

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Jaanika Jutt

**ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS TALLINNA
SADAMA NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Ärinduse õppekava, ärirahanduse peeriala

Juhendaja: Kalle Ahi, MA

Tallinn 2018

Deklareerin, et olen koostanud töö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 9255 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Jaanika Jutt

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 141874TABB

Üliõpilase e-posti aadress: jutt.jaanika@gmail.com

Juhendaja: Kalle Ahi, MA:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

ABSTRAKT	4
SISSEJUHATUS	5
1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED	7
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise põhiõlemus ja eesmärk	7
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod	10
1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod	14
2. AS TALLINNA SADAM	19
2.1. AS Tallinna Sadama tutvustus.....	19
2.2. AS Tallinna Sadama finants- ja turunäitajad.....	21
3. AS TALLINNA SADAMA VÄÄRTUSE HINDAMINE	27
3.1. AS Tallinna Sadama väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil	27
3.2. AS Tallinna Sadama väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil	32
3.3. Tulemuste hindamine	35
KOKKUVÕTE	37
SUMMARY	39
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	41
LISAD	44
Lisa 1. AS Tallinna Sadama konsolideeritud kasumiaruanne 2012-2017.....	44
Lisa 2. AS Tallinna Sadama konsolideeritud bilanss 2012-2017	45

ABSTRAKT

Töö eesmärgiks on välja selgitada ettevõtte Tallinna Sadam AS-i väärtus diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodil. Ettevõtte väärtus leiti AS Tallinna Sadama 2013-2017 konsolideeritud majandusaasta aruannetes toodud andmete alusel.

Töö eesmärgist lähtuvalt püstitati järgmised uurimisküsimused:

- Milliseks kujuneb ettevõtte väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Milliseks kujuneb ettevõtte väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Mil määral erineb leitud väärtus börsil kaubeldavast hinnast?

Küsimustele vastuse leidmiseks, kasutab töö autor ettevõtte väärtuse hindamisel kahte uurimismeetodit: diskonteeritud rahavoogude meetodit ning võrreldavate suhtarvude meetodit. Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades hindab töö autor ettevõtte väärtust tulevikus oodatavate rahavoogude nüüdisväärtuse põhjal, diskonteerimismäärana kasutab ettevõtte kaalutud keskmist kapitali hinda ning viimasel analüüsi aastal kasutatakse terminaalväärtust. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul hindab autor ettevõtte aktsia turuväärtust ning võrdleb seda teiste sarnaste ettevõtete väärtustega. Antud töös on võrreldavateks ettevõteteks Kreeka, Inglismaa, Saksamaa ning Sloveenia turul noteeritud ettevõtted Piraeus Port Authority SA, Global Ports Holding PLC, Hamburger Hafen und Logistik AG, Eurokai GmbH & CO KGaA, Luka Koper dd. Suhtarvudena kasutatakse antud töös järgmisi: P/E, P/B, EV/EBITDA ning EV/EBIT.

Hinnates ettevõtet diskonteeritud rahavoogude meetodil, kujunes ettevõtte hinnanguliseks väärtuseks 710 983 843 eurot. Leides ettevõtte väärtuse võrreldavate suhtarvude meetodil, leidis autor ettevõtte keskmiseks väärtuseks 462 880 000 eurot. Kahe meetodi keskmist arvestades kujunes AS Tallinna Sadama väärtuseks 589 931 922 eurot ning aktsia hinnaks 2,232 eurot. Võrreldes aktsia 14.12.2018 hinnaga 2,05 eurot, on aktsia alahinnatud.

Võtmesõnad: ettevõtte väärtuse hindamise meetodid, diskonteeritud rahavoogude meetod, võrreldavate suhtarvude meetod

SISSEJUHATUS

Aksia on väärtpaper, mis annab investeerijale võimaluse omandada ettevõttesse investeerimise teel osalust ning seega tänu sellele saada osa ettevõtte poolt jaotatavast kasumist. Aktsiaturud pakuvad üsna kõrget tootlust, kuid samas on need üsna riskantsed ning aktsiatesse investeerimisel võiks olla investeerijal teadmisi ja kogemusi antud valdkonnas. Edukas investeerimine nõuab põhjalikku analüüsi ning teadmist, mis on vara väärtus. Kui investeerija teab vara väärtust, aitab see teha teadlikumaid otsuseid.

Paljude investeerijate jaoks on vara hindamine keeruline protsess ning seega võivad nad sõltuda näiteks professionaalide hinnangutest või teha hoopis emotsioonidel põhinevaid tehinguid. Vara hindamise aluseks saab võtta näiteks ettevõtte finantsaruanded, mis on igapäevase kättesaadavad, kuid need ei pruugi olla kõigile kergesti mõistetavad. Hindamise probleem ei seisne selles, et vara hindamiseks ei ole piisavalt mudeleid, vaid neid on just liiga palju ning õige mudeli kasutamine hindamisel on sama kriitilise tähtsusega, kui mõistliku väärtuse leidmine või mõistmine, kuidas mudelit kasutada (Damodaran 2012, 925). Samuti tuleb osata finantsaruannetest vaid olulisemat infot leida ja hinnata.

Käesoleva töö pealkiri on „Ettevõtte väärtuse hindamine AS Tallinna Sadama näitel“. Teema valiku põhjus on autori töö investeerimisega tegelevas ettevõttes ning autoril endal on plaanis hakata tulevikus investeerimisega tegelema. Ettevõtte valikul on töö autor lähtunud oma isiklikust huvist. Teema valikul on lähtunud ka asjaolust, et investeerimine on muutumas populaarsemaks, aktuaalsemaks ning sellele pöörati hiljuti väga palju tähelepanu seoses Tallinna Sadama aktsiate esmase avaliku pakkumisega.

Töö eesmärgiks on hinnata ettevõtte Tallinna Sadam AS-i väärtust diskonteeritud rahavoogude ja võrreldavate suhtarvude meetodil. Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul leiab töö autor ettevõtte väärtuse tuleviku oodatava vaba rahavoo diskonteerimise teel, kasutades diskonteerimismäärana ettevõtte kaalutud keskmist kapitali hinda ning viimasel analüüsi aastal kasutatakse terminaalkväärtust. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul on vara väärtuse aluseks

sarnaste varade hinnakujundus. Põhimõte seisneb selles, et sarnaseid varasid peaks saama müüa sarnase hinnaga. Töös kasutatakse tulevikku vaatavaid suhtarve P/E, P/B, EV/EBITDA, EV/EBIT, mis on kooskõlas hindamise põhimõtetega. Antud töös kasutatakse kahte meetodit ettevõtte väärtuse hindamisel, et saadavad tulemused oleksid usaldusväärsemad ning objektiivsemad.

Töö eesmärgist lähtuvalt otsitakse vastuseid järgnevatele uurimisküsimustele:

- Milliseks kujuneb ettevõtte väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Milliseks kujuneb ettevõtte väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Mil määral erineb leitud väärtus börsil kaubeldavast hinnast?

Töö koosneb kolmest osast. Esimene peatükk põhineb varasemal kirjandusel, selgitatakse ettevõtte väärtuse hindamise põhiolenumust ja eesmärke ning antakse ülevaade antud töös kasutatavatest meetoditest: diskonteeritud rahavoogude meetod ning võrreldavate suhtarvude meetod. Peamiselt keskendutakse antud töös Aswath Damodaran, Pablo Fernandez ja Florian Steiger teostele. Töö teine osa tutvustab hinnatavat ettevõtet ning antakse ülevaade AS Tallinna Sadama finants- ja turunäitajatest. Kolmandas peatükis leitakse AS Tallinna Sadama väärtus nii diskonteeritud rahavoogude kui ka võrreldavate suhtarvude meetodil, hinnatakse ja võrreldakse saadud tulemusi.

1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise põhiolemus ja eesmärk

„On palju erinevaid tõlgendusi selle kohta, mida tähendab “väärtus“ ning selle väärtuse määramiseks on palju erinevaid lähenemisviise“ (Meitner 2006, 1). Hea investeerimise eelduseks on see, et investor ei maksa vara eest rohkem kui see on väärt. On neid, kes väidavad, et see väärtus on vaataja silmis ja et iga hind on õigustatud, kui on olemas teised investorid, kes soovivad seda hinda maksta. Pertseptsioon võib olla asjassepuutuv kui vara on maal või skulptuur, kuid finantsvarasid ei osteta ja ei tohiks osta esteetilistel või emotsionaalsetel põhjustel. Finantsvarasid ostetakse nende tulude pärast, mida loodetakse nendega teenida. Seega, väärtuse tajumist peab toetama reaalsus ja hind, mida iga vara eest makstakse, peaks peegeldama ka eeldatavaid rahavoogusid. (Damodaran 2010, 6)

Ettevõtte väärtus on tavaliselt erinevate ostjate jaoks erinev ning see võib olla erinev nii ostja kui müüja vahel. Ettevõtte väärtust ei tohiks segamini ajada hinnaga, sest hind lepatakse kokku ettevõtte müügi korral ostja ja müüa vahel. Konkreetse ettevõtte väärtus võib olla erinev teatud osapoolte jaoks ning see erinevus võib olla tingitud paljudest põhjustest. (Fernandez 2007a) „Ettevõtte väärtus on eriti kasulik tulemuslikkuse mõõde, sest see võtab arvesse kõikide osapoolte, mitte ainult aktsionäride, pikaajalisi huve“ (Koller *et al.* 2010, 3). Et maksimeerida väärtust aktsionäride jaoks, ettevõtted peaksid aru saama mis kasvatab väärtust ning mis teeb selle väärtust loovaks (Koller *et al.* 2010, 99).

Ettevõtte väärtuse hindamist võib pidada rahanduse keskmeks: ettevõtete finantseerimisel kaalutakse, kuidas paremini suurendada ettevõtete väärtust, muutes oma investeerimise, rahastamise ja dividendide otsused. Portfellide haldamises kulutatakse ressursse, proovides leida ettevõtteid, mis kauplevad oma väärtusest madalamal ning loodetakse teenida kasumit, kui hinnad lähenevad oma õiglasele väärtusele. Turu tõhusust uurides analüüsitakse, kas turuhinnad erinevad väärtusest ning kui erinevad, siis kui kiiresti need tagasi muutuvad. (Damodaran 2007) Ettevõtted

loovad oma omanikele väärtust investeerides ettevõttesse praegu, et luua rohkem raha tulevikus (Koller *et al.* 2010, 3).

Ettevõtte väärtuse hindamist võib kasutada mitmesugustel eesmärkidel. Näiteks kasutatakse seda ettevõtete ostu-müügitehingute puhul – ostjale annab väärtuse leidmine kõrgeima hinna, mida ta peaks maksma ja müüjale annab hindamine madalaima hinna, millega ta peaks olema nõus müüma. Lisaks kasutatakse hindamist väärtuse võrdlemiseks aktsia hinnaga börsil, ning tänu sellele saab paremini otsustada kas müüa, osta või hoida aktsiaid. Mitmete ettevõtete korruga hindamisel on võimalik otsuseid kergemini teha, kas väärtpaberid peaksid portfelli kuuluma või mitte ning nii on lihtsam ettevõtteid võrrelda. Näiteks, kui investor leiab, et ühe aktsia hinna edasine suund on parem kui teisel, siis ta ostaks esimest ja müüks teist. (Fernandez 2007a)

Väga oluline on ettevõtte väärtuse leidmine avaliku pakkumise olukorras. Hindamist kasutatakse, et õigustada aktsiate üldsusele pakkumise hinda. Samuti kasutatakse hindamist strateegilistes otsustes ettevõtte jätkusuutlikkuse kohta ning strateegilisel planeerimisel. Ettevõtte või äriüksuse hindamine on varasem samm otsuses äri jätkata, müüa, kasvatada, ühendada või osta teisi ettevõtteid. Samuti on see otsustava tähtsusega, kui otsustatakse milliseid tooteid, äriplane, kliente säilitada, mida suurendada või millest loobuda. (*Ibid.*) „Hindamine on samuti hädavajalik usaldusväärse väärtuspõhise juhtimise ja eduka ümberkorraldamise rakendamiseks“ (Meitner 2006, 1).

Investeerijatel on turul tegutsemiseks mitmeid erinevaid investeerimisfilosoofiaid ning põhimõtteid. Mõned neist on turu ajastajad (*market timers*), teised aga usuvad väärtusinvesteeringusse (*stock pickers*). Ühed uurivad süvenenult hinna graafikuid, samas kui teised kalkuleerivad finantssuhteid ja põhinevad fundamentaaluuringul (*fundamental analysis*). Mõned investeerivad lühiajaliste kasumite pärast ja teised pikaajalise kasu saamiseks. Teadmine, kuidas vara väärtust hinnata, on kasulik kõigile nendele investoritele, kuigi selle koht protsessis võib erineda. (Damodaran 2010, 7-8)

„Ettevõtte kui majandustegevuse eesmärk on luua oma investoritele raha. Investorite jaoks realiseerub see väärtus omanikele väljamakstavate dividendidena või ettevõtte väärtuse kasvuna ning laenuandjatele makstavate intressimaksetena. Mida enam ja ette-ennustatavamalt suudab ettevõtte luua raha (ehk mida väiksem äririsk), seda väärtuslikuma ettevõttega on investorite jaoks tegemist.“ (Juhkam 2014)

„Juhul kui ettevõtte jooksev majandustegevus ei loo hetkel ja ka realistlike prognooside kohaselt lähema aasta-kahe jooksul raha, siis ei tähenda see sugugi seda, et tegemist on väärtusetu ettevõttega.“ Sellise olukorra võib luua tegevus, kus ettevõtte tegutseb teadliku ärimudeli järgi, mille puhul on esialgsed investeringud suured, kuid need on eelduseks tulevasele positiivsele rahaloomele. Väärtuslikku majandustegevust omamata võib ettevõtte väärtuseks lugeda talle kuuluvat vara, mida on võimalik turul realiseerida. (*Ibid.*)

Hindamiseks on olemas kolm põhilist, kuid mitte üksteist välistavat lähenemisviisi. Esimeseks on diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF), kus rahavood diskonteeritakse riskide korrigeeritud diskontomääraga, et saada hinnanguline väärtus. Analüüsi saab teha kas ainult omakapitali investorite vaatevinklist, diskonteerides oodatavad rahavood omakapitali omakapitalikuluga, või seda saab teha kõigi ettevõtte omanike seisukohast, diskonteerides ettevõtte oodatavat rahavoogu kaalutud keskmise kapitali hinnaga. Teine on suhtelise väärtuse hindamine, kus vara väärtuse aluseks on sarnaste varade hinnakujundus. Kolmas on tingimuslik nõude hindamine (*contingent claim valuation*), kus optsiooni omadustega vara hinnatakse optsioonide hindamismudelit kasutades. (Damodaran 2012, 25) Fernandez (2007a) klassifitseerib ettevõtte hindamiseks kasutatavad meetodid kuueks (vt Tabel 1).

Tabel 1. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatavad meetodid

Bilansil põhinevad meetodid	Kasumi-aruandel põhinevad meetodid	Segameetodid (firmaväärtus ehk goodwill)	DCF meetod	Väärtuse loomine	Reaaloptsioonide hindamise meetod
raamatu-pidamislik-väärtus	suhtarvud hind/tulu	klassikaline meetod	omakapitali rahavoog	majanduslik lisandväärtus (EVA)	Black-Scholesi mudel
korrigeeritud arvestuslik väärtus	käive hind/ EBITDA	Euroopa Raamatupidamise Ekspertide Liidu meetod	dividendid vaba rahavoog	majanduskasum rahaline lisandväärtus	Investeeringis-optsioonide meetod
likvideerimis-väärtus	muud suhtarvud	lühendatud sissetuleku meetod	kapitali rahavoog	investeeringute rahavoogude tasuvus (CFROI)	projekti laiendamise meetod
asendusmaksumus		teised meetodid	kohandatud nüüdis-väärtus (APV)		investeeringu viivituse meetod alternatiivsed kasutusala

Allikas: Fernandez (2007a)

Valikut, millist hindamise mudelit kasutada, mõjutavad mitmed faktorid. Ükski mudel pole ideaalne teatud tüüpi ettevõtetele. Mirzayev (2018) väidab, et ideaalis peaksid mõlemad mudelid – DCF ja võrreldavate suhtarvude mudel – andma sarnaseid, kui mitte võrdväärseid tulemusi. Damodaran (2012, 937) ütleb aga, et kui hinnata ettevõtet nii DCF meetodi kui ka võrreldavate suhtarvude meetodiga, siis võib saada erinevaid tulemusi – ettevõtte võib olla alahinnatud võrreldavate suhtarvude meetodiga ning samas ülehinnatud DCF meetodiga ja vastupidi. Kui ettevõtte on ülehinnatud, kasutades DCF mudelit ja alahinnatud võrreldavate suhtarvude meetodiga, tähendab see tavaliselt seda, et antud sektor on ülehinnatud selle põhialuste suhtes. Kui aga ettevõtte on alahinnatud, kasutades DCF mudelit ja ülehinnatud võrreldavate suhtarvude meetodiga, viitab see sellele, et kogu sektor võib olla alahinnatud (Damodaran 2012, 937). DCF mudel nõuab dividendide või vabade rahavoogude prognoosimisel kõrget täpsust, samas kui võrreldavate suhtarvude meetod eeldab õiglase ja võrreldava ettevõtete rühma olemasolu (Mirzayev 2018).

Kuigi see võib olla kliendile kasulik, ei tohiks hinnangus lähtuda ülemäära optimistlikest ettevõtte arengu stsenaariumitest, vaid tuleks olla küllaltki konservatiivne tulevikuprognoside koostamisel. Ettevõtte väärtuse hinnang peab põhinema usutavatel eeldustel, et see oleks ka tehingu vastaspoole jaoks realistlik. (Juhkam 2014) „Isegi kõige hoolikama ja üksikasjalikuma hindamise lõpuks jääb ebakindlus lõplike numbrite osas“ (Damodaran 2006, 7).

1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod

Vara väärtus ei ole see, mida keegi tahab, et see väärt oleks, vaid see sõltub selle vara eeldatavatest rahavoogudest. Lihtsalt öeldes peaks varal, millel on suured ja prognoositavad rahavood, olema suurem väärtus kui sellel varal, millel on madalad ja muutlikud rahavood. (Damodaran 2010, 41)

DCF meetodi puhul tehakse väga suuri eeldusi ettevõtte tuleviku situatsiooni ja majanduse olukorra kohta üldiselt ning isegi väikesed muudatused võivad oluliselt muuta hindamise tulemusi (Steiger 2008). DCF meetodi usaldusväärsus sõltub rahavoogude prognooside täpsusest, riski hindamisest ja kapitali hinna arvutamisel kasutatud eeldustest (Kaplan, Ruback 1995). DCF analüüs on väga võimas vahend, mida ei kasutata vaid ettevõtete väärtuse hindamiseks, vaid ka esmaste avalike pakkumiste ja muude finantsvarade hindamiseks. See on laialdaselt kasutusel

investeeringuspankade ja konsultatsioonifirmade professionaalide kui ka ettevõtete juhtide poolt. (Steiger 2008)

Ettevõtte väärtuse hindamine DCF meetodit kasutades sisaldab erinevaid etappe. Esimeses etapis töötatakse välja prognoosid, et ennustada tulevased vabad rahavood (FCF) järgmise viie kuni kümne aasta jooksul. (Steiger 2008) „Rahavood on DCF meetodiga hindamisel võtmetähtsusega“ (Damodaran 2006, 79). Seejärel tuleb kindlaks määrata asjakohane diskontomäär ehk kaalutud kapitali keskmine hind (WACC), et arvutada kõigi tulevaste FCF-de nüüdispuhasväärtused (NPV). Järgmises etapis tuleb määrata terminaalkväärtus. Terminaalkväärtus on kõikide tulevikus tekkivate rahavoogude NPV, mis koguneb pärast prognoosidega hõlmatud aja jooksul. Viimase sammuna summeeritakse rahavoogude NPV-d terminaalkväärtusega. (Steiger 2008)

On olemas mitmeid DCF mudeleid ning Fernandez (2007b) toob välja kümme erinevat. Need erinevad selle poolest, kuidas rahavooge arvutada, kuid ta ütleb, et kõik kümme meetodit annavad alati sama tulemuse. „See tulemus on loogiline, sest kõik meetodid analüüsivad sama reaalsust samadel hüpoteesidel. Need erinevad ainult hindamise alguspunktiks võetavate rahavoogude poolest.“ (*Ibid.*) DCF meetodi kõige levinumad variatsioonid on dividendide diskontomudel (DDM) ja vaba rahavoo (FCF) mudel, millel omakorda on kaks variatsiooni – vabad rahavood omakapitalilt (FCFE) ja vaba rahavoo ettevõttele (FCFF). DDM puhul kujutavad tulevased dividendid endast rahavoogusid, mida diskonteeritakse asjakohase nõutava tulususe määraga. (Mirzayev 2018) Mielcarz ja Mlinaric (2014) ütlevad, et ettevõtluspraktikas kasutatakse kõige sagedamini FCFF mudelit. DCF hindamise kontekstis on võimalik leida ettevõtte omakapitali väärtus, diskonteerides rahavood omakapitalilt nõutava tulumääraga või leida terve ettevõtte väärtus, diskonteerides rahavood ettevõttele kapitalihinnaga (Damodaran 2012, 925).

DCF meetodid põhinevad üksikasjalikul ja ettevaatlikul prognoosil iga perioodi kohta, mis on seotud nende finantselementidega, mis on vajalikud rahavoogude genereerimisel. Seega kontseptuaalne lähenemine on sarnane rahalise eelarvega. (Fernandez 2007a) Ettevõtte hindamisel alustatakse olemasolevate investeeringute põhjal eeldatavate rahavoogude leidmisest ning seda mitte ainult alghinnangu saamiseks, vaid ka selleks, et teada saada rohkem ettevõtte ärimudeli kohta (Damodaran 2010, 90). DCF analüüsi eesmärk on lihtsalt hinnata investeeringust saadavat raha ja kohandada raha ajaväärtusega (Introduction to ...). Vabad rahavood ettevõttele leitakse lahutades ettevõtte ärikasumist tulumaks makstud dividendidelt, kulum liidetakse tagasi ning seejärel lahutatakse investeeringud ja käibekapitali muutus. FCFF puhul ei võeta arvesse

võlakapitali intresse, sest võlaga finantseerimise kulud sisalduvad juba nõutud investeeringu tasuvuses, ehk WACC-is (Mielcarz, Mlinaric 2014). Antud töös kasutatakse FCFF valemina järgmist (Steiger 2008, 9):

$$FCFF = EBIT - maksud + kulum - investeeringud põhivarasse - käibekapitali muutus \quad (1)$$

kus
EBIT – ärikasum.

Kuigi DCF meetodil on palju lähenemisviise riski korrigeerimiseks, on kõige tavalisem neist riskikohandatud diskontomäära meetod, kus diskonteeritud oodatavate rahavoogude leidmisel kasutatakse riskantsemate varade puhul kõrgemaid diskontomäärasid ja turvalisemate varade puhul madalamaid diskontomäärasid. (Damodaran 2010, 41) Diskontomäära kindlaksmääramiseks on vaja põhjalikult analüüsida ettevõtte finantseerimisstruktuuri ja praeguseid turutingimusi (Steiger 2008, 10). Diskontomäära kindlaksmääramine on üks tähtsamaid ülesandeid, mis võtab arvesse riski ning ajaloolist volatiilsust. Praktikast määravad sageli minimaalse diskontomäära huvitatud isikud (ostjad ja müüjad ei ole valmis investeerima või müüma vähema eest, kui teatud kasumi eest). (Fernandez 2007a)

Omakapitali hind arvutatakse tavaliselt kapitali varade hindamise mudeli (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*) abil. CAPM näitab tulu, mida investorid vajavad ettevõtte osaluse hoidmise riski kandmiseks. See nõutav tulu on omakapitali tootlus (ROE), mida investorid nõuavad ettevõtte aktsiaosaluse hoidmise süstemaatilise riski eest ja mis on seetõttu samaväärne ettevõtte omakapitali hinnaga. CAPM-i kohaselt saab leida omakapitali hinda järgmiselt (Steiger 2008, 11):

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (2)$$

kus
k_e – omakapitali hind,
R_f – riskivaba tulumäär,
β – beetakordaja,
R_m – turu oodatav keskmine tootlus,
(R_m – R_f) – turu riskipreemia.

Riskivaba tulumäära määratletakse kui riskivaba vara, mille puhul investor teab kindlalt oodata teatud tulu analüüsi perioodi jooksul (Damodaran 2012, 68). See arvutatakse riiklike võlakirjade tulususe baasil, kuid kuna Eesti riigil puuduvad järelturul kaubeldavad pikaajalised riigivõlakirjad, siis võib kasutada muu eurotsooni sobiva riigi võlakirja. Turu riskipreemia on kompensatsioon turu keskmise süstemaatilise riski (Kaplan, Ruback 1995) võtmise eest – see näitab, kui palju on

võimalik investoritel riskivabale tulumäärale lisaks teenida. Beeta näitab, kas ettevõtte on oma riskitaseme poolest turul keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte. (Juhend ... 2016, 4-12)

Kuigi omakapital on kahtlemata oluline ja asendamatu komponent iga ettevõtte rahastamise juures, on see siiski vaid üks koostisosa. Enamik ettevõtteid finantseerib osa või suurema osa oma ettevõttest kasutades võõrkapitali. Selliste rahastamisallikate kulud on üldiselt väga erinevad omakapitali hinnast ja ettevõtte finantseerimiskulud peaks kajastama nende kulusid proportsionaalselt nende kasutamisele. (Damodaran 2012, 210) Võlakapitali hind on intressimäär, mida ettevõtte peab maksma oma tasumata võlgadelt (Steiger 2008, 12-13).

Kapitali hind (WACC), mida kasutatakse diskonteerimismäärana, arvutatakse ettevõtte laenu- ja omakapitali kaalutud keskmise hinnana. „Kapitali hinda mõjutab peamiselt ettevõtte äritegevuse riskantsus. Mida suurema riskiga on ettevõtte/äritegevus seda suurem on kapitali hind ja seda väiksem on ettevõtte väärtus. Investorid eeldavad kompensatsiooni (riskipremia) oma rahaga riskeerimise eest.“ (Juhkam 2014) WACC on DCF mudeli üks tähtsamaid sisendfaktoreid. Väikesed muudatused WACC-is põhjustavad suuri muutusi ettevõtte väärtuses. (Steiger 2008) Võttes arvesse omakapitali ja võla turuväärtusi, saab hinnata kapitali hinda järgmise valemi abil (Damodaran 2012, 14):

$$WACC = k_e \left(\frac{E}{D + E} \right) + k_d \left(\frac{D}{D + E} \right) \quad (3)$$

kus

WACC – kaalutud keskmine kapitali hind,

k_e – omakapitali hind,

k_d – võlakapitali hind,

E – omakapitali turuväärtus,

D – võlakapitali turuväärtus.

Kuigi rahavood võivad olla määramatu kestusega, võib olla aktsepteeritav ignoreerida nende väärtust pärast teatud aega, sest nende nüüdisväärtus väheneb progresseeruvalt pikemate ajaperioodide vältel. Lisaks sellele, hakkab paljude ettevõtete konkurentsieelis mõne aasta pärast kaduma. (Fernandez 2007a) DCF mudelite puhul on olulise osaga terminaalkväärtus, ehk vara väärtus hinnanguperioodi lõpus. Enimkasutatud mudel terminaalkväärtuse leidmisel on stabiilse kasvu mudel, mis eeldab, et investeerimisperioodi viimase aasta saabumisel jätkavad rahavood kasvamist stabiilselt lõpmatuseni, mistõttu on terminaalkväärtuse valem järgmine (Damodaran 2012, 751):

$$TV_n = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)} \quad (4)$$

kus

TV – terminaalkväärtus,

n – prognoosi viimane aasta,

$FCFF$ – vaba rahavoog ettevõttele,

$WACC$ – kaalutud keskmine kapitali hind ehk diskontomäär,

g – stabiilne kasvumäär.

Ettevõtte kasvuga muutub kõrget kasvu säilitada aina raskemaks ning lõpuks kasvab ettevõtte sellise kiirusega, mis on väiksem või võrdne selle majanduskasvu kiirusega, kus ta tegutseb. Seda kasvumäära, märgitud kui stabiilne kasv, saab lõpmatuseni hoida, võimaldades hinnata rahavoogude väärtust, mis ületavad prognoosi viimase aasta. (*Ibid.*, 304) „Ettevõtte väärtus leitakse tuleviku oodatava vaba rahavoo (FCFF) diskonteerimise teel, kasutades diskonteerimismäärana ettevõtte kapitali hinda (WACC)“ (Juhkam 2014). Ning kuna rahavoogusid on raske igavesti hinnata, on analüüsi viimasel aastal kasutatud terminaalkväärtust. Ettevõtte väärtuse leidmisel kasutab töö autor järgmist valemit (Damodaran 2012, 304):

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

kus

$FCFF$ – vaba rahavoog ettevõttele,

$WACC$ – kaalutud keskmine kapitali hind ehk diskontomäär,

TV – terminaalkväärtus,

t – periood,

n – prognoosi viimane aasta.

„Ettevõtte omakapitali väärtus aitab hinnata ettevõtte dividendimaksamise võimet, omakapitali turuväärtust“. Et leida omakapitali väärtust, tuleb ettevõtte väärtusest lahutada võlakohustuste turuväärtus ja liita juurde mittetootvate varade turuväärtus. (Ettevõtte väärtuse ... 2018)

1.3. Võrreldavate suhtarvude meetod

Kuigi DCF meetod on kõige täpsem ja paindlikum meetod ettevõtete hindamiseks, siis suhtelise väärtuse hindamise meetodit kasutades, nagu võrreldavate suhtarvude meetod, annab see rohkem teavet ning sellest on kasu ettevõtte väärtuse hindamisel. Võrreldavate suhtarvude meetodi põhimõte on selles, et sarnaseid varasid peaks saama müüa sarnase hinnaga. (Koller *et al.* 2015, 351) Hinnates ettevõtet võrreldavate suhtarvude meetodil võib tunduda esmapilgul lihtne, kuid

tegelikult toob see esile mitmeid komplikatsioone ning on avatud erinevatele probleemidele (Schreiner 2007, 127).

Võrreldavate suhtarvude meetodi rakendamiseks on väärtuse hindamisel kolm olulist sammu. Esimene samm on leida sarnaseid varasid, mis on turul hinnatud. See võib olla keeruline, sest ükski kaks vara ei ole kunagi täpselt identsed, ning seda eriti aktsiate puhul. Teine samm on turuhindade standardiseerimine, tavaliselt konverteerides mingi ühise muutuja väärtused, et hinnad oleks omavahel võrreldavad. Kuigi see ühine muutuja võib varieeruda erinevate varade kaupa, on tavaliselt nendeks teenitud kasum, raamatupidamislik väärtus või rahavood (Damodaran 2012, 19). Turuhindade standardiseerimine on vajalik, kui võrreldakse varasid, mis varieeruvad suuruses või ühikutes. Kolmas ja viimane samm on suhtarvude võrdlemine ning seejuures erinevate varade erinevuste kohandamine. (Damodaran 2010, 66-67)

Tavaliselt koostatakse võrreldavate ettevõtete grupp tööstusharu standard klassifikatsiooni alusel ning kasutades teisi sarnasusi hinnatava ettevõttega, milleks on geograafiline fookus, finantseerimisstruktuur ja klientide segmendid (Steiger 2008). Henschke ja Homburg (2009) leidsid, et finantsnäitajatel on palju olulisem roll, kui samas tööstusharus tegutsemine. Kuid ükskõik kui hoolikalt koostatakse oma võrreldavate ettevõtete nimekirja, jäävad nimekirja lõpuks ikkagi firmad, mis on mingil määral erinevad sellest firmast, mida hinnatakse. Erinevused võivad olla väikesed mõnede muutujate juures ja suured teiste juures, kuid hindaja ülesanne on reguleerida neid erinevusi. (Damodaran 2010, 82) Koller *et al.* (2015, 353) ütleb, et heas võrreldavate ettevõtete grupis on ettevõtted, mis ainult ei tegutse samas tööstusharus, vaid neil on ka sarnased väljavaated kasvule ning tootlus investeeritud kapitalilt (ROIC).

Paljude suhteliste hindamiste puhul arvutatakse suhtarv kõigi võrreldavate ettevõtete kogumi kohta ning seejärel arvutatakse nende keskmine (tavaliselt mediaankeskmine) (Juhkam 2014). Et üksikut ettevõtet hinnata, võrreldakse seejärel selle ettevõtte suhtarvu keskmisega. Kui see erineb märkimisväärselt, võib teha analüütik subjektiivse hinnangu selle kohta, kas ettevõtte omadused (kasv, risk või rahavood) võivad seda erinevust seletada. Kui analüütiku hinnangul ei saa suhtarvu erinevust selgitada põhitudedega, siis hinnatakse ettevõtte üle- või alahinnatuks vastavalt sellele, kas suhtarv on keskmisest kõrgem või madalam. Selle lähenemisviisi nõrkuseks on see, et analüütikud peavad tegema subjektiivseid otsuseid, kuid need hinnangud põhinevad sageli peamiselt oletustel ning nende hinnangud kinnitavad nende kallutatust ettevõtete kohta. (Damodaran 2010, 83)

Kuna suhtarvudel on peaaegu alati lai hajutatus ning meetodi tulemused võivad olla väga vaieldavad, ütleb Fernandez (2001), et suhtarvude meetod on kasulik ettevõtte hindamise teises etapis: pärast ettevõtte hindamist teise meetodi abil võimaldab võrreldavate suhtarvude meetod hinnata leitud väärtust ning tuvastada erinevusi firmade vahel, kellega võrreldakse. Ka Schreiner (2007) toob oma uurimuses välja, et suhtarvudel nagu P/E, on oluline roll hindamisel, andes teise hinnangu, kui varasemalt on ettevõtte juba DCF meetodiga hinnatud.

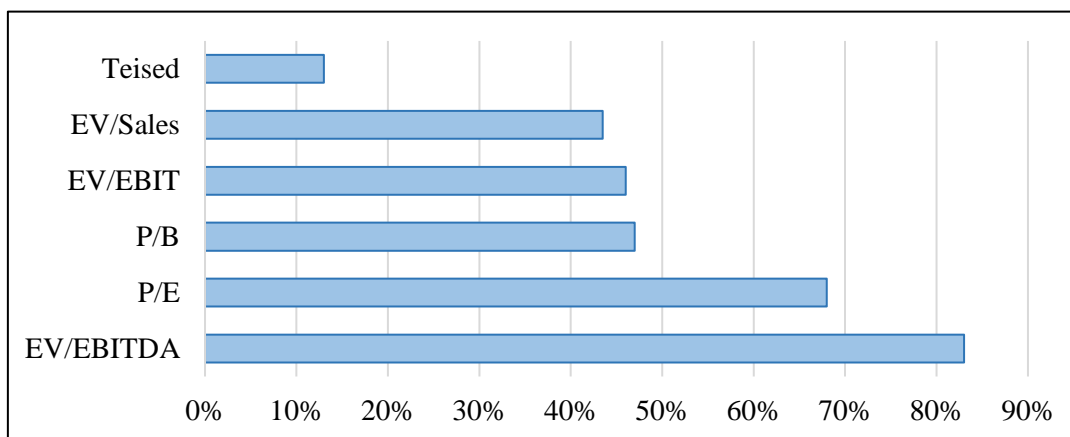
Võrreldavate suhtarvude meetod on laialdaselt kasutusel investorite ning finantsanalüütikute poolt (Henschke, Homburg 2009). Võrreldavate suhtarvudena kasutatakse hindamisel üldiselt aktsiapõhiseid võrdlusteetvõtete suhtarve nagu aktsia turuhinna ja kasumi suhet (P/E) ning aktsia hinna ja bilansilise väärtuse suhet (P/B) ning ettevõttepõhistest võrreldavatest suhtarvudest on üldiselt kasutusel EV/EBITDA, EV/EBIT ning EV/S suhtarvud (Juhkam 2014).

Mirzayev (2018) ütleb, et kõige sagedasemad suhtarvud mida kasutatakse, on aktsia hinna ja tulu suhe (P/E, PER – *price to earnings ratio*), aktsia hinna ja müügi suhe (P/S) ning ettevõtte väärtuse ja kasumi suhe enne intresse, makse, depretsatsioonit ja amortisatsioonit (EV/EBITDA). Fernandez (2001) toob välja, et kuigi PER ja EV/EBITDA tunduvad olevat kõige populaarsemad suhtarvud ettevõtete väärtuse hindamisel, peaks siiski meeles pidama seda, et sõltuvalt analüüsitava tööstusest, on mõned suhtarvud sobivamad kui teised.

Koller *et al.* (2015, 352) toob välja, et kuigi P/E suhtarv on laialdaselt kasutusel, on see moonutatud kapitalistruktuuri ja mitteoperatiivse kasumi/kahjumi poolt. Cheng ja McNamara (2000) nõustuvad, et P/E suhtarv on üks populaarsemaid hindamismeetodeid ning selle kasulikkus tugineb seisukohal, et P/E kajastab riski ja kasvu. Seega, kui võrreldavate ettevõtete grupp koosneb sarnaste riskide ja kasvuga ettevõtetest (Kaplan, Ruback 1995), on võimalik ettevõtet täpsemalt hinnata P/E suhtarvu alusel (Cheng, McNamara 2000).

Bancel ja Mittoo (2014) viisid läbi uurimuse, kus osalesid 356 hindamisksperti kümnest Euroopa riigist, et saada paremat ülevaadet nende hindamistavadest. Joonisel 1 on näha uuringus osalenud hindamiskspertide kõige enam kasutatavad suhtarvud. Kõige enam kasutatav suhtarv on EV/EBITDA, mida kasutas 83% vastanutest. Teisel kohal on P/E, mida kasutavad 68% vastanutest ning P/B, EV/EBIT ja EV/Sales on samal määral populaarsed, igähte neist kasutatakse ligikaudu 45% uuringus osalenute poolt. Lie ja Lie (2002) viisid läbi uurimuse, kus hindasid erinevate väärtussuhtarvude tulemuslikkust. Nad leidsid, et varade väärtuse kordajad annavad täpsemaid

hinnanguid kui müügi ja tulu kordaja ning EBITDA kordarv toimib paremini väärtuse hindamisel kui EBIT kordaja.



Joonis 1. Kõige populaarsemad väärtussuhtarvud

Allikas: (Bancel, Mittoo 2014)

Paljud autorid soovivad kasutada tuleviku prognoosidel põhinevaid suhtarve. Koller *et al.* (2015, 354-355) soovib kasutada tulude prognoosil põhinevat teavet, sest suhtarvudel on sel puhul palju väiksem varieeruvus, kui ajaloolistel andmetel põhinevatel suhtarvudel. Nii Schreiner (2007), Liu *et al.* (2002) kui Lie ja Lie (2002) leidsid oma uurimustes, et tulevikku vaatavad (*forward-looking*) suhtarvud, nagu näiteks P/E, näitavad hindamisel kõrgemat täpsust kui ajaloolistel andmetel põhinevad suhtarvud. Erinevalt minevikuandmetel põhinevatest suhtarvudest on tulevikku vaatavad suhtarvud kooskõlas hindamise põhimõtetega – eelkõige sellega, et ettevõtte väärtus on võrdne tulevaste rahavoogude nüüdisväärtusega, mitte tagasiulatuvate kuludega. „Empiirilised tõendid näitavad, et tulevikku suunatud suhtarvud on tõepoolest palju täpsemad väärtuse hindajad, kui ajaloolistel andmetel põhinevad suhtarvud“. (Koller *et al.* 2015, 354-355)

Et kasutada tulevikku suunatud suhtarve, tuleb valida EBITDA jaoks prognoositav aasta, mis esindab kõige paremini ettevõtte pikaajalisi väljavaateid. Stabiilse kasvu ja kasumlikkuse perioodidel piisab järgmise aasta hinnangust. Ettevõtete puhul, mis toodavad erakordset tulusust (kas liiga kõrget või liiga madalat), või millelt oodatakse tootluse muutust, peaks kasutama rohkem kaugeleulatuvamaid prognoose. (*Ibid.*, 354-356) Liu *et al.* (2002) ning Schreiner ja Spremann (2007) toovad välja, et täpsemini hindamiseks tuleks kasutada hoopiski tulevikku vaatavaid suhtarve, mis põhinevad järgmise kahe aasta prognoosidel. Koller *et al.* (2015, 360) soovib kasutada hoopiski EBITA-t EBITDA asemel, sest paljude tööstusharude jaoks olemasolevate varade depretsiatsioon on sama, mis raamatupidamislikus arvestuses raha kõrvale panemine tulevaste

kapitalikulutuste jaoks, mida läheb tulevikus vaja nende varade asendamiseks. Ta ütleb, et materiaalse põhivara kulumi mahaarvestamine ettevõtte tuludest esindab paremini tulevasi rahavoogusid ning omakorda ka ettevõtte hindamist.

Kui võrreldavate ettevõtete grupis on erinevate riikide ettevõtteid, tuleb arvestada ka erinevate maksumääradega. Sellisel juhul soovitab Koller *et al.* (2015, 361-363) kasutada EV/EBITA suhtarvu asemel hoopis EV/NOPLAT (*net operating profit less adjusted taxes*), sest erinevused maksudes esindavad tegelikke rahavoogusid, mistõttu ei saa neid ignoreerida. NOPLAT on ettevõtte põhitegevusest saadud kasum pärast põhitegevusega seotud maksude lahutamist (Koller *et al.* 2010, 40). Koller *et al.* (2015, 366) valem näeb välja järgmine:

$$\frac{EV}{NOPLAT} = \frac{\left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g} \quad (6)$$

kus

EV – ettevõtte turuväärtus,

NOPLAT – maksujärgne ärikasum,

g – kasvumäär,

ROIC – tootlus investeeritud kapitalilt,

WACC – kaalutud keskmine kapitali hind.

Antud töös kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamisel suhtarve P/E, P/B, EV/EBITDA ning EV/EBIT. Leitakse suhtarvud nii ajalooliste andmete põhjal kui ka tulevikku vaatavad suhtarvud, et hindamine võrreldavate suhtarvude meetodi oleks kooskõlas hindamise põhimõtetega ning et tulemused oleks paremini võrreldavad DCF meetodil saadava tulemusega.

2. AS TALLINNA SADAM

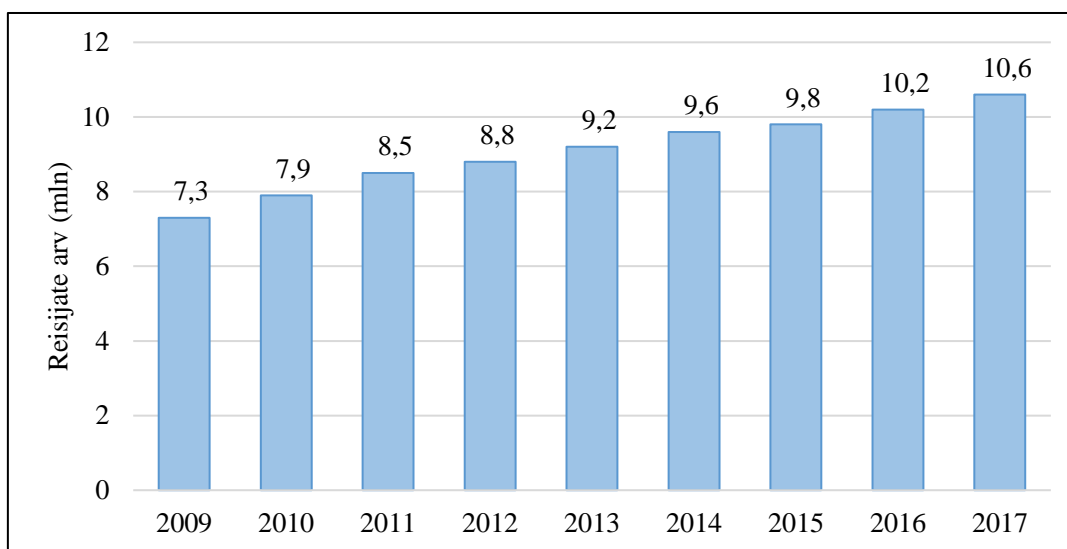
2.1. AS Tallinna Sadama tutvustus

„AS Tallinna Sadam on Eesti suurim kauba- ja reisisadamate kompleks, mis etendab olulist rolli Eesti transpordisüsteemis ja majanduses tervikuna. Võttes arvesse mõlemat, nii reisijate arvu kui kaubavooge, on Tallinna Sadam ühtlasi ka üks suurimaid sadamate komplekse Läänemere ääres.“ Ettevõtte visiooniks on „saada Läänemere uuendusmeelseimaks sadamaks, luues klientide jaoks parima keskkonna ja arenguvõimalused“. Tallinna Sadama põhiväärtused on avatus, nutikus ja usaldusväärsus. (Ettevõttest ...)

Riigiettevõtte Tallinna Sadam moodustati 1992. aastal ning 1996. aastal muudeti riigiettevõtte aktsiaseltsiks. Tegu on Eesti suurima kauba- ja reisisadamate kompleksiga, mis tegutseb aastaringelt. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017) Alates 13.06.2018 on AS Tallinna Sadama aktsiad noteeritud Nasdaq Tallinna börsil. Ettevõtte enamusaktsionäriks on Eesti Vabariik 67% osalusega ning ülejäänud 33% moodustavad investeerimisfondid, pensionifondid ja jaeinvestorid. AS Tallinna Sadama juhatuse liikmed 2018. aasta seisuga on Valdo Kalm, Marko Raid ja Margus Vihman. (Ettevõttest ...) AS Tallinna Sadam gruppi kuuluvad tütarettevõtted TS Laevad OÜ ja TS Shipping OÜ ning Green Marine AS (Ettevõtte tutvustus ... 2018). AS-is Tallinna Sadam töötab 268 inimest, grupis kokku on töötajaid umbes 500 (Presentatsioon ...).

AS Tallinna Sadam koosneb viiest sadamast –Vanasadam, Muuga sadam, Paldiski Lõunasadam, Paljassaare sadam ning Saaremaa sadam, kuid lisaks kuuluvad ettevõttele ka Muuga ja Paldiski Lõunasadama tööstuspargid. Sadamate arendamine toimub pidevalt, hetkel on kehtivad detailplaneeringud Muuda sadamas ja Paldiski Lõunasadamas, millega võimaldatakse rajada merre uusi kaisid ning ladustamise alasid. 2017. aastal valmis Vanasadama laiaulatuslik ja pikaajaline arendusplaan (Masterplan 2030), mille eesmärgiks on rajada Eesti suurim ja atraktiivsem turismivärv ning moodsa linnaruumi osa. Saaremaal on ettevõtte välja arendamas Saaremaa Logistikaparki. (Ettevõttest ...)

AS Tallinna Sadama põhitegevusalaks on sadamate töö ja veeteede kasutamisega seotud tegevused (E-krediidiinfo, Tallinna Sadam AS ...), kuid ettevõtte tegevused jagunevad peamiselt nelja ärivaldkonna vahel: reisijad ja nende teenindamisega seotud tegevused, kaup ja selle käitlemisega seotud tegevused. Laevandus ning kinnisvara ärivaldkond on veel suures osas ettevalmistusfaasis. (Ettevõttest ...) AS Tallinna Sadam teenindas aastal 2017 10,6 miljonit reisijat (vt Joonis 2) ning võttis vastu 5700 reisilaevakülastust (Ettevõtte tutvustus ... 2018). Jooniselt 2 on näha, et reisijate arv Läänemerele on viimaste aastate jooksul küllaltki stabiilselt kasvanud. Kõige suurema reisijate arvuga liin on Tallinn-Helsingi, kus teenindati 2017. aastal 8,8 mln reisijat (*Ibid.*). „Reisijate arvu pidev kasv väljendab Eesti ja Soome vahel tihenevat seotust nii turismi kui majandustegevuse alal, mida ei ole viimastel aastatel oluliselt mõjutanud ka muutused majanduskeskkonna näitajates.“ 2017. aastal tõi Tallinna Sadam uue reisilaeva Megastari ning Viking Line suvise kiirlaeva Tallinn-Helsingi liinile, mis mõlemad aitasid kaasa reisijate arvu kasvule. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017)



Joonis 2. Tallinna Sadama reisijate arv miljonites, aastatel 2009 kuni 2017
Allikas: (Ettevõtte tutvustus ... 2018)

Kaubasadamad võtavad aastas vastu 1600 kaubalaeva ning 19 miljonit tonni kaupa. Eelmisel aastal oli kaubamahu jaotus järgmine: vedellast 39%, ro-ro ehk veeremlast 26%, puitlast 22%, konteinerid 10% ning segalast moodustas 3%. Tallinna Sadam pakub tüdarettevõtete kaudu parvlaevaühendust maismaa ja Hiiumaa ning Saaremaa vahel ja osutab Eesti riigile jäämurdeteenust jäämurdjaga Botanica. Ettevõttel on 5 parvlaeva, mis veavad 2 mln reisijat ja 1 mln sõidukit aastas (Presentatsioon ...). 2017. aasta käibe jaotus segmentide lõikes oli järgmine: 41% Reisisadamad, 33% Kaubasadamad, 22% Reisiparvlaevad ning 4% Muu, kusjuures

Vanasadama kinnisvaraarendus kuulub Reisisadamate segmenti arvestusse, tööstuspargid kuuluvad Kaubasadamate ärisegmenti ning tulu laeva Botnica eest ja kapitaliosalus AS-is Green Marine kuuluvad Muu ärisegmenti alla. (Ettevõtte tutvustus ... 2018)

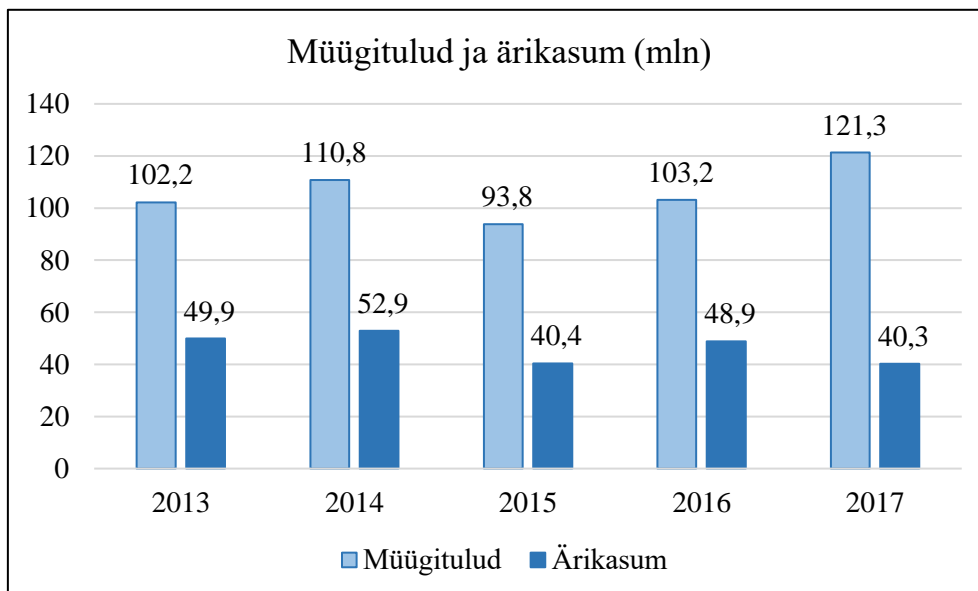
2.2. AS Tallinna Sadama finants- ja turunäitajad

2017. aastal avaldas mõju grupi mahunäitajatele elavnenud majanduskeskkond, millega kasvasid veerem- ja konteinerkaupade käive ning samuti reisijate arv. Vedellasti terminalide kaubakäive vähenes valdavalt madalal püsinud nafta hinna tõttu, mis vähendas nõudlust terminalides pakutavate lisaväärtusteenuste järele. Madala nafta hinna ja ka Venemaa suhtes kehtestatud sanktsioonide mõjul püsis madalseisus *offshore* teenuste turg, sest jäämurdjale Botnica ei olnud suvist lisatööd. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017)

2017. aasta suurimaks tulude ja kulude mõjutajaks oli 2016. oktoobrist lisandunud parvlaevadega siseriikliku üleveoteenuse osutamine (*Ibid.*). Joonisel 3 on välja toodud Tallinna Sadama müügitulud ja ärikasum aastate 2013-2017 lõikes. Jooniselt on näha, et 2017. aastal oli Tallinna Sadama grupi müügitulu kokku 121,3 mln eurot. See on ajalooliselt kõrgeim tulemus, näidates aastaga kasvu 18,1 mln euro võrra ehk 17,6%. Enamuse tulust teenis Tallinna Sadama grupp sadamategevusest, kus reisisadamate ja kaubasadamate segmentid kokku andsid ligi $\frac{3}{4}$ Tallinna Sadama grupi tuludest. Aastatel 2015 kuni 2017 on Reisisadamate segment näidanud pidevat kasvu, samas kui Kaubasadamate tegevusest saadud tulu on vähenenud. Alates 2016. aasta oktoobrist lisandus Reisiparvlaevade segment, mis 2017. aastal teenis tulu 27,1 mln. (Ettevõtte tutvustus ... 2018) Kvartaalsete andmete puhul on võrreldes eelmise aasta kolmanda kvartaliga kasvanud oluliselt kaubamaht ja ka reisijate arv, mistõttu ka müügitulu ning EBIT kasvasid, vastavalt 19% ja 54% (Auditeerimata ... 2018). Kaubamaht suurenes 27,5% ning reisijate arv 2,2%. Valdo Kalmu sõnul tuleneb kaubamahtude suurenemine vedellasti arvelt, kuid see suur kasv on pigem erandlik. Järgnevateks perioodideks nii suurt kasvu ei prognoosita ning eeldatakse pigem kaubavoogude stabiliseerumist. Samal ajal aga reisijate arvu osas nähakse mõõduka kasvu jätkumist. (ASi Tallinna ... 2018)

Põhitegevusega seotud kulud (tegevuskulud, tööjõukulud ning põhivara kulum ja väärtuse langus) olid 2017. aastal 85,4 mln eurot, ehk võrreldes aastaga 2016 on näha kulude kasvu 23,6 mln ehk 38% võrra (vt Lisa 1). Suure osa sellest moodustab ühekordse iseloomuga põhivara väärtuse

languse kulu kasv summas 5,7 mln eurot, mis tulenes asenduslaevade rentimise vajadusest, sest nelja uue reisiparvlaeva valmimistähtaegu ületati. Ilma viimast arvestamata, kasvasid tegevuskulud aastal 2017 17,9 mln võrra, ehk 29%. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017)

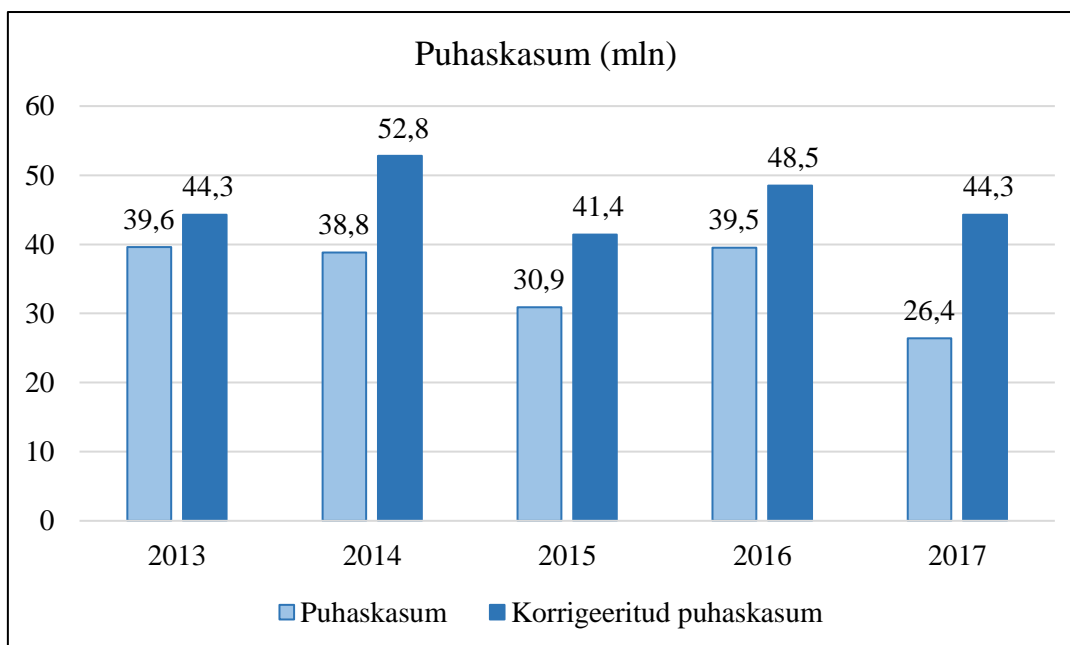


Joonis 3. Tallinna Sadama müügitulud ja ärikasum, aastatel 2013 kuni 2017
Allikas: Autori koostatud lisas 1 toodud andmete põhjal

Tallinna Sadama grupi ärikasum aastal 2017 oli 40,3 mln eurot, mis tulenevalt kulude suuremast kasvust, vähenes eelmise aastaga võrreldes 8,6 mln eurot ehk 18%. Kui jätta arvestamata ühekordse iseloomuga põhivara väärtuse languse kulu kasvu, vähenes ärikasum 2,9 mln ehk 6%. (*Ibid.*) Ärikasumit ehk EBIT-it jagades müügituluga saadakse ärikasumi marginaal. Ärikasumi marginaal on ettevõtte kasumlikkuse seisukohalt üks olulisemaid näitajaid. „See ütleb meile sisuliselt, kui palju jääb firmal raha järgi pärast kaupade ja teenuste müümiseks tehtud otseste kulutuste mahaarvamist (protsentuaalselt)“. (Investeerimisõpik) AS-i Tallinna Sadam ärikasumi marginaal langes 2017. aastaks 44%-lt 32%-le. „Korrigeeritud ärikasumi marginaal langes 44,2%-lt 36,7%-le“. Ärikasumi marginaali langus tulenes jäämurdja Botnica väärtuse langusest ning sadamategevuse kasumi vähenemisest ja siseriikliku üleveoteenuse lisandumisest. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017)

Aastal 2017 oli ettevõtte puhaskasum 26,4 mln eurot (vt Joonis 4). Võrreldes eelmise aastaga, vähenes puhaskasum 13,1 mln euro võrra, ehk 33%. Puhaskasumi kujunemist mõjutasid lisaks finantstuludele ja –kuludele ka dividendide tulumaks. Finantstuludes olulisi muutuseid ei olnud aga finantskulu kasvas 1,24 mln euro ehk 116% võrra „peamiselt tingituna parvlaevade

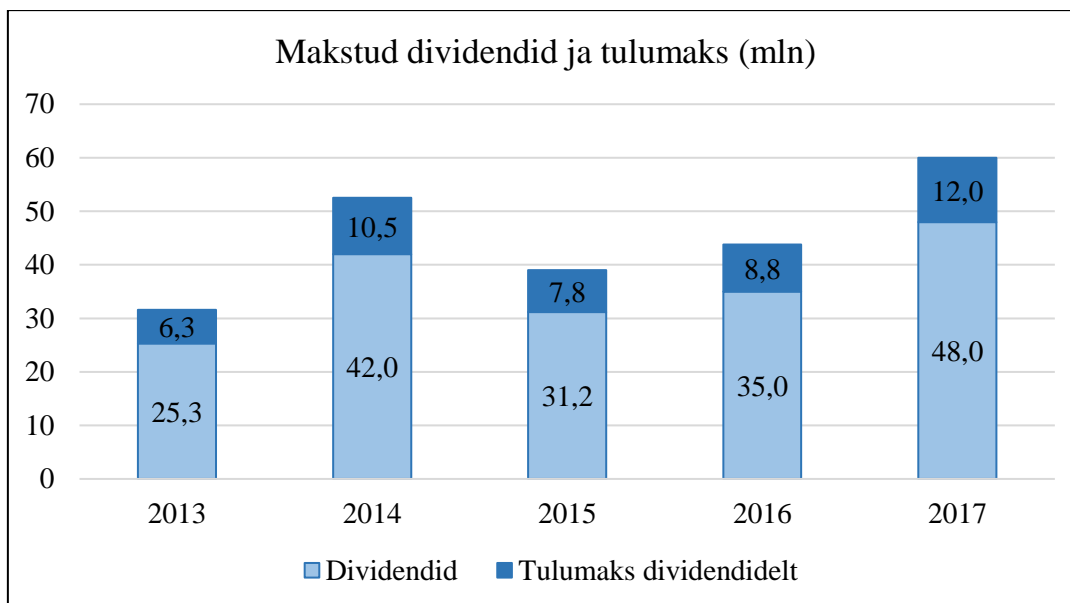
finantseerimisega seotud intressikulu kapitaliseerimisest parvlaevade ehituse ajal, summas 0,95 mln eurot 2016. aastal ja 0,14 mln eurot 2017. aastal. Kuigi intressikandvate kohustiste maht oli 2017. aasta lõpus 10,5 mln euro võrra väiksem kui aasta varasema seisuga, oli nende aasta keskmine saldo kõrgem 2017. aastal, mis samuti tingis suurema intressikulu.“ (*Ibid.*)



Joonis 4. Tallinna Sadama puhaskasum ja korrigeeritud puhaskasum, aastatel 2013 kuni 2017
Allikas: (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017)

Lisaks dividendide summa suurenemisega 35 mln eurolt 48 mln euroni, suurenes ka dividendide tulumaksukulu. Enne tulumaksustamist oli kasum 38,4 mln, vähenedes 20% ehk 9,8 mln võrra. Korrigeerides puhaskasumit oluliste ühekordsete tulude ja kulude ning makstud dividendide tulumaksu võrra, saab ettevõtte korrigeeritud puhaskasumiks 44,3 mln eurot. (*Ibid.*)

2017. aastal maksis grupp dividende summas 48 mln eurot, sellele lisandus tulumaksukulu dividendidelt 12 mln eurot (vt Joonis 5). Tallinna Sadam on viimase kümne aasta jooksul maksnud dividende keskmiselt 28 mln eurot aastas. 2017. aasta eest makstavaks dividendisummaks aastal 2018 on 105 mln eurot, millest esimene väljamakse toimus 25.06.2018 ja summas 85 mln eurot. Ülejäänud 20 mln eurot planeeritakse välja maksta 2018. aasta lõpus. (Auditeerimata ... 2018)
Dividendide maksmise ajalugu aastate 2013 kuni 2017 kohta on välja toodud Joonisel 5.



Joonis 5. Tallinna Sadama makstud dividendid ja tulumaks, aastatel 2013 kuni 2017
Allikas: (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017)

„AS Tallinna Sadam on varasematel aastatel jaotanud aktsionäridele märkimisväärseid dividende ning seadnud eesmärgiks jätkata samasugust tugevat ja kindlat dividendipoliitikat“ (*Ibid.*). Aastatel 2019-2020 on ettevõtte dividendipoliitika eesmärgiks maksta netodividende vähemalt 30 mln euro eest aastas. Alates aastast 2021 on ettevõttel plaanis maksta dividendideks vähemalt 70% eelmise aasta puhaskasumist. (Presentatsioon ...)

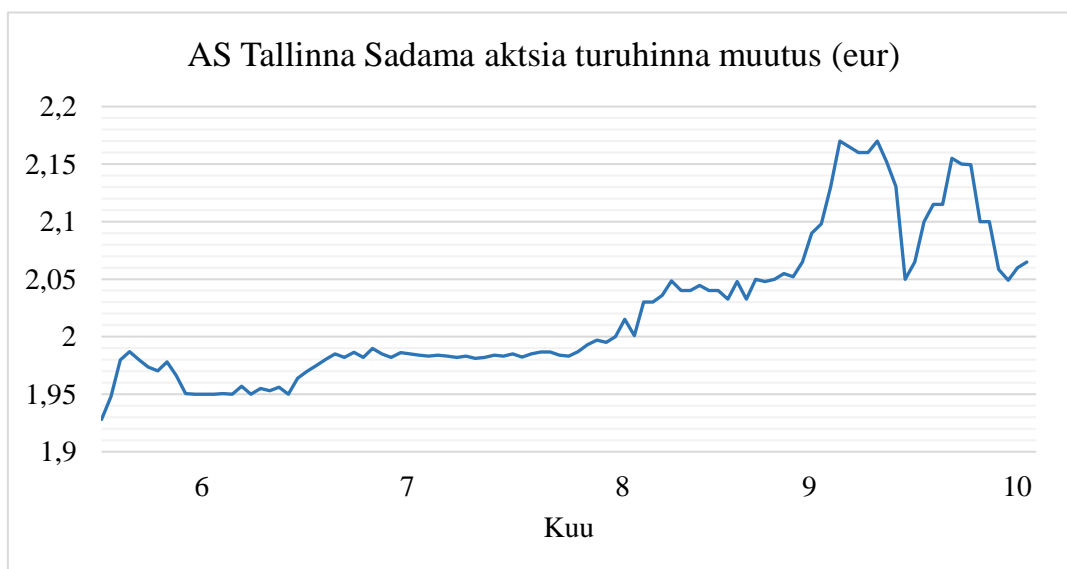
Ettevõtte varade tootlus oli 2017. aastal 4,3%, varasemal aastal oli tootlus 6,5%. Korrigeeritud tulumaksueelse kasumi põhjal leitud varade tootlus oli aastal 2017 7,2%. „Tootluse langus 2017. aastal tulenes peamiselt korrigeeritud tulumaksueelse kasumi vähenemisest (9% võrra), millele lisandus keskmise varade mahu kasvu (1% võrra) mõju“. Korrigeeritud omakapitali tootlus aastal 2017 oli 13,2%, mis on eelneva aasta 14,1%-ga võrreldes ka langenud. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017)

Aastal 2017 investeeris grupp kokku 35,8 mln eurot, sellest 15,8 mln läks uutesse infrastruktuuri objektidesse ja põhivara soetusse ning olemasolevate infrastruktuuri objektide parandamiseks. Ülejäänud investeeriti parvlaevade ehitusse ning siseriikliku üleveoteenuse osutamiseks vajalikesse info- ja ligipääsusüsteemidesse. 2018. aastaks on planeeritud investeerida ligi 23 mln eurot Vanasadamas reisijate teenindamise valdkonda, kus alustatakse D-terminali hoone rekonstrueerimist, reisilaevade jaoks automaatsete sildumisseadmete rajamist ja muuhulgas ka

kruisiterminali ehitust. „Lisaks investeeringutele teeb AS Tallinna Sadam igal aastal olulisi uuringu- ja arenguväljaminekuid, 2017. aastal kokku summas 1,0 mln eurot“. Varasemalt on uuringu- ja arengutegevusteks kulutatud aastatel 2016-2013 vastavalt 0,2 mln, 0,2 mln, 0,6 mln ja 0,4 mln eurot. (*Ibid.*)

„Vastavalt Vabariigi Valitsuse 29.03.2018 korraldusele volitati majandus- ja taristuministrit riigi esindajana korraldama AS-i Tallinna Sadam aktsiate avalik pakkumine ning sellega seoses suurendama aktsiakapitali kuni 75 404 968 euro võrra kuni 75 404 968 uue 1-eurose nimiväärtusega aktsia väljalaskmise teel. 05.04.2018 otsustas emaettevõtja ainuaktsionär suurendada mitterahalise sissemakse teel aktsiakapitali 2 392 000 euro võrra emiteerides 2 392 000 uut aktsiat nimiväärtusega 1 euro.“ (*Ibid.*)

AS Tallinna Sadam noteeriti 13.06.2018 Nasdaq Tallinna börsil Balti põhinimekirjas. Aktsia ISIN on EE3100021635 (Nasdaq Baltic, AS Tallinna Sadam ...) Aktsia kauplemissühis on TSM1T, aktsia nimiväärtus on 1 euro ning ettevõtte on kokku 263 mln lihtaktsiat. (Auditeerimata ... 2018) Joonisel 6. on välja toodud AS-i Tallinna Sadam aktsia turuhinna dünaamika alates Nasdaq Tallinna börsil noteerimisest kuni 2018. aasta oktoobri lõpuni. Võrreldes esmaemissiooni pakkumishinnaga 1,7 eurot aktsia kohta, on aktsia hind tõusnud 2018 aasta oktoobri lõpuks hinnani 2,07 eurot aktsia kohta (Reuters, Tallinna Sadam AS ...), ehk 21,76%. Kõige kõrgem aktsia sulgemishind 2,17 eurot aktsia kohta olid 2.10.2018 ja 8.10.2018 (*Ibid.*).



Joonis 6. Tallinna Sadama turuhinna muutus perioodil 13.06.2018-31.10.2018
Allikas: (Nasdaq Baltic, AS Tallinna Sadam ...)

Alates noteerimisest kuni oktoobri lõpuni on Tallinna Sadama aktsiaga toimunud 6341 tehingut, mille käigus vahetas omanikku 17,11 mln aktsiat, tehingute käive kokku oli 34,2 mln eurot. Juunis toimus kokku 1946 tehingut, mahus 7,17 mln aktsiat. Juulis, augustis ja septembris olid tehingute arvud vastavalt 1081, 806 ja 920 ning oktoobris tehti rohkem tehinguid, nimelt 1588. Aktsiate kogused olid tehingutes juulis ja oktoobris 3 mln lähedased, augustis vahetas omanikku 1,9 mln ja septembris 2,1 mln aktsiat. „Võrreldes II kvartaliga on kauplemissaktiivsus ja -mahud langenud, mis on põhjendatav börsile sisenemise järgse suure investorite huviga ning pakkumisel saadud jaotise ümberpaigutumisega investorite vahel“ (Auditeerimata ... 2018), kuid peale III kvartalit on tehingute arv ja kogused jälle tõusma hakanud.

3. AS TALLINNA SADAMA VÄÄRTUSE HINDAMINE

3.1. AS Tallinna Sadama väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

Käesolevas töös põhinetakse ettevõtte väärtuse hindamisel eelkõige AS Tallinna Sadama konsolideeritud majandusaasta aruannetel, mida töö autor analüüsib. Kõige rohkem pöörab töö autor tähelepanu ettevõtte kasumiaruannetele ja bilansile. Tulevaste rahavoogude prognoosimisel võtab autor ajaperioodiks viis aastat, peale viimast aastat kasutatakse terminaalkväärtust. Rahavoogusid leitakse FCFF valemi abil ning terminaalkväärtuse leidmisel kasutatakse stabiilse kasvu mudelit, mille järgi jätkavad rahavood kasvamist stabiilselt. Ettevõtte väärtuse leidmiseks diskonteeritakse oodatavad vabad rahavood ettevõtte kaalutud keskmise kapitali hinnaga.

Aastal 2016 kasvasid ettevõtte müügitulud 10% ja 2017. aastal 18%. 9 kuu jooksul aastal 2018 on ettevõtte müügitulud juba 101,1 mln eurot. See on 6,9 mln rohkem kui aastal 2017 samal ajal ning protsentuaalne kasv on 7,3%. 2018. aastal on enim kasvanud tulu laeva prahitasust, 2,9 mln eurot ehk 70%, mis tulenes Botnica suvisele tööle asumisest. See on täiesti uus tulu, mida eelneval aastal polnud. Samuti kasvas tulu üleveoteenuse osutamisest 2,5 mln ning tulu laevatasudest 2,3 mln eurot. „Tulu kasvule aitasid lisaks kaasa ka kõrgemad tasumäärad kui aasta varasemal perioodil, mis on seotud Eesti tarbija- ja kütuse hinnaindeksi ning palgainflatsiooniga ja suurenenud reiside arvuga.“ (*Ibid.*)

Tegevuskulud on 2018 aastal 9 kuuga vähenenud 3,7 mln eurot ehk 12% võrra, „tingituna peamiselt 2017. aasta samal perioodil tekkinud asenduslaevade rendikulust mandri ja Eesti suursaarte vahelise üleveoteenuse osutamisel (segment: reisiparvlaevad) summas 6,6 mln eurot, mida 2018. aastal enam ei esinenud“. Kütuse-, energia- ja õlikulu kasvas 0,9 mln eurot ja põhivarade remondikulu kasvas 0,5 mln eurot. Tööjõukulud suurenesid 0,9 mln eurot (7% võrra) tulenevalt peamiselt täiendava reisiparvlaeva liinile toomisega suveks, palkade mõningane tõus ja „emaettevõtja juhatuse teenistuslepingutes sätestatud konkurentsikeelu kohustuse katteks ühekordse kulureservi moodustamisest“. (*Ibid.*)

Ettevõtte ärikasum kasvas 9 kuu jooksul 4,3 mln euro ehk 11% võrra. Seda põhjustas müügitulu kasv ning tegevus- ja muude kulude langus. „Ärikasumi kasvu mõjul tõusis grupi ärikasumi marginaal 41,1%lt 42,6%ni.“ Kasum enne tulumaksu kasvas 12% võrra ehk 4,6 mln eurot ning tulumaksukulu kasvas 14,3 mln euro võrra 26,3 mln euroni. (*Ibid.*) Kuna ettevõtte kuulutas 2018. aasta II kvartalis välja rekordilised dividendid summas 105 mln eurot, tuli grupi 9 kuu majandustegevuse puhaskasumiks 15,8 mln eurot. See on 9,6 mln eurot vähem võrreldes eelmise aasta sama võrdlusperioodiga. Tallinna Sadama juhatuse esimees Valdo Kalm kinnitas: „Liigume siiski kindlalt 2018. aastaks seatud kasumieesmärgi kursil ning suudame 2019. aastal maksta oma aktsionäridele lubatud määral dividende“. (Tallinna Sadam ... 2018)

Vabade rahavoogude arvutamiseks tulenevalt eeltoodust prognoosib töö autor ettevõttele müügitulu kasvu keskmiselt 8% järgneva viie majandusaasta jooksul. Kuigi eelmisel aastal oli ettevõtte müügitulud ajalooliselt kõrgeimad, näidates aastaga kasvu 18%, võtab töö autor arvesse Ardo Hanssoni (2018) majandusprognoosi, mille kohaselt on „2019 aastal ettevõtlusega tegelemise tingimused samuti head“, kuid edaspidi tuleb arvestada Euroopa majanduskasvu aeglustumisega. Keskmise müügitulu kasv aastatel 2013-2017 on olnud 7% aastas. Seetõttu prognoositakse aastaks 2018 müügitulu kasvu 10% ja 2019. aastaks müügitulu kasvu 8% ning järgnevate aastate jooksul arvestatakse rahulikuma kasvutempoga 7% aastas. 2018. aastal on muud tulud vähenenud 3,9 mln eurot, sest 2017. aastal kajastati leppetrahvitulu reisiparvlaevade üleandmise hilinemise eest (Auditeerimata ... 2018), kuid siiski on juba 9 kuuga muud tulud summas 4,6 mln, jäädes 2017. aastale alla hetkel vaid 0,2 mln euroga. Prognoosides arvestatakse muude tulude vähenemist 5% aastas, sest viimasel aastal oli selles segmendis suur langus.

