

TARTU ÜLIKOOL

Pärnu kolledž

Ettevõtluse osakond

Reelika Laura Tiik

AÜMD-4

# **VÄIKEETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE OÜ RAUNEX NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Margus Kõomägi

Pärnu 2014

## SISUKORD

Sissejuhatus .....	3
1. Väikeettevõtte väärtuse hindamise teoreetilised lähtekohad.....	5
1.1. Väärtuse hindamise vajalikkus ja eesmärgid .....	5
1.2. Väärtuse hindamise infoallikad ja seos väikeettevõtte finantsjuhtimisega .....	10
1.3. Väikeettevõtte väärtuse hindamise meetodid.....	16
1.3.1. Diskonteeritud vaba rahavoo meetod.....	16
1.3.2. Varade väärtusel põhinevad meetodid .....	25
1.3.3. Suhtelise väärtuse hindamise meetodid .....	28
1.3.4. Majandusliku lisandväärtuse meetod .....	33
2. Ettevõtte väärtuse hindamine väikeettevõttes OÜ Raunex .....	37
2.1. OÜ Raunex ajalooline ülevaade ettevõttest ja majandusharust .....	37
2.2. OÜ Raunexi väärtuse hindamine .....	42
2.3. Väärtusjuhtimine .....	48
2.4. Järeldused ja rakenduslikud ettepanekud .....	51
Kokkuvõte .....	55
Viidatud allikad.....	58
Lisad.....	63
Lisa 1. Väikeettevõtte väärtuse hindamise meetodite omavaheline võrdlus.....	63
Lisa 2. OÜ Raunex bilansid 2009–2013 (eurodes) .....	64
Lisa 3. OÜ Raunex kasumiaruanded 2009–2013 (eurodes).....	65
Summary .....	66

## SISSEJUHATUS

Ettevõtte rahanduses on ettevõtte peamiseks eesmärgiks omanike rikkuse maksimeerimine. Valdav osa Eestis tegutsevatest firmadest on mikro- ja väikeettevõtted. Ehkki ettevõtte väärtuse hindamine on Eestis rohkem levinud börsil noteeritud ettevõtete seas, on ka väikeettevõtte väärtuse hindamine aja jooksul olulisemaks muutunud. Sellega ei tegele enam üksnes finantsanalüütikud, vaid ka väikeettevõtete omanikud.

Väikeettevõtete väärtuse hindamine on tänapäeval Eestis aktuaalseks teemaks, sest oskus hinnata aitab ettevõtte juhtkonnal paremini mõista ja kasutada väärtuse loomiseks ja suurendamiseks vajalikke võtmetegureid. Väikeettevõtete puhul on see omanikele oluliseks abiks õigete majandusotsuste tegemiseks. Eestis on kasvanud vajadus hinnata ka väikeettevõtete väärtusi eelkõige tiheneva konkurentsi tõttu, mis omakorda tihti viib firmade omandamisele või ühinemisele. Väikeettevõtte OÜ Raunex omanikud on ühtlasi ka ettevõtte juhid. Konkurentsi tihenemise tõttu kaaluvad omanikud firma müümist või ühinemist oma suurima hankijaga. Sellega on põhjendatud uurimistöö vajalikkus.

Bakalaureusetöö eesmärk on selgitada väikeettevõtte väärtuse hindamise eripära ja probleeme Eestis ning teostada väikefirma OÜ Raunex väärtuse hindamine. Selleks kõrvutatakse kasutatavaid meetodeid ja antakse neile autoripoolne hinnang. Töös selgitatakse firma väärtuse hindamise protsessi ja eesmärke, aga ka tuuakse välja esinevaid probleeme väikeettevõtte seisukohast lähtuvalt.

Lähtuvalt töö eesmärgist on autor seadnud järgmised uurimisülesanded:

- selgitada väikeettevõtte väärtuse hindamise vajalikkust ja teoreetilisi kriteeriume;

- analüüsida peamiseid väikeettevõtte teoreetilise väärtuse hindamise meetodeid ja nendega seotud probleeme Eestis;
- viia läbi väikefirma väärtuse hindamine OÜ Raunex näitel;
- teha saadud tulemuste põhjal järeldusi ja edastada need OÜ Raunex juhtkonnale koos omapoolsete ettepanekutega.

Uurimisülesannete lahendamiseks kasutatakse enamasti võõrkeelseid allikaid. Ettevõtte väärtuse hindamist käsitlevat eestikeelset kirjandust on Eestis vähe. Töös kasutatakse nii raamatuid kui ka erinevaid EBSCO ja SSRN andmebaