne analüüs

3.2.1. YIT Eesti ASi 2019. a finantsnäitajate analüüs

YIT Eesti ASi 2019. aasta majandusaasta aruandes ettevõtte juhatuse esimehe poolt avaldatud tegevusaruandes on mainitud ühinenud ettevõtete finantsmõõdikute märgatav kasv ühinemisjärgselt ning ettevõtte käibe kasv üle 100 miljoni euro piiri. Ühinemisjärgsed finantsnäitajad on toodud tabelis 9.

Tabel 9. YIT Eesti ASi finantsnäitajad ühinemisjärgsel aastal 2019

	YIT Eesti AS 2019
Müügitulu (tuhandetes eurodes)	112 455
Puhaskasum (tuhandetes eurodes)	-1 130
Puhas käibekapital	53 753
Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja	4,28
ROE %	-1,89%
ROA %	-1,46%
Puhasrentaablus %	-1,00%
Brutokasumi määr %	5,64%
Võlakordaja	0,23
Kohustuste ja omakapitali suhe	0,02

Allikas: autori koostatud YIT Eesti AS 2019. aasta majandusaasta aruande andmete alusel

YIT Eesti ASi müügitulu oli ühinemisjärgselt tõusnud võrreldes eelnevalt eraldiseisvate ettevõtetenä tegutsedes suurusjärguni 112 455 tuhat eurot. Seejuures oli ettevõtte puhaskasum negatiivne, mis on eelnevalt teoorias käsitletule tugineses esimesel ühinemisjärgsel aastal väga tõenäoline. Müügitulu suurenemine võis olla seotud kinnisvara müügi poolest eduka aastaga, mil sõlmiti 270 korteri müügilepingut. Eelnevalt vaadeldud perioodil ei olnud müüdnud korterite arv nii kõrge. Infrastruktuuri ehituse maht kahanes 2019. aasta majandusaasta aruande tegevusaruande põhjal juba teist aastat järjest. Avalike andmete põhjal sõlmiti lepinguid teedehitusel riigihankeid 2019. aastal YIT Eesti ASiga 295 723 tuhande euro väärtuses, kuid suures osas oli ka suuri projekte, mille lõpptähtaeg olnud 2019. aastal. Üha suurenev konkurents riigihangetel mõjutab YIT Eesti ASi tulemuslikkust ning avaldab mõju ka tulevikus.

Ühinemisjärgselt oli ettevõtte puhas käibekapitali väärtus positiivne, mis viitab asjaolule, et ettevõtte oli võimeline tasuma lühiajalisi kohustusi käibevarast. Lühiajaliste kohustuste kattekordaja tulemus kinnitab eelmainitud, kuid ühinemisjärgselt kõrge väärtus 4,28 korda viitab, et ettevõtte pigem ei kasuta käibevarasid tõhusalt. Ettevõtte lühiajaliste kohustuste kattekordaja väärtuse põhjal saab järeldada, et ettevõttel ei olnud ohtu makseraskustega ning kohustused olid sel perioodil väiksemad kui käibevara väärtus.

YIT Eesti ASi omakapitali tootlus aastal 2019 oli negatiivse väärtusega -1,89% tingituna negatiivsest puhaskasumist. Negatiivne ROE väärtus viitas puhaskasumi teenimiseks ettevõttesse investeeritud omakapitali ebaefektiivsele kasutamisele. YIT Eesti ASi ROA suhtarv on aastal 2019 samuti negatiivse väärtusega -1,46%. Tulemustest selgub, et ühinemisjärgsel aastal oli ettevõtte varade kasutamise efektiivsus pigem kehv. YIT Eesti ASi ROA ja ROE langes üsna madalale tasemele võrreldes näitajatega enne ühinemist seoses puhaskahjumiga. Tulevikus peaks eesmärk olema ROE ja ROA näitaja suurendamine, sealhulgas puhaskasumi säilitamine positiivsena.

Rentaabluse näitajateks on valitud puharentaablus ning brutokasumi määr. Ettevõtte puharentaablus oli negatiivse väärtusega -1%. Sellest võib järeldada, et ettevõttes kontrolliti kulusid ebaefektiivselt, kuid näitaja oli suhteliselt vähesel määral negatiivne. YIT Eesti ASi brutokasumi määr oli 5,64%, mis näitab, et ettevõttel oli võimekus katta püsikulusid.

YIT Eesti ASi võlakordaja aastal 2019 oli 0,23 ning see viitab, et ettevõtte kasutas varade finantseerimiseks valdavalt omakapitali. Kohustuste ja omakapitali suhte leidmisel kasutati kogukohustuste asemel pikaajalisi kohustusi. Tulemustest selgub, et väärtus oli 0,02, mis viitab, et ettevõttel oli suhteliselt vähe pikaajalisi kohustusi ning omakapitali väärtus oli oluliselt kõrgem. Varasemalt puudusid YIT Ehitus ASil pikaajalised kohustused laenudena, kuid ühinemisjärgselt on tulnud üle Lemminkäinen Eesti ASi kohustused.

Selleks, et hinnata, kui võrd mõjutasid müügitulu suurust eelnevalt eraldiseisvatena tegutsenud ettevõtete tegevusalad, on esitatud YIT Eesti ASi müügitulu osakaalud segmentide lõikes tabelis 10.

Tabel 10. YIT Eesti ASi müügitulu osakaalud segmentide lõikes ühinemiseelselt aastal 2018 ja ühinemisjärgselt aastal 2019

Tegevusala	YIT Ehitus AS 2018. a		Lemminkäinen Eesti AS 2018. a		Ühinemisjärgne YIT Eesti AS 2019. a	
	Müügitulu (tuh eur)	%	Müügitulu (tuh eur)	%	Müügitulu (tuh eur)	%
Teede ja kiirteede ehitus	–	–	64 618	83,54%	67 065	59,64%
Elamute ja mitteeluhoonete ehitus	18 097	91,37%	–	–	34 348	30,54%
Omatoodangu ja teenuste müük	–	–	10 655	13,77%	11042	9,82%
Mehhanismide ja seadmete rent	–	–	1 590	2,06%	–	–
Insenertehniline projekteerimine	543	2,74%	–	–	–	–
Arhitektitegevused	192	0,97%	–	–	–	–
Tegevusalade lõikes jaotamata tulu	975	4,92%	489	0,63%	–	–
Kokku	19 807	–	77 352	–	112 455	–

Allikas: autori koostatud YIT Eesti ASi 2019. aasta majandusaasta aruande andmete alusel

Müügitulu jaotumisest tegevusalade lõikes selgub, et teede ja kiirteede ehitusega seotud müügitulu moodustab üle poole (59,64%) kogu ettevõtte müügitulust. Tegemist on YIT Ehitus ASile lisandunud tegevusalaga, sest nimetatud ettevõtte ei tegelenud varasemalt peamiselt teedeehitusega. Kokkuvõtlikult moodustab ühinemisjärgselt Lemminkäinen Eesti ASi tegevusaladelt teenitud müügitulu 69,46% kogu ettevõtte müügitulust. YIT Ehitus ASi tegevusala elamute ja mitteeluhoonete ehitus moodustab ühinemisjärgselt 30,54% YIT Eesti ASi müügitulust aastal 2019. Võrdlemiseks on tabelis 10 toodud ka varasemate ühinemiseelsete ettevõtete müügitulu jaotus.

Üldistatult saab väita, et ettevõtte finantsnäitajad olid paranenud, kuid tuleviku suunitlus YIT Eesti ASi jaoks võiks olla tegevuse efektiivsemaks muutmine ning finantsnäitajate parandamine. Ettevõtete ühinemine on toonud YIT Eesti ASi müügitulu olulise suurenemise, mis varasemalt ei ole olnud vaadeldaval perioodil 2015–2017 sellises suurusjärgus.

3.2.2. Kulude struktuuri analüüs ühinemisjärgselt

Ühinemise järgselt on ettevõtete kulude jaotumine liidetud ühtseks struktuuriks. Peamised kulud jagunevad endiselt kolmeks: müüdüd toodangu kulu, üldhalduskulud ning tööjõukulud, mille täpsem jaotus on toodud lisa 3. Gruppide summaarsed kulud ning nende suhe müügitulusse on toodud tabelis 11.

Tabel 11. YIT Eesti AS kulude struktuur ühinemise järgselt

	YIT Eesti AS	
	2019	
	Summa (tuhandetes eurodes)	Suhe müügitulusse
Müüdüd toodangu kulu	103 554	92,1%
Üldhalduskulud	10 783	9,6%
Tööjõukulud	15 142	13,5%

Allikas: autori koostatud YIT Eesti ASi 2019. aasta majandusaasta aruande andmete alusel

YIT Eesti ASi kulude suhtes müügitulusse olulisi muudatusi võrreldes varasemaga pigem polnud. Arvestades müügitulu olulist suurenemist, saab väita, et ka kulud olid suhteliselt samas proportsioonis suurenenud. Kulude suurenemine võis olla tingitud esimesel ühinemisjärgsel aastal vajalikest ühtlustusprotsessidest ning võidetud hangetest seoses ettevõtte tegevusala laienemisega.

Müüdüd toodangu kulu grupis olid peamised kuluallikad: tooraine ja materjal (suurusjärgus 37 120 tuhat eurot), alltöövõtutööd (suurusjärgus 39 975 tuhat eurot) ning tööjõukulud (11 024 tuhat eurot). Kuna eelnevatel aastatel olid YIT Ehitus ASil tooraine ja materjali kulud puudunud, suurenesid need Lemminkäinen Eesti ASi varasemate kuludega võrreldes ligi 10 000 tuhande euro võrra. Suurim kuluallikas oli endiselt alltöövõtutööd, mis jagunes mõlema segmendi vahel.

Üldhalduskulude suhe müügitulusse oli 9,6% ja suurimad kuluallikad olid tööjõukulud ning rendikulud, mis enne ühinemist Lemminkäinen Eesti ASil puudusid. Märgatavalt vähenesid mitmesugused bürookulud Lemminkäinen Eesti ASi ning suurenesid YIT Ehitus ASi varasemate näitajatega võrreldes. Üldhalduskulude suhe müügitulusse tõusis varasema YIT Ehitus ASi tasemele ning suurenes oluliselt võrreldes Lemminkäinen Eesti ASi näitajaga.

Tööjõukulud suurenesid samuti. Ühinemisjärgselt aastal 2019 oli YIT Eesti ASi töötajate arv 387. Palgakulu töötaja kohta oli keskmiselt 29,3 tuhat eurot. See vähenes oluliselt YIT Ehitus ASi ning

suures Lemminkäinen Eesti ASi varasemate näitajatega võrreldes. Tulemust saab põhjendada suure töötajate arvuga, kellel olid erinevad tööülesanded ning makstav töötasu suurus.

Üldiselt võis kulude suurenemise põhjuseks olla ühise ettevõtte strateegia loomine ning ühendatava ettevõtte töötajate sisseelamisprotsessi kiirendamine. Näiteks saab välja tuua autokulude suurenemise (ühinemiseelsete ettevõtete keskmine 151 tuhat eurot, YIT Eesti AS 2019 kulud 330 tuhat eurot), mis võis olla suurenenud seetõttu, et ühendatava ettevõtte strateegia oli erinev ühendatava ettevõtte omast ning uues ettevõttes võimaldati töötajatele tööauto.

Ettevõtte kulude struktuuris olulisi muutusi pigem ei esinenud, sest ühinemisjärgselt ettevõtte tegevuse ühtlustamise tõttu oli mõistetav teatud kulude erinevus tavapärasest. Siiski on ootamatu, et kogukulude suhe müügitulusse oli suurenenud.

3.2.3. YIT Eesti AS ettevõtte väärtus ühinemise järgselt

YIT Eesti ASi väärtuse hindamisel kasutati prognooside tegemiseks 2019. aasta majandusaasta aruannet. Leiti kaalutud keskmine kapitali hind, analüüsiti ettevõtte kulude struktuuri, näitajate ajaloolist muutumist ning Eesti ehitussektori prognoose, leiti vastavad väärtused, mille põhjal koostati prognoos tulevikuks samuti lähimaks kolmeks aastaks.

Lähtudes Eesti ehitussektori prognoosi tasakaalukast stsenaariumist, eeldati, et ettevõtte müügitulu kasv peaks olema 4% aastas. Kulude struktuuri analüüsi järel eeldatakse, et ettevõtte müüditoodangu kulu jääb 91% juurde lähtudes varasematest andmetest. Muud kulud moodustavad prognoosi kohaselt müügitulust 6,34%. Seoses ühinemisjärgse ettevõtte muutunud tegevusvaldkonnaga, eeldatakse, et investeeringuid tehakse 0,7% müügitulust. Käibekapitali suurus jääb protsentuaalselt 48% juurde müügitulust. Nimetatud väärtustele tuginedes koostati vabade rahavoogude prognoos aastateks 2020–2022. Vabu rahavooge diskonteeriti ettevõtte WACCiga. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatud diskontomäära andmed on toodud tabelis 12.

Tabel 12. YIT Eesti AS kaalutud keskmise kapitali hinna arvutus ühinemisjärgselt

Nimetus	Lühend	Väärtus	Allikas
Riskivaba tulumäär	R_f	0,21	OECD, Long-Term... (2021)
Eesti riigiriski preemia	R_c	0,64	Damodaran Online, <i>Estimating Country...</i> (2019)
Võlakapitali hind	k_d	0,85	autori arvutus
Tururiski preemia (McKinsey)	R_m	5,00	Konkurentsiamet (2016)
Beeta võimenduseta	B_a	0,98	Damodaran Online, <i>Beta, Unlevered...</i> (2019)
Beeta võimendusega	B_c	1,27	autori arvutus
Omakapitali hind	k_e	7,18	autori arvutus
Võlakapitali osakaal	W_d	0,23	autori arvutus
Omakapitali osakaal	W_e	0,77	autori arvutus
WACC %	–	5,75	autori arvutus

Allikas: autori koostatud

Ettevõtte finantsnäitajate prognoosimisel lähtus autor ettevõtte seisukohtadest, ehitussektori prognoosidest ning käesoleva töö teooriaosas käsitletud uuringule, et ettevõtte ei pruugi olla ühinemisjärgselt kohe suuteline üldjuhul oma finantsnäitajaid oluliselt kasvatama. Ettevõtte prognoositavad vabad ning diskonteeritud rahavood on toodud tabelis 13.