Analüüsi aluseks olevate aastate majandusaruannete põhjal on näha, et kulude osakaal käibest on aastate jooksul jäänud vahemikku 53%-63%. Sellest arvestusest on välja jäetud ühekordse iseloomuga kulud. Aastatel 2013-2015 on tegevuskulud vähenenud aastas keskmiselt 2% ning 2016-2017 aastatel on kulud kasvanud keskmiselt 32% aastas. Kahe viimase aasta jooksul on tegevuskuludest enamuse moodustanud reisiparvlaevade rentimine. 2016. aastal suurenesid tegevuskulud 5,7 mln euro võrra, millest rohkem kui 90% ehk 5,2 mln eurot moodustas rendikulu. (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2016). Aastaks 2018 on tellitud reisiparvlaevad valminud ning juba 9 kuu jooksul on tegevuskulud vähenenud 12%. Töös prognoositakse tegevuskulude vähenemist aastal 2018 10%. Järgmisteks aastateks ei prognoosita väga suurt tegevuskulude tõusu, sest kahe viimase aasta jooksul tõus on peamiselt tulenenud rendikuludest ning prognoosides

jäetakse kulude osakaal käibest sarnasesse vahemikku kui eelnevatel aastatel. Seetõttu prognoositakse tegevuskulude tõusu aastateks 2019-2022 vastavalt 2%, 6%, 10% ja 10%.

Vaadeldava perioodi jooksul, aastatel 2013-2017, on ettevõtte tööjõukulud tõusnud keskmiselt 15% aastas. 9 kuuga käesoleva aasta jooksul on ettevõtte tööjõukulud suurenenud 7% võrra. Ardo Hansson (2018) prognoosib aastateks 2019 ja 2020 vastavalt 6,4% ja 5,9% palgakasvu. Lähtuvalt eeltoodust prognoositakse antud töös tööjõukulude tõusu 2018. aastal 10% ning edaspidi stabiilset kasvu 7% aastas. Põhivarade kulum on 9 kuuga suurenenud 1,5 mln euro ehk 10% võrra, kuna Vanasadamas põhivarade maht suurenes ning valmisid liiklusalade parendamiseks tehtud investeeringud (Auditeerimata ... 2018). Kuna varasemate aastate jooksul on põhivara kulum aastas keskmiselt 15% tõusnud, prognoositakse selle trendi jätkumist. Lisaks võetakse arvesse ka investeeringuid põhivarasse. Lähtudes sellest, et viimase viie aasta jooksul on muud kulud vähenenud keskmiselt 54% aastas, kui mitte arvestada 2014. aasta üle kuuekordset kulude kasvu prognoositakse aastal 2018 ja 2019 kulude kasvu kolmekordistumist ning järgnevatel aastatel muude kulude vähenemist 30% aastas.

2018. aastaks väljakuulutatud dividendide tõttu on vaja ettevõttel tasuda 26,3 mln eurot tulumaksu. Järgnevate aastate jooksul on arvesse võetud ettevõtte prognoose maksta investoritele minimaalselt 30 mln eurot netodividendi aastas ning aastast 2021 70% eelmise aasta puhaskasumist. Seda arvesse võttes, prognoositakse aastal 2019 dividende 30 mln ning edaspidi dividendide suurenemist 5 mln võrra aastas. „Regulaarselt makstavaid dividende maksustatakse alates 2019. aastast määraga 14/86 dividendide netosummast. Dividendimakseid loetakse regulaarseteks, kui jaotatava kasumi summa ei ületa ettevõtja viimase kolme aasta keskmist jaotatud kasumit, millelt on Eestis makstud tulumaksu.“ (Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017) Kuna 2018. aasta dividendide summa tõstab viimase kolme aasta keskmist märgatavalt, saab alates aastast 2019 arvestada tulumaksu dividendidelt 14%.

2017. aastal soetas ettevõtte põhivara 26,5 mln euro eest. Viimase viie aasta jooksul on investeeringud põhivara soetamiseks kasvanud keskmiselt 24% aastas, kuid kahe viimase aasta jooksul on trendiks olnud investeeringute vähenemine 36% aastas. 2018. aastal 9 kuu jooksul on ettevõtte teinud investeeringuid summas 8,1 mln eurot. „2018. aasta 9 kuu investeeringud olid peamiselt seotud Vanasadama liiklusalade rekonstrueerimise ja automaatsete liikluse juhtimissüsteemide (Tark Sadam) kasutuselevõetuga ning D-terminali rekonstrueerimise alustamisega.“ „Seisuga 30.09.2018 olid grupil lepingulised kohustused materiaalse põhivara

soetamiseks, remondiks ning uuringu- ja arenguväljaminekute tegemiseks summas 22,454 mln eurot. Lepinguliste kohustuste hulgas on esitatud ka kohustus kaasrahastada Reidi tee ehitust kuni 3,3 mln euro ulatuses.“ (*Ibid.*)

Rahavoogude planeerimisel prognoositakse aastasse 2018 investeringuid summas 11 mln eurot, aastal 2019 arvestatakse ettevõtte plaaniga investeerida 23 mln eurot ning edaspidi eeldatakse, et investeringud kasvavad aastas 24%, sest viimase viie aasta jooksul on investeringud suurenenud keskmiselt 24% aastas. Käibekapitali vähenes aastaks 2017 67,572 mln euro pealt 16,526 mln euro peale. Keskmiselt on kahe viimase aasta jooksul käibekapital suurenenud 8% aastas. Lähtuvalt eeltoodust prognoositakse, et kulutused kapitalile suurenevad 8% võrra aastas. Tabelis 2 on välja toodud ettevõtte prognoositud rahavood aastateks 2018-2022. Rahavoogude leidmisel on kasutatud valemit nr 1. Prognoosidelt on näha, et ettevõtte rahavood kasvavad hüppeliselt aastal 2019. See tuleneb sellest, et 2018. aastal makstavate dividendide tulumaksukulu on üle viie korra suurem, kui tulevikus makstavate dividendide tulumaksukulu. Aastatel 2018-2022 tuleb diskonteerimata rahavoogude summaks 163,212 mln eurot.

Tabel 2. AS-i Tallinna Sadam prognoositud rahavood aastatel 2018-2022 (tuhandetes eurodes)

Näitaja	Aasta				
	2018	2019	2020	2021	2022
Müügitulu	133 425	144 098	154 185	164 978	176 527
Muud tulud	4 568	4 339	4 122	3 916	3 720
Tegevuskulud	- 36 937	- 37 676	- 39 936	- 43 930	- 48 323
Tööjõukulud	- 19 753	- 21 135	- 22 615	- 24 198	- 25 892
Põhivara kulum ja väärtuse langus	- 30 395	- 34 954	- 40 197	- 46 226	- 53 160
Muud kulud	- 1 074	- 3 222	- 2 255	- 1 579	- 1 105
Ärikasum (EBIT)	49 834	51 451	53 304	52 962	51 767
Tulumaksukulu	- 26 250	- 4 884	- 5 698	- 6 512	- 11 250
Kulum	30 395	34 954	40 197	46 226	53 160
Investeeringud põhivarasse	- 11 000	- 23 000	- 28 520	- 35 365	- 43 852
Käibekapitali muutus	- 17 848	- 19 276	- 20 818	- 22 483	- 24 282
FCFF	25 130	39 245	38 465	34 828	25 543

Allikas: Autori koostatud AS Tallinna Sadama 2013-2017 konsolideeritud majandusaasta aruannetes toodud andmete alusel.

Et leida kaalutud keskmist kapitali hinda ehk WACC-i, tuleb kõigepealt arvutada ettevõtte omakapitali ja võlakapitali hinnad. Antud töös kasutatakse omakapitali hinna leidmiseks CAPM mudelit. Valemi nr 2 kohaselt sõltub omakapitali hind riskivabast tulumäärast, beetakordajast ning turu riskipreemiast. Riskivaba tulumäär arvutatakse riiklike võlakirjade tulususe baasil, kuid kuna

Eesti riigil puuduvad riigivõlakirjad, kasutatakse antud töös Saksamaa 10-aastast võlakirja. „Saksamaa võlakiri on sobilik, kuna tegemist on eurotsooni ühe suurema riigiga.“ (Juhend ... 2016) Saksamaa 10-aastase võlakirja hetketootluseks on 0,31% (Long-term ...).

Beetakordaja näitab ettevõtte riskitaset, ehk kas ettevõtte on oma riskitaseme poolest turul keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte. „Turuindeksi beeta on üks.“ (Juhend ... 2016) Damodaran (2018) on välja toonud erinevates valdkondades tegutsevate ettevõtete beeta. Kuna Damodarani andmete põhjal ei ole võimalik täpset sektorit määratleda, mis sobiks AS Tallinna Sadamale, kasutatakse antud töös „mitmekesise tegevusalaga“ (*Diversified*) sektori keskmist finantsvõimendusega beeta, milleks on 0,94. Turu riskipremia leitakse töös Euroopa aktsiaturgude ajalooliste tootluste alusel. Credit Suisse raportis (Dimson *et al.* 2018, 38) on välja toodud, et 16 Euroopa riigi, sh Venemaa aktsaturu tootluse aritmeetiline keskmine aastatel 1968-2017 on 5,5%. Tulenevalt nendest andmetest saab arvutada AS Tallinna Sadama omakapitali hinna valemi nr 2 abil:

$$k_e = 0,31 + 0,94 \times 5,5 = 5,48\%$$

Võlakapitali hinnaks kasutatakse antud töös kaalutud keskmist laenude intressimäära, mille arvutamisel on arvestatud laenude osakaalu ja nende intressimääradega. 2017. aastal oli AS Tallinna Sadama lühi- ja pikaajaliste võlakohustuste summa 235,6 mln eurot (vt Lisa 2) ning nende kohustuste intressikulu 2,46 mln eurot. Konsolideeritud majandusaasta aruandes (2017) on välja toodud seisuga 31.12.2017 kasutusse võetud laenude kaalutud keskmiseks intressimääraks 0,805%, mis on antud töös ka võlakapitali hinnaks. Omakapitali turuväärtuseks on AS Tallinna Sadama puhul emissioonihind, millega ettevõtte realselt kapitali kaasas. Võttes arvesse omakapitali ja võlakapitali hindasid, saab leida ettevõtte WACC-i (valem nr 3):

$$WACC = 5,48 \left(\frac{447\ 100}{682\ 700} \right) + 0,805 \left(\frac{235\ 600}{682\ 700} \right) = 3,87\%$$

Töös leitakse ettevõtte terminaalkasvatuse kasutades stabiilse kasvu mudelit (valem nr 4), mille järgi jätkavad ettevõtte rahavood kasvumist stabiilselt lõpmatuseni. Stabiilse kasvumäärana on antud töös kasutatud Eesti majanduskasvu. Vastavalt OECD pikaajalise SKP prognoosidele, kasvab Eesti majandus aastate 2018-2060 ajal keskmiselt 1,03% aastas (GDP ...). Tabelis 3 on välja toodud ettevõtte diskonteerimata ja diskonteeritud rahavood ning nende põhjal arvutatud terminaalkasvatused. Terminaalkasvatuse arvutamisel kasutatava rahavoo leiab töö autor korrutades prognoosiperioodi viimase aasta rahavoo stabiilse kasvumääraga 1,03%.

Tabel 3. AS-i Tallinna Sadam diskonteerimata ja diskonteeritud rahavood (tuhandetes eurodes)

	2018	2019	2020	2021	2022	Terminaalväärtus
FCFF	25 130	39 245	38 465	34 828	25 543	908 665
Diskonteeritud FCFF	23 952	35 651	33 304	28 741	20 090	714 681

Allikas: Autori arvutused

Tabelis 3 välja toodud arvutuste kohaselt on AS Tallinna Sadama diskonteerimata terminaalväärtuseks 908 665 000 eurot ning diskonteeritud terminaalväärtuseks 714 681 000 eurot. Kuna töö autor on leidnud diskonteerimismäära, diskonteeritud rahavood ja terminaalväärtuse, saab leida ettevõtte väärtuse. Selleks tuleb summerida prognoosiperioodi diskonteeritud rahavood ning liita need diskonteeritud terminaalväärtusele. Diskonteeritud ettevõtte väärtuseks saadakse 856 418 843 eurot. Arvestades maha ettevõtte netovõlg, mis on 2018. aasta kolmanda kvartali seisuga 145,435 mln eurot (Auditeerimata ... 2018), tuleb AS Tallinna Sadama hinnanguliseks väärtuseks 710 983 843 eurot. Kuna AS-il Tallinna Sadam on kokku 263 mln lihtaktsiat, tuleb ühe aktsia hinnaks 2,703 eurot.

3.2. AS Tallinna Sadama väärtuse hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil

Võrreldavate suhtarvude meetodi põhimõte on selles, et sarnaseid varasid peaks saama müüa sarnase hinnaga (Koller *et al.* 2015, 351). Esmalt, peab aga leidma sarnaseid ettevõtteid, mis on börsil noteeritud. Kuna Läänemere äärsed sadamad pole börsil noteeritud, koostatakse antud töös võrreldavate ettevõtete grupp teistest Euroopa ettevõtetest, mis Reutersi järgi tegelevad samas valdkonnas, sadama teenustega (*Marine Port Services*). Nendeks on Piraeus Port Authority SA, Global Ports Holding PLC, Hamburger Hafen und Logistik AG, Eurokai GmbH & CO KGaA, Luka Koper dd. Ettevõtted on noteeritud Kreeka, Inglismaa, Saksamaa ning Sloveenia turul. Ettevõtete valikul on lähtutud sellest, et ettevõtted tegutseksid samas sektoris, oleksid võimalikult lähedase geograafilise asukohaga.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul arvutatakse suhtarvud välja kõigi võrreldavate ettevõtete kogumis olevate ettevõtete kohta ning seejärel arvutatakse nende mediaankeskmise. Antud töös kasutatakse võrreldavate suhtarvudena ettevõtte hindamisel aktsia turuhinna ja kasumi suhet P/E,

aktsia hinna ja bilansilise väärtuse suhet P/B, ettevõtte väärtuse ja kasumi suhet enne intresse, makse, depretsatsioonini ning amortisatsioonini EV/EBITDA ning ettevõtte väärtuse ja ärikasumi suhet EV/EBIT. Suhtarvud leitakse nii kõige uuemate ajalooliste andmete põhjal, kui ka prognoosil põhineva teabe alusel, mis on kooskõlas hindamise põhimõtetega. Prognoositud suhtarvud põhinevad Reuters-i analüütikute hinnangutel. Tabelis 4 on välja toodud AS Tallinna Sadama ning teiste grupis olevate ettevõtete välja arvutatud suhtarvud. Suhtarvude arvutamisel on kasutatud Tallinna Sadama aktsia sulgemishinda seisuga 14.12.2018, ajaloolised andmed põhinevad ettevõtete andmetel, mis on esitatud aasta 2017 kohta ning prognoosid põhinevad järgmise 12 kuu kohta.