Tabel 13. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatud rahavood

	2020	2021	2022	Jätkuväärtus
EBITDA	4 482	4 661	4 848	–
Investeeringud	-767	-798	-830	–
Muutused netokäibevaras	0	2 150	2 236	–
Tulumaks (Eesti maksumäär 20%)	-652	-678	-705	–
Ettevõtte vaba rahavoog (tuh eur)	3 063	1 035	1 076	29 278
Diskonteeritud vaba rahavoog (tuh eur)	2 896	926	910	770

Allikas: autori koostatud

YIT Eesti AS ettevõtte väärtuseks ühinemisjärgselt aastal 2019 hinnati diskonteeritud rahavoogude meetodil 5,502 miljonit eurot. Ettevõttel oli nimetatud aastal laenude jääk suurusjärgus 839 tuhat eurot, millest lähtudes arvutati YIT Eesti ASi 2019. aasta omakapitali hinnaks 4,663 miljonit eurot.

3.3. Järeldused

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk oli hinnata YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemise tulemuslikkust. Ettevõtete väärtuste hindamise tulemused on toodud tabelis 14.

Tabel 14. Ettevõtete väärtuste hindamise tulemused

	Äritegevuse väärtus	Omakapitali väärtus
YIT Ehitus AS (tuh eur)	2 618	2 618
Lemminkäinen Eesti AS (tuh eur)	7 047	7 904
YIT Eesti AS (tuh eur)	5 502	4 663
Sünergia (tuh eur)	-4 163	-5 859

Allikas: autori koostatud

Ettevõtete väärtuste hindamise järel selgus, et ühinemisest saadav sünergia oli negatiivse väärtusega. Selle põhjal saab järeldada, et ühinemine pigem ei olnud tulemuslik. Küll aga säilib diskonteeritud rahavoogude meetodil ettevõtte hindamisel risk, et tulemus võib olla rohkem subjektiivne, põhineda eeldustel ning erineda tehingus osalenud osapoolte reaalsetest kalkulatsioonidest. Kuna eeldused olid seatud autori poolt avalike andmete alusel, võisid need oluliselt erineda osapoolte poolt eeldatust. Samuti peab arvestama asjaoluga, et ettevõttel on ühinemisyrgselt suur potentsiaal areneda ning tulevikus võib ettevõtte väärtus olulisel määral kasvada sõltumata käesolevas bakalaureusetöös läbiviidud prognoosidest.

Käesoleva bakalaureusetöö valmimise ajal on aga YIT Eesti ASi tegevusvaldkonnas toimunud oluline muudatus, mis annab kinnituse ka uurimuses saadud tulemusele, et YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemine ei toonud koheselt kaasa sünergia. YIT Eesti ASi kodulehel toodud pressiteates teavitatakse 01.04.2021 seisuga, et AS YIT Eesti jagunes eraldumise teel. „Alates 01.04.2021 tegutseb OÜ YIT Teed, mis tegeleb asfaltbetooni tootmise, laotamise, freesimise ja stabiliseerimisega, arendustegevusega (labor), mäetöödega (karjäärid ja täitematerjalide tootmine), markeerimistöodega, liiklusmärkide tootmise, paigaldamise ja ajutise liikluskorraldusega ning lõhketöödega.“ (Muudatused ... 2021)

Seega viidi läbi YIT Eesti ASi tegevusvaldkonnas oluline struktuurimuudatus. Ettevõtte loobus tervikuna katendite valdkonnast. Nimetatud valdkond alustas 01.04.2021 tegevust YIT Eesti ASi tütarettevõttena YIT Teed OÜ. Katendite valdkond aga liideti YIT Ehitus ASile Lemminkäinen Eesti ASiga ühinemise teel 2019. aastal, mida on käesolevas bakalaureusetöös käsitletud.

28. aprillil aastal 2021 teavitas ettevõtte KMG Inseneriehituse AS enda kodulehel YIT Teed OÜ ettevõtte ostmisest. Ettevõtte juhtkond näeb sünergia tootmise ning peatöövõtu ühistevõttes. Nimetatud tehinguga suureneb KMG Inseneriehituse AS töötajate arv 170 võrra. Tegemist on

valdavalt tarustuehitusele spetsialiseerunud peatöövõtufirmaga, millele lisandub eduka tehingu järel ka asfaltbetooni tootmise ning katendite rajamise valdkond. (KMG ... 2021)

Käesoleva bakalaureusetöö raames uuritud YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemine ei olnud autori hinnangul tulemuslik. Seda asjaolu kinnitavad nii uuringu tulemus, mis viitab tugevalt negatiivsele ühinemisjärgsele sünergiale, kui ka ettevõtete vahelised edasised sammud YIT Eesti ASi jagunemisel ning KMG Inseneriehituse AS otsus osta YIT Eesti ASi vastloodud tütarettevõtte YIT Teed OÜ. See annab mõlemale ettevõttele võimaluse areneda sobivas tegevusvaldkonnas ning vastavalt ettevõtte strateegiale.

KOKKUVÕTE

Ühinemised on olulised äriühingute restruktureerimise vormid, mille käigus ühendatakse kaks või enam ettevõtet. Selleks on mitmeid põhjuseid, millest peamistena saab välja tuua ühinemistest saadava sünergia, ettevõtte soovi laieneda uutele turgudele, laiendada enda turuosa või muuta enda tegevusvaldkonda. Ühinemised saab vastavalt ettevõtete tegevusvaldkondadele jagada horisontaalseks, vertikaalseks ja konglomeraatühinemiseks.

2019. aastal toimus YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemine, mille käigus liideti YIT Ehitus ASile katendite tootmise ja paigaldamise tegevusvaldkond, mida varasemalt ettevõttel ei olnud. Nimetatud ettevõtete ühinemist saab käsitleda kui horisontaalset ühinemist, sest mõlemad ettevõtted tegutsesid ehitussektoris.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks oli hinnata YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemise tulemuslikkust. Selleks hinnati ettevõtted ühinemiseelselt ning -järgselt kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit FCFF. Ettevõtete hindamise hõlbustamiseks ja prognooside täpsemaks koostamiseks analüüsiti ka ettevõtete finantsnäitajaid ning kulude struktuuri.

Ühinemise eelne finantsnäitajate ja kulude struktuuri analüüs näitas, et mõlema ettevõtte kulude struktuur oli mõneti erinev eraldiseisvate ettevõtetenäitajate tegutsedes. Seda näitas YIT Ehitus ASi kõrge alltöövõtukulude summa ja Lemminkäinen Eesti ASi väiksemad alltöövõtukulud, ent oluliselt suurem töötajate arv. Mõlemad ettevõtted olid keskmist palgakulu töötaja kohta igal aastal suurendanud. Ettevõtete peamine tuluallikas oli ehitustööde teostamine, kuid Lemminkäinen Eesti ASil lisaks ka oma toodangu ja teenuste müük. See viitas ettevõtete erinevale tegevusstrateegiale.

Ühinemise järgne finantsnäitajate ja kulude struktuuri analüüs näitas, et kulude struktuuris olulisi muutusi ei esinenud. Kulud olid märgatavalt suurenenud, kuid suhteliselt samas proportsioonis müügituluga. Ettevõtte mõningad finantsnäitajad olid paranenud võrrelduna varasemate näitajatega. Ettevõtete ühinemine tõi YIT Eesti ASi müügitulu olulise suurenemise, mis varasemalt ei ole olnud ühinemiseelselt aastatel 2015–2017 sellises suurusjärgus.

Ühinemiseelselt oli YIT Ehitus ASi omakapitali väärtus 2,618 miljonit eurot ning Lemminkäinen Eesti ASil 7,904 miljonit eurot. Kuna ühinemise järgseks väärtuseks saadi YIT Eesti ASil 4,663 miljonit eurot, viitab see negatiivsele sünergiale summas 5,859 miljonit eurot. Seega ettevõtte väärtus peale ühinemist ei olnud suurem kui ettevõtete väärtuste summa enne ühinemist. Sellest saab järeldada, et YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemist ei saa pidada edukaks, sest tavaliselt ühinemistest oodatav sünergia ei osutunud positiivseks. Samuti on YIT Eesti AS võtnud ette edasised sammud tegevusedukuse parandamiseks. Selleks loodi 2021. aasta aprillis YIT Eesti ASi jagunemise teel tütarettevõtte YIT Teed OÜ ja müüdi seeläbi katendite valdkond.

Siiski tuleb eelneva tulemuse puhul arvestada, et diskonteeritud rahavoogude meetodil ettevõtte hindamisel on risk, et tulemus võib olla rohkem subjektiivne, põhineda eeldustel ning erineda tehingus osalenud osapoolte reaalistest kalkulatsioonidest. Kuna eeldused olid seatud autori poolt avalike andmete alusel, võisid need oluliselt erineda osapoolte poolt eeldatust. Samuti peab arvestama asjaoluga, et ettevõttel oli ühinemisjärgselt suur potentsiaal areneda ning tulevikus võinuks ettevõtte väärtus olulisel määral kasvada sõltumata käesolevas bakalaureusetöös läbiviidud prognoosidest.

Kokkuvõttes võib siiski väita, et 2019. aastal YIT Ehitus ASi ja Lemminkäinen Eesti ASi ühinemine pigem ei olnud tulemuslik. Eeldatavasti just seetõttu on YIT Eesti AS ka loobunud katendite valdkonnast ning jätkanud tegevust alates 01.04.2021 varasema YIT Ehitus ASi ligilähedase strateegiaga, milleks on jäänud peatöövõtt ehituses. Käesoleva teema edasiarendusena saaks uurida katendite valdkonna müügi tulemuslikkust YIT Eesti ASi jaoks.