Tabel 4. AS Tallinna Sadama ja võrreldavate ettevõtete suhtarvud

Ettevõtte nimi	Ajaloolistel andmetel				Prognooside põhjal			
	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT
Piraeus Port Authority SA	19,15	1,98	11,61	13,46	14,77	-	7,60	9,79
Global Ports Holding PLC	11,55	2,22	8,08	11,73	9,65	1,08	7,43	10,36
Hamburger Hafen und Logistik AG	15,30	2,24	5,29	10,52	13,25	2,06	5,09	8,42
Eurokai GmbH & CO KGaA	11,78	1,18	6,56	10,24	13,72	1,10	6,45	10,10
Luka Koper dd	9,08	1,04	4,29	6,24	9,17	0,94	5,29	8,69
Grupi mediaan keskmine	11,78	1,98	6,56	10,52	13,25	1,09	6,45	9,79
Sektori keskmine	11,10	1,21	9,71	-	10,56	1,26	8,16	-
Tallinna Sadam AS	20,40	1,65	8,11	13,37	12,57	1,40	9,71	13,97

Allikas: Thomson Reuters ... (2018); autori arvutused

Tabelis 4 on välja toodud nii võrreldavate ettevõtete grupi suhtarvude mediaan keskmine, kui ka sektori keskmine. Tabelist on näha, et tulevikku vaatavat P/B suhtarvu ei olnud Reutersi analüütikute hinnangu põhjal välja toodud, samuti puudub sektori EV/EBIT suhtarv nii ajalooliste andmete kui ka prognooside põhjal. Analüüsid tabelis 4 välja toodud tulemusi selgub, et mõnede suhtarvude suhtes on Tallinna Sadam nii grupi kui ka sektori tulemusi arvestades ülehinnatud, kuid samas teiste suhtarvude järgi alahinnatud. Koller *et al.* (2015, 354-355) tõi välja, et tulevikku suunatud suhtarvud on võrreldes ajaloolistel andmetel põhinevatest suhtarvudest palju täpsemad. Selle väite paikapidavust on näha ka antud töös, sest märkimisväärsemaid erinevusi esineb rohkem ajaloolistel andmetel arvutatud suhtarvude vahel, samas kui tulevikku vaatavate suhtarvude varieeruvus on väiksem.

AS-i Tallinna Sadam aktsia hind seisuga 14.12.2018 oli 2,05 eurot. Võrreldes P/E suhtarvu ettevõtte, sektori ning grupi suhtes, on näha suuri erinevusi. Tallinna Sadama P/E on ajalooliste andmete põhjal 20,40, samas kui võrreldavate ettevõtete keskmine on 11,78 ning sektori keskmine on 11,10, seega on ettevõtte ülehinnatud vastavalt 73,17% ja 83,78%. Kui vaadata prognooside põhjal arvatud suhtarve, on näha, et P/E suhtarvud on sarnasemas suurusjärgus ning vahe on palju väiksem – Tallinna Sadam on 5,13% alahinnatud võrreldes grupi keskmisega ning 19,03% ülehinnatud võrreldes sektori keskmisega. Kuna prognooside põhjal arvatud suhtarvude järgi ettevõtte hindamine on kooskõlas hindamise põhimõtetega, pannakse nendele suhtarvudele antud töös rohkem rõhku ning seega arvutatakse ettevõtte hind välja just nende näitajate järgi. Arvutades tulevikuprognooside P/E järgi, on Tallinna Sadama aktsia hinnaks võrreldes grupiga 2,16 eurot ning võrreldes sektoriga 1,72 eurot.

Vaadeldes tabelis 4 olevaid tulemusi on näha, et analüüsitava ettevõtte P/B on ajalooliste andmete järgi sektori keskmisest kõrgem 36,36% ning grupi keskmisest madalam 16,67%. Tulevikku vaatavad suhtarvud näitavad Tallinna Sadama P/B suhet nii grupi kui sektori keskmisest kõrgemat tulemust vastavalt 28,44% ja 11,11%, ehk võrreldes nii grupi kui sektori keskmisega, on Tallinna Sadama aktsia ülehinnatud. P/B suhtarvu järgi tuleb Tallinna Sadama aktsia hinnaks grupiga võrreldes 1,60 eurot ning sektoriga võrreldes 1,85 eurot.

Võrreldes AS Tallinna Sadama EV/EBITDA suhtarvu võrreldavate ettevõtete kogumi keskmisega, on näha, et Tallinna Sadama ajaloolistel andmetel arvatud suhtarvu tulemus on kõrgem grupi keskmisest 23,63%. Samal ajal sektori keskmisest EV/EBITDA-st on analüüsitava ettevõtte tulemus madalam 16,48%. Prognoosi tulemusel saadud suhtarvud näitavad ettevõtte näitaja 50,54%-list vahet grupi keskmise 6,45-ga. Sektori keskmisest on Tallinna Sadamal EV/EBITDA suhtarv suurem 19%. Võrreldes grupi keskmisega on seega ettevõtte mõlemat moodi arvatud EV/EBITDA järgi väga ülehinnatud. Nende tulemuste järgi on ettevõtte aktsia hind grupi keskmisega võrreldes 1,36 eurot ning sektori keskmisega võrreldes 1,72 eurot.

EV/EBIT võrdlemisel on Tallinna Sadama suhtarv mõlemat moodi arvatud andmetel suurem grupi keskmisest. Võrreldes ajaloolistel andmetel tehtud arvutusi, on näha, et Tallinna Sadama aktsia on võrreldes grupi keskmisega ülehinnatud 27,09%, ning ülehinnatud 42,7% prognoositud andmete põhjal tehtud arvutustest. Võrdlusgrupi keskmise alusel peaks AS Tallinna Sadama aktsia väärtus olema 1,44 eurot.

Kasutades võrreldavate suhtarvude meetodit väärtuse leidmisel, tuli suhtarvude P/E, P/B, EV/EBITDA ja EV/EBIT järgi ettevõtte aktsia väärtuseks vahemik 1,36-2,16 eurot, kui võrrelda grupi tulemusi ning 1,72-1,85 eurot, kui võrrelda sektori tulemusi. Kuna võrreldavate ettevõtete grupp koosneb täpselt välja valitud ettevõtetest kindlate näitajate põhjal ning sektorisse kuuluvad ettevõtted ei pruugi olla just kõige paremini võrreldavad ettevõtted erineva geograafilise asukoha ning teiste näitajate tõttu, kasutatakse ettevõtte hindamisel ainult võrreldava ettevõtete grupi saadud tulemusi.

3.3. Tulemuste hindamine

Käesolevas töös kasutati ettevõtte hindamiseks nii DCF meetodit kui võrreldavate suhtarvude meetodit. Esimeses meetodis kasutati vabade rahavoogude leidmiseks FCFF valemit, leiti omakapitali hind kasutades CAPM mudelit. Diskontomäärana kasutati WACC-i, mis leiti ettevõtte võla- ja laenukapitali kaalutud keskmise hinnana. Rahavoogude prognoosi periood oli viis aastat, peale mida kasutati terminaalkäätuse leidmiseks stabiilse kasvu mudelit. Ettevõtte rahavoogude prognoosimise puhul analüüsiti majandusaasta aruandeid. Teise meetodi puhul kasutati P/E, P/B, EV/EBITDA ning EV/EBIT suhtarve. Need suhtarvud leiti analüüsitava ettevõtte, võrreldavate ettevõtete grupi ning tegevussektori kohta.

DCF meetodi puhul rahavoogude prognoosimisel jätkasid ettevõtte vabad rahavood kasvamist, kuid see kasv aeglustub ajapikku. Prognoositud diskonteerimata rahavoogude summaks aastatel 2018-2022 tuli 163,212 mln eurot. CAPM mudeli kohaselt tuli leida riskivaba tulumäär, mis arvutatakse riiklike võlakirjade baasil. Antud töös kasutati selleks Saksamaa võlakirja, kuna Eestil puuduvad riigivõlakirjad. Omakapitali hinnaks kujunes 5,48% ning võlakapitali hinnaks 0,805%, diskontomääraks tuli 3,87%. DCF meetodil leitud hinnanguliseks ettevõtte väärtuseks kujunes 710 983 843 eurot. Kuna ettevõttel on 263 mln lihtaktsiat, kujuneb ühe aktsia hinnaks 2,703 eurot. See tulemus näitab, et ettevõtte aktsia on alahinnatud, sest analüüsi aluseks olev aktsia sulgemishind seisuga 14.12.2018 oli 2,05 eurot. DCF meetodiga võrreldes on ettevõtte aktsia alahinnatud 31,87%.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul oli kõige raskem aspekt võrreldavate ettevõtete leidmine. Kuna AS Tallinna Sadam on sadam ning tegutseb Läänemere ääres, üritas töö autor kõigepealt leida börsil noteeritud ettevõtteid, mis tegutseksid ka Läänemere ääres, kuid kuna selliseid

ettevõtteid samas valdkonnas polnud, pidi töös kasutama teisi Euroopa ettevõtteid. Tulenevalt sellest oli võrreldavate suhtarvude meetodi puhul tulemuste võrdlemine raskendatud. Antud meetodi tulemusi analüüsidis oli näha, et suhtarvud erinesid märgatavalt võrreldes nii grupi kui sektori tulemustega ning selle põhjus võib seisneda selles, et tulemused pole täiesti üheselt võrreldavad Tallinna Sadamaga, sest grupis ning sektoris olevad ettevõtted on geograafiliselt üksteisest üsna kaugel. Enamus suhtarvude puhul oli analüüsiv ettevõtte ülehinnatud võrreldes grupi keskmisega. Kõige rohkem erines ajaloolistel andmetel arvatud P/E grupiga võrreldes ning kõige vähem erines tulevikku vaatav P/E. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul kujunes ettevõtte aktsia hinnaks vahemik 1,36-2,16 eurot.

DCF ja võrreldavate suhtarvude meetodil saadud tulemused on erinevad. DCF analüüs näitas, et ettevõtte aktsia on alahinnatud, samas kui võrreldavate suhtarvude meetod näitab, et ettevõtte aktsia on ülehinnatud. Damodaran (2012, 937) ütleb, et kui ettevõtte on alahinnatud DCF meetodi tulemuste puhul ja ülehinnatud võrreldavate suhtarvude meetodi tulemuste puhul, siis näitab see seda, et antud sektor on alahinnatud. Ettevõtte väärtuseks võrreldavate suhtarvude meetodi puhul kujuneb keskmiseks aktsia hinnaks 1,76 eurot (16,48% väiksem kui hetke hind) ning ettevõtte väärtuseks keskmiselt 462,88 mln eurot. See on 34,9% väiksem sellest väärtusest, mis leiti DCF meetodi puhul, ehk 710 983 843 eurot. Nende kahe meetodi keskmist arvestades, tuleb ettevõtte väärtuseks 589 931 922 eurot ning seega aktsia hinnaks 2,232 eurot. 2,232 eurot aktsia kohta on praegust aktsia hinda arvestades 8,86% kõrgem tulemus, mis tähendab, et hetkel on aktsia alahinnatud.

KOKKUVÕTE

Käesolevas töös uuriti ettevõtte väärtuse hindamiseks diskonteeritud rahavoogude meetodit ning võrreldavate suhtarvude meetodit. Töö eesmärgist lähtuvalt hinnati AS Tallinna Sadama väärtust ning aktsia hinda kasutades mõlemat meetodit. Eesmärgi saavutamiseks uuriti varasemat kirjandust, et tuua välja ettevõtte väärtuse hindamise põhiolemus ning anda ülevaade antud töös kasutatud hindamismeetoditest. Töös tutvustatakse hinnatavat ettevõtet ning antakse ülevaade AS Tallinna Sadama finants- ja turunäitajatest. Töö viimases osas viidi läbi ettevõtte hindamine mõlemat meetodit kasutades ning võrreldi saadud tulemusi.

Töös otsiti vastuseid järgmistele uurimisküsimustele:

- Milliseks kujuneb ettevõtte väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil?
- Milliseks kujuneb ettevõtte väärtus võrreldavate suhtarvude meetodil?
- Mil määral erineb leitud väärtus börsil kaubeldavast hinnast?

Hinnates ettevõtet DCF meetodi põhjal leiab töö autor väärtuse tuleviku oodatava vaba rahavoo diskonteerimise teel. Ettevõtte väärtuse hindamisel põhineti eelkõige AS Tallinna Sadama konsolideeritud majandusaasta aruannetel. Antud töös prognoositi ettevõtte vabasid rahavoogusid ettevõttele järgmise viie aasta jooksul, perioodil 2018-2022. Diskonteerimismäära määramiseks leidis töö autor kõigepealt oma- ja võlakapitali hinnad. Pärast viieaastast prognoosiperioodi kasutati terminaalkväärtust, sest rahavoogusid on raske lõpmatuseni hinnata. Terminaalkväärtuse leidmisel kasutati stabiilse kasvu mudelit, mille järgi ettevõtte rahavood jätkavad kasvamist stabiilselt pärast prognoosiperioodi viimase aasta saabumist. DCF meetodi puhul kujunes ettevõtte hinnanguliseks väärtuseks 710 983 843 eurot ning aktsia hinnaks 2,703 eurot. DCF meetodiga võrreldes on ettevõtte aktsia alahinnatud 31,87%.

DCF meetodil arvatud ettevõtte väärtus kujunes selliseks, kuna viimastel aastatel on ettevõtte näitajad olnud head. Reisijate arv kasvab aastast aastasse, müügitulude kasv 2017. aastal on saavutanud rekordtaseme. Töö autor prognoosis ettevõtte tegevuskulude vähenemist tulenevalt sellest, et suure osa moodustas sellest parvlaevade rendikulu, mis aga jääb edaspidi ära, sest

ettevõtte tellitud parvlaevad said valmis. Tööjõukulude puhul eeldab töö autor stabiilset edaspidist kasvu. 2018. aastal maksab ettevõtte dividende 105 mln euro eest. Aastaks 2019 prognoositakse dividende 30 mln ning edaspidi dividendide suurenemist 5 mln võrra aastas.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul hinnati sarnaseid varasid, mis olid turul hinnatud. Antud meetodi puhul valmistaski kõige rohkem raskust võrreldavate ettevõtete grupi koostamine. Kuna Läänemere äärsed sadamad pole börsil noteeritud, koostati grupp hoopis kaugematest Euroopa ettevõtetest. Ettevõtted mis valiti, olid noteeritud Kreeka, Inglismaa, Saksamaa ning Sloveenia turul. Nendeks oli Piraeus Port Authority SA, Global Ports Holding PLC, Hamburger Hafen und Logistik AG, Eurokai GmbH & CO KgaA ja Luka Koper dd. Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul arvutati kõigi ettevõtete kogumis olevate ettevõtete kohta välja suhtarvud ning nende mediaankeskmise. Seejärel võrreldi AS Tallinna Sadama tulemusi võrreldavate ettevõtete grupi keskmisega. Antud töös kasutati ettevõtte väärtuse hindamisel suhtarve P/E, P/B, EV/EBITDA ning EV/EBIT.

Suhtarvud leiti ajalooliste andmete põhjal ning välja toodi ka Reuters-i analüütikute hinnangutel põhinevad tulevikku vaatavad suhtarvude tulemused, et hindamine võrreldavate suhtarvude meetodil oleks kooskõlas hindamise põhimõtetega ning et tulemused oleks paremini võrreldavad DCF meetodil saadava tulemusega. Enamus suhtarvude suhtes oli Tallinna Sadam ülehinnatud, kuid leidis ka paar suhtarvu, mille alusel oli Tallinna Sadam alahinnatud.