SUMMARY

POST-MERGER ANALYSIS ON THE EXAMPLE OF YIT EHTUS AS AND LEMMINKÄINEN EESTI AS

Laura Sillamaa

Mergers are one of the most important forms of company restructuring. Companies go through the merger process for a variety of reasons. The main reasons for the merger are the company's desire to expand its market share, expand its field of activity and the synergies resulting from the merger. In certain situations, a merger or division of companies is the next step required to optimize or continue their operations. Although accession is generally expected to achieve the expected goals, often things do not go as expected. The failure of mergers may be due to the lack of expected synergies or to the fact that the expectations set are unrealistic and the strategy put in place is not working.

The aim of this Bachelor's thesis is to evaluate the effectiveness of the merger of YIT Ehitus AS and Lemminkäinen Eesti AS. For this purpose, companies have been assessed before the merger (2019) and after the merger based on the company's annual reports in 2015–2017 and in 2019. In order to achieve the aim, the following research questions were formulated:

1. What was the value of YIT Ehitus AS and Lemminkäinen Eesti AS before the merger in 2017?
2. What changes have taken place in the cost structure of the merged company YIT Eesti AS since the merger compared to operating as separate companies (YIT Ehitus AS and Lemminkäinen Eesti AS) before the merger?
3. What is the value of the merged entity after the merger? Is this greater than the sum of the values of the merged entities before the merger?
4. Can the merger of YIT Ehitus AS and Lemminkäinen Eesti AS be considered successful?

The thesis is divided into 3 chapters. The first chapter provides the theoretical background of mergers and acquisitions. The chapter explains the concept and motives of mergers and acquisitions and describes the process of these forms of corporate restructuring.

The second chapter introduces the data and methodology. The analysis focuses on the companies YIT Ehitus AS and Lemminkäinen Eesti AS that merged in 2019. In the Estonian context, this meant a significant expansion of the field of activity of YIT Ehitus AS. YIT Ehitus AS, which was previously operating mainly in the field of building construction, sale and development of residential and commercial real estate, was merged with the field of infrastructure construction of Lemminkäinen Eesti AS. After the merger process, YIT Ehitus AS and Lemminkäinen Eesti AS started operating as YIT Eesti AS. The merger of these companies created a large company in Estonia, whose areas of activity covered the main part of the services offered by the construction industry.

The necessary data to evaluate the companies have been obtained from the e-business register of the Center of Registers and Information Systems and the Äripäev Information Bank. The analysis files have been compiled by the author independently on the basis of the aforementioned reports. The discounted cash flow method was used to value the companies. To discount the cash flows, the weighted average cost of capital of the companies was determined. The companies' operating success was then forecasted for the next three years. The length of the period was chosen based on the variability of the construction sector and the goal of making the most accurate forecast possible.

The third chapter presents the results. The analysis of the cost structure carried out before the valuation confirmed that the nature of the companies' activities is somewhat different when operating as separate companies, but no significant changes emerged after the merger. In contrast, companies' financial performance before the merger was significantly stronger than after the merger.

The results of the valuation of companies showed that according to the author's analysis, the value of YIT Ehitus AS's business was 2,618 million euros (equity value was also 2,618 million euros), Lemminkäinen Eesti AS's value was 7,047 million euros (equity value was 7,904 million euros) and the value of the post-merger body was 5,502 million euros (equity value was 4,663 million euros). The effectiveness of the merger was then determined based on the potential synergies to be achieved.

As the results was a negative synergy in the amount of 5,859 million euros the merger in question was rather ineffective. This is also confirmed by the fact that in 2021, YIT Eesti AS decided to abandon the field of pavements merged into the company during the previous merger, and the

division of YIT Eesti AS into a subsidiary was carried out and its sales process was started. According to the author, the company would have had potential to grow in the future and promote business, and it has been so even after the change in the field of activity.

Keywords: merger, synergy, enterprise valuation, discounted cash flow method

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Andre, P., Kooli, M., L'Her, J. F. (2004). The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market. *Financial Management Vol. 33. 3*, 27-43.
- AS YIT Eesti ja YIT Infra Eesti AS ühinesid ja tegutsevad tänasest AS YIT Eesti nime all.* YIT Eesti AS. Kättesaadav: <https://www.yit.ee/ettevotest/uudised/2019/pressiteadeuhinemine-25.01.2019>, 1. märts 2021.
- Arzac, E. R. (2005). *Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring*. Hoboken (N.J.): Wiley.
- Bessler, W., Kruizenga, D., Westerman, W. (2020). Stock Market Reactions to Financing and Payment Decisions for European Mergers and Acquisitions. *The Central European Review of Economics and Management 4. 2*, 41-89.
- Boia, M. (2015). Growing a Business – Mergers and Acquisitions. *EKOHOMIKA. 9*, 31-37.
- Clayman, M. R., Martin S. Fridson, M. S., Troughton, G. H. (2012). *Corporate Finance : A Practical Approach (2nd ed.)*. Hoboken (N.J.): Wiley.
- Damodaran Online (2017). Beta, Unlevered beta and other risk measures (Europe) (database) [Online]. Kättesaadav: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 8. aprill 2021.
- Damodaran Online (2017). Estimating Country Risk Premiums (database) [Online]. Kättesaadav: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 8. aprill 2021.
- Damodaran Online (2019). Beta, Unlevered beta and other risk measures (Europe) (database) [Online]. Kättesaadav: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 8. aprill 2021.
- Damodaran Online (2019). Estimating Country Risk Premiums (database) [Online]. Kättesaadav: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 8. aprill 2021.
- DePamphilis, D. (2011). *Mergers and Acquisitions Basics*. Oxford (UK): Elsevier.
- Diep, H. B., Anh, T. T. (2020). Synergies in merger & acquisition: A case study of SMEs in Vietnam. *Journal of Project Management, 5*, 189-200.
- Duksaitė, E., Tamošiūnienė, R. (2009). Why companies decide to participate in mergers and acquisition transactions. *Mosklas – Lietuvos Ateitis, 3*, 21-25.
- Erel, I., Liao, R. C., Weisbach, M. S. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance Vol. 67. 3*, 1045-1082.

- Fatima, T., Shehzad, A. (2014). An Analysis of Impact of Merger and Acquisition of Financial Performance of Banks: A case of Pakistan. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 5, 29-36.
- Galpin, T. (2020). *Winning at the Acquisition Game: Tools, Templates, and Best Practices Across the M&A Process*. Kättesaadav: <https://oxford.universitypressscholarship.com/view/10.1093/oso/9780198858560.001.001/oso9780198858560-chapter-3>, 8. märts 2021.
- Gaughan, P. A. (2015). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings 6th ed.* Hoboken (N.J.): Wiley.
- Kask, K., Veemaa, J., Puolokainen, T., Varblane, U., Võrk, A., Unt, T., Lees, K., Keerbergh, C-M. (2018) *Ehitussektori tootlikkuse, lisandväärtuse ja majandusmõju analüüs*. Kättesaadav: https://www.mkm.ee/sites/default/files/ehitussektori_tootlikkuse_lisandvaartuse_ja_majandusmoju_analuus_uuendatud.pdf. 2. mai 2021.
- Keehen, J. S. (2016). *The effects of the method of payment in M&A transactions on the long-term share price results of acquiring firms*. (Magistritöö) Tilburg School of Economics and Management rahandusosakond, Tilburg.
- Konkurentsiamet. (2016). Juhend 2016. a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Tallinn: Konkurentsiamet.
- KMG Inseneriehituse AS otab asfalteerimisettevõtte YIT Teed OÜ*. KMG Inseneriehituse AS. Kättesaadav: <https://www.kmg.ee/kmg-inseneriehituse-as-ostab-asfalteerimisettevotte-yit-teed-ou/>, 5. mai 2021.
- Leland, E. H. (2007). Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance. *The Journal of Finance*, 62 (2), 765-807.
- Malik, F. M., Anuar, M. A., Khan, S., Khan, F. (2014) Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting Vol. 4. 2.* 520-533.
- Mantravadi, P., Reddy, V. A. (2008). Type of Merger and Impact on Operating Performance: The Indian Experience. *Economic and Political Weekly vol. 43, 39*, 66-74.
- Muudatused YIT Eesti AS*. YIT Eesti AS. Kättesaadav: <https://www.yit.ee/ettevotest/uudised/2021/muudatused-yit-eesti-as>, 5. mai 2021.
- OECD (2021). Long-term interest rates (database) [Online]. Kättesaadav: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>, 8. aprill 2021.
- Pervan, M., Višić, J., Barnjak, K. (2014). The impact of M&A on company performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance*. 23, 1451-1456.
- Porwal, A. (2008). Drivers of Australian Merger Waves: Industry Shocks, Mis-Valuation and Capital Liquidity. (Magistritöö) Aucklandi tehnikaülikool, Auckland.