Võrreldavate suhtarvude meetodi puhul kujunes keskmiseks ettevõtte hinnaks 462 880 000 eurot ning aktsia hinnaks 1,76 eurot, mis on 16,48% väiksem kui hetke hind. Võrreldavate suhtarvude puhul leitud ettevõtte väärtus on 34,9% väiksem sellest väärtusest, mis leiti DCF meetodit kasutades. Neid kahte meetodit arvesse võttes tuleb ettevõtte keskmiseks väärtuseks 589 931 922 eurot ning seega aktsia hinnaks 2,232 eurot. See on 8,86% kõrgem 14.12.2018 kuupäeva aktsia hinnast, mis tähendab, et aktsia on alahinnatud. Autori hinnangul on töö eesmärk saavutatud, kuna ettevõtte sai hinnatud kasutades DCF meetodit ja võrreldavate suhtarvude meetodit.

SUMMARY

VALUATION OF AS TALLINNA SADAM

Jaanika Jutt

Investors have the opportunity to acquire a stake in a company by investing in it and therefore, as a result, receive part of the profits earned by the company. Stock markets offer quite high returns, but at the same time they are quite risky and when investing in stocks, the investor should have some knowledge and experience. Successful investing requires thorough analysis and knowledge of what is the value of the asset. If the investor knows what the value is for an asset, then it helps to make more informed decisions. The problem with valuing an asset is not that there are not enough models, but that there are too many and using the right model is of critical matter. Also, it is important to be able to find and evaluate only the most important information from a company's financial statements.

In this paper, the value of AS Tallinna Sadam was found using both discounted cash flow and comparable ratios method. To achieve the goal of this paper, previous literature was examined and the basic principle of asset valuation was outlined. The author provided an overview of the valuation methods used in this paper. The company being evaluated was briefly introduced and an overview of the financial and market indicators of AS Tallinna Sadam was given. In the last part of the paper, the company was evaluated using both methods and the results obtained were compared.

Due to the purpose of this paper, answers for the following questions were sought:

- What is the value of the company based on the discounted cash flow method?
- What is the value of the company based on the comparable ratios method?
- To what extent the value of the company differs from the tradable price?

By valuing the company using the DCF method, the author finds the value by discounting the expected future free cash flows. The valuation of the company was based primarily on the consolidated financial statements of AS Tallinna Sadam. In this paper, the cash flows were predicted for the next five years, for the period of 2018-2022. To determine the discount rate, the author first found the costs of equity and debt. After a five-year forecast period, the terminal value was used because it is difficult to estimate the cash flows endlessly. A stable growth model was used to find the terminal value, according to which the company's cash flows continue to grow steadily after the last year of the forecast period. Using the DCF method, the company's value was found to be EUR 710 983 843 and the share price EUR 2,703. Compared to the DCF method, the company's stock is undervalued by 31,87%.

Using the comparable ratios method, similar assets were evaluated. The peers group was compiled of other European companies rather than of Baltic Sea ports, because none of them are listed on the stock exchange. The companies selected were listed on the Athens, London, Frankfurt and Ljubljana stock markets. These included Piraeus Port Authority SA, Global Ports Holding PLC, Hamburger Hafen und Logistik AG, Euroka GmbH & Co KgaA and Luka Koper dd. Using the comparable ratios method, the ratios were calculated for all the companies in the peers group as well as for AS Tallinna Sadam and then the results of AS Tallinna Sadam were compared with the average of the peers group. In this paper, the ratios P/E, P/B, EV/EBITDA and EV/EBIT were used to value the company.

The ratios were found on the basis of historical data and the forward-looking ratios were based on the Reuters analyst's estimates. The forward-looking ratios were used because that method would be in line with the evaluation principles and the results would be better to compare to the DCF method results. For most of the ratios, AS Tallinna Sadam was overvalued, but there were also a few ratios according to which AS Tallinna Sadam was undervalued.

Using the comparable ratios method, the average company value was EUR 462 880 000 and the share price was EUR 1,76, which is 16,48% lower than the current price. The value found with the comparable ratios method is 34,9% lower than the value found using the DCF method. Given these two methods, the company's average value is EUR 589 931 922 and therefore, the share price is EUR 2,232. That is 8,86% higher than the share price of 14.12.2018, which was EUR 2,05. That means that the share is undervalued.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Ardo Hansson: suuri karisid silmapiiril pole, aga majanduse pärituul vaibub.* (2018) Eesti Pank. Kättesaadav: <https://www.eestipank.ee/press/ardo-hansson-suuri-karisid-silmapiiril-pole-aga-majanduse-parituul-vaibub-04102018> , 10. detsember 2018
- ASi Tallinna Sadam III kvartali reisijate arv ja kaubamaht suurenes.* (2018) Tallinna Sadam. Kättesaadav: <http://www.ts.ee/uudised?art=1049> , 10. detsember 2018
- Auditeerimata lühendatud konsolideeritud 9 kuu vahearuanne. (2018). AS Tallinna Sadam
- Bancel, F., Mittoo, U. R. (2014). The Gap between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts.
- Cheng, A., McNamara, R. (2000). The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods. – *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 15, No. 4, 349-370.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. USA: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2007). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. – *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 1, No. 8, 693-784.
- Damodaran, A. (2010). *The Little Book of Valuation*. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. USA: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2018). *Levered and Unlevered Betas by Industry: Europe*. Kättesaadav: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html , 30. detsember 2018
- Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M. (2018). *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018*. Kättesaadav: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/media/media-release/2018/02/giry-summary-2018.pdf> , 14. detsember 2018
- Ettevõtte tutvustus: Tallinna Sadam.* (2018) Tallinna Sadam, Info- ja reklaammaterjalid. Kättesaadav: <http://www.ts.ee/infomaterjalid> , 21. oktoober 2018
- Ettevõtte väärtuse hindamine.* (2018) Creditinfo. Kättesaadav: https://web.creditinfo.ee/ettevotte_vaartus_naidis_ci.pdf , 26. november 2018
- Ettevõttest.* Tallinna Sadam. Kättesaadav: <http://www.ts.ee/tutvustus> , 20. oktoober 2018

- Fernandez, P. (2001). Valuation Using Multiples. How Do Analysts Reach Their Conclusions? IESE Business School, University of Navarra research paper
- Fernandez, P. (2007a). Company Valuations Methods. The Most Common Errors In Valuations. - IESE Working Paper No 449
- Fernandez, P. (2007b). Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories – *Journal of Management Science*. Vol. 1. No. 1
- GDP long-term forecast. OECD Data. Kättesaadav: <https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm#indicator-chart> , 14. detsember 2018
- Henschke, S., Homburg, C. (2009). Equity Valuation Using Multiples: Controlling for Differences Between Firms. – SSRN paper
- Introduction To Discounted Cash Flow Valuation*. Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/walkthrough/corporate-finance/3/discounted-cash-flow/introduction.aspx> , 17. oktoober 2018.
- Investeeringisõpik*. LHV. Kättesaadav: <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/347?locale=et> , 01. detsember – 17. detsember 2018 ära seda kasuta
- Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. (2016) Konkurentsiamet. Kättesaadav: www.konkurentsiamet.ee/file.php?27486 , 12. november 2018
- Juhkam, A. (2014). *Ettevõtte väärtuse hindamine – I*. Oasis Capital. Kättesaadav: <http://oasiscapital.ee/ettevotte-vaartuse-hindamine-i/> , 20. oktoober 2018
- Kaplan, S. N., Ruback, R. S. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. – *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 4, 1059-1093.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 5th ed. John Wiley & Sons.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2015). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 6th ed. John Wiley & Sons.
- Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2013. AS Tallinna Sadam
- Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2014. AS Tallinna Sadam
- Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2015. AS Tallinna Sadam
- Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2016. AS Tallinna Sadam
- Konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017. AS Tallinna Sadam
- Lie, E., Lie, H. J. (2002). Multiples Used to Estimate Corporate Value. – *Financial Analysts Journal*, Vol. 58, No. 2, 44-54.

- Liu, J., Nissim, D., Thomas, J. (2002). Equity Valuation Using Multiples. –*Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1.
- Long-term interest rates*. OECD Data. Kättesaadav: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm> , 30. detsember 2018
- Meitner, M. (2006). *The Market Approach to Comparable Company Valuation*. Germany: Physica-Verlag Heidelberg.
- Mielcarz, P., Mlinaric, F. (2014). The superiority of FCFE over EVA and FCFE in capital budgeting. – *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, Vol. 27, No. 1, 559-572.
- Mirzayev, E. (2018). *Discounted cash flows or comparables: Which to use*. Investopedia. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/articles/professionals/072915/DCF-vs-comparables-which-one-use.asp> , 17. oktoober 2018.
- Presentatsioon: Ülevaade Tallinna Sadamast*. Tallinna Sadam, Info- ja reklaammaterjalid. Kättesaadav: <http://www.ts.ee/infomaterjalid> , 21. oktoober 2018
- Schreiner, A., Spremann, K. (2007). *Multiples and Their Valuation Accuracy in European Equity Markets*. – SSRN paper
- Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*. (Dissertatsioon). University of St.Gallen, Graduate School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences.
- Steiger, F. (2008). *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*. (Seminar paper). European Business School.
- Tallinna Sadam*. Nasdaq Baltic. Kättesaadav: <http://market.ee.omxgroup.com/market/?pg=details&instrument=EE3100021635&list=2&tab=trading> , 17. november 2018
- Tallinna Sadam AS (TSMIT.TL)*. Reuters. Kättesaadav: <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/TSMIT.TL> , 20. oktoober 2018-17. november 2018
- Tallinna Sadam AS*. E-krediidiinfo. Kättesaadav: <https://www.e-krediidiinfo.ee/10137319-TALLINNA%20SADAM%20AS> , 20. oktoober 2018
- Tallinna Sadam näitas kolmandas kvartalis tugevaid finantstulemusi*. (2018) Tallinna Sadam. Kättesaadav: <http://www.ts.ee/uudised?art=1060> , 10. detsember 2018
- Thomson Reuters Eikon*. (2018) Thomson Reuters, 14. detsember – 16. detsember 2018

LISAD

Lisa 1. AS Tallinna Sadama konsolideeritud kasumiaruanne 2012-2017

tuhandetes eurodes	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Müügitulu	88 578	102 158	110 773	93 794	103 152	121 295
Muud tulud	6 965	4 761	2 759	5 824	8 099	4 808
Tegevuskulud	-24 971	-26 777	-25 752	-23 514	-30 327	-41 041
Tööjõukulud	-9 128	-12 059	-13 292	-12 416	-14 121	-17 957
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-14 945	-17 778	-18 532	-22 513	-17 358	-26 430
Muud kulud	-1 670	-424	-3 039	-810	-550	-358
Ärikasum	44 829	49 881	52 917	40 365	48 895	40 317
Finantstulud ja -kulud						
Finantstulud	429	116	54	40	32	33
Finantskulud	-3 523	-3 706	-3 017	-1 328	-1 075	-2 318
Finantstulud ja -kulud kokku	-3 094	-3 590	-2 963	-1 288	-1 043	-2 285
Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum investeringutelt ühissetevõtjasse	42	67	206	162	376	348
Kasum enne tulumaksustamist	41 777	46 358	50 160	39 239	48 228	38 380
Tulumaksukulu	-8 958	-6 715	-11 324	-8 371	-8 750	-11 955
Perioodi kasum	32 819	39 643	38 836	30 868	39 478	26 425
Emaettevõtja omaniku osa perioodi kasumist	32 819	39 643	38 836	30 868	39 478	26 425
Tava ja lahjendatud puhaskasum aktsia kohta (eurodes)	0,18	0,22	0,21	0,71	0,21	0,14
Tava ja lahjendatud puhaskasum aktsia kohta - jätkuvad tegevused (eurodes)	0,18	0,22	0,21	0,71	0,21	0,14
Konsolideeritud muu koondkasumi aruanne						
Perioodi kasum	32 819	39 643	38 836	30 868	39 478	26 425
Muu koondkasum						
Kirjed, mida võidakse tulevikus ümber liigitada kasumisse või kahjumisse:						
Kasum/kahjum rahavoogude riskimaandamis-instrumentide õiglase väärtuse muutusest (neto)	-98	1 723	202	-84	-177	399
Muu koondkasum kokku	-98	1 723	202	-84	-177	399
Perioodi koondkasum kokku	32 721	41 366	39 038	30 784	39 301	26 824
Ettevõtja omaniku osa koondkasumist	32 721	41 366	39 038	30 784	39 301	26 824

Allikas: Autori koostatud AS Tallinna Sadama 2013-2017 konsolideeritud majandusaasta aruannetes toodud andmete alusel

Lisa 2. AS Tallinna Sadama konsolideeritud bilanss 2012-2017

tuhandetes eurodes	2012	2013	2014	2015	2016	2017
VARAD						
Käibevara						
Raha ja raha ekvivalendid	9 257	10 856	11 871	25 902	49 918	6 954
Üle 3-kuulise tähtajaga deposiidid pankades	1 620	0	0	0	0	0
Müügivalmis finantsvarad	182	182	0	0	0	0
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	15 528	11 647	0	9 183	17 276	9 271
Varud	208	152	15 650	129	378	301
Käibevara kokku	26 795	22 837	27 521	35 214	67 572	16 526
Põhivara						
Investeeringud ühissetevõtjasse	427	418	548	710	1 086	1 256
Muud pikaajalised nõuded	759	3 098	1 772	476	362	272
Materiaalne põhivara	516 026	510 292	501 368	544 189	568 533	577 125
Immateriaalne põhivara	772	709	548	495	1 155	1 958
Põhivara kokku	517 984	514 517	504 236	545 870	571 136	580 611
Varad kokku	544 779	537 354	531 757	581 084	638 708	597 137
KOHUSTUSED						
Lühiajalised kohustused						
Võlakohustused	18 186	11 720	23 933	25 710	118 018	21 989
Tuletisinstrumendid	2 672	949	747	831	1 008	609
Eraldised	1 081	943	4 379	965	1 156	1 503
Sihtfinantseerimine	378	690	1 363	917	917	303
Maksuvõlad	0	0	619	8 318	9 436	698
Võlad tarnijatele ja muud võlad	7 622	6 616	10 722	5 700	8 384	7 810
Lühiajalised kohustused kokku	29 939	20 918	41 763	42 441	138 919	32 912
Pikaajalised kohustused						
Võlakohustused	131 156	115 686	121 754	171 043	128 035	213 611
Sihtfinantseerimine	25 101	24 716	23 781	23 695	23 703	23 826
Muud võlad	953	977	1 384	1 238	1 083	996
Pikaajalised kohustused kokku	157 210	141 379	146 919	195 976	152 821	238 433
Kohustused kokku	187 149	162 297	188 682	238 417	291 740	271 345
OMAKAPITAL						
Aktiivkapital	183 882	185 203	185 203	185 203	185 203	185 203
Kohustuslik reservkapital	18 387	18 388	18 520	18 520	18 520	18 520
Riskimaandamise reserv	-2 672	-949	-747	-831	-1 008	-609
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	125 214	132 772	101 263	108 907	104 775	96 253
Perioodi kasum	32 819	39 643	38 836	30 868	39 478	26 425
Omakapital kokku	357 630	375 057	343 075	342 667	346 968	325 792
Kohustused ja omakapital kokku	544 779	537 354	531 757	581 084	638 708	597 137

Allikas: Autori koostatud AS Tallinna Sadama 2013-2017 konsolideeritud majandusaasta aruannetes toodud andmete alusel