- Proctor, A. (2015). Conglomerate Mergers: Comparison with Vertical Foreclosure. *Munich Personal RePEc Archive*, 68137, 1-19.
- Qiu, L. D., Zhou, W. (2008). Merger Waves: A Model of Endogenous Mergers. *The RAND Journal of Economics Vol. 38. 1*, 214-226.
- Rompotis, G. G. (2015). Mergers and acquisitions: types, principles, historical information and empirical evidence from the Greek banking sector. *Aestimatio, the Ieb International Journal of Finance*, 10, 32-65.
- Rosenbaum, J., Pears, J. (2013). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions (2nd ed.)*. Hoboken (N.J.): Wiley.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D. (2019). *Fundamentals of Corporate Finance (12th ed.)*. New York, USA: McGraw-Hill.
- Sankar, B. P.B., Leepsa, N. M. (2018). Payment Methods in Mergers and Acquisitions: A Theoretical Framework. *International Journal of Accounting and Financial Reporting Vol. 8. 1*, 170-187.
- Sherman, A. J., Hart, M. A. (2005). *Mergers & acquisitions from A to Z (2nd ed.)*. New York: Amacon.
- Sokura, N. (2019). *The Motives for Mergers and Acquisitions in the Finnish Healthcare Sector*. (Magistritöö) Helsingi Metropoolia Rakenduskõrgkool tervise ärijuhtimise teaduskond, Helsingi.
- Sudarsanam, P. S. (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. London: Prentice Hall.
- Swieringa, J. Schauten, M. B. J. (2007). *The Payment Method Choice in Dutch Mergers and Acquisitions*. (Uuring) Erasmus University Rotterdam majandusteaduskond, Rotterdam.
- ÄS RT I, 04.01.2021, 46.

LISAD

Lisa 1. YIT Ehitus ASi kulude jaotus

		2015	2016	2017
Müüdid toodangu (kaupade, teenuste) kulu				
	Alltöövõtutööd	30 244	28 168	22 896
	Muud (Ehitusel: oma jõududega teostatud tööde kulud)	16 842	10 210	17 144
Kokku		47 086	38 378	40 040
Üldhalduskulud				
	Rent	284	403	379
	IT kulud	417	716	616
	Autokulud	74	84	114
	Mitmesugused bürookulud/kontorikulud	127	121	130
	Tööjõukulud	1 958	2 113	2 215
	Amortisatsioonikulu	38	54	35
	Muud	580	757	427
Kokku		3 478	4 248	3 916
Tööjõukulud				
	Palgakulu	3 515	3 703	3 570
Kokku		3 515	3 703	3 570
Töötajate arv		94	94	79
Palgakulu töötaja kohta		37,4	39,4	45,2

Lisa 2. Lemminkäinen Eesti ASi kulude jaotus

	2015	2016	2017
Müüdnud toodangu (kaupade, teenuste) kulu			
Tooraine ja materjal	26 245	23 625	28 138
Müügi eesmärgil ostetud kaubad	105	157	206
Müügi eesmärgil ostetud teenused	21	19	1
Alltöövõtutööd	14 953	16 704	18 859
Transpordikulud	5 263	6 542	7 019
Lähetuskulud	192	164	160
Tööjõukulud	8 256	8 083	8 823
Amortisatsioonikulu	1 172	943	844
Muud teenused	11 132	11 782	12 030
Energia ja kütus	3 397	2 695	3 018
Muud (Ehitusel: oma jõududega teostatud tööde kulud)	371	347	704
Kokku	71 107	71 061	79 802
Üldhalduskulud			
Energia	69	76	100
Mittesugused bürookulud/kontorikulud	1 407	1 315	1 097
Tööjõukulud	1 318	1 475	1 643
Amortisatsioonikulu	81	83	98
Muud	420	135	265
Kokku	3 295	3 084	3 203
Tööjõukulud			
Palgakulu	7 148	7 166	7 817
Sotsiaalmaksud	2 426	2 393	2 649
Kokku	7 148	7 166	7 817
Töötajate arv	339	324	318
Palgakulu töötaja kohta	21,1	22,1	24,6

Lisa 3. YIT Eesti ASi kulude jaotus

		2019
Müüdnud toodangu (kaupade, teenuste) kulu		
	Tooraine ja materjal	37 120
	Alltöövõtutööd	39 975
	Transpordikulud	6 151
	Lähetuskulud	
	Tööjõukulud	11 024
	Amortisatsioonikulu	1 042
	Muud teenused	4 513
	Energia ja kütus	3 461
	Muud (Ehitusel: oma jõududega teostatud tööde kulud)	268
Kokku		103 554
Üldhalduskulud		
	Rent	2 554
	IT kulud	1 575
	Autokulud	330
	Mitmesugused bürookulud/kontorikulud	495
	Tööjõukulud	4 118
	Amortisatsioonikulu	135
	Muud	1 575
Kokku		10 783
Tööjõukulud		
	Palgakulu	11 351
	Sotsiaalmaksud	3 791
Kokku		15 142
Töötajate arv		387
Palgakulu töötaja kohta		29,3

Lisa 4. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Laura Sillamaa

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

„Ettevõtete ühinemisejärgne analüüs YIT Ehitus AS ja Lemminkäinen Eesti AS näitel“,

mille juhendaja on Laivi Laidroo, PhD,

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.

13. mai 2021

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 tähtjaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. ja 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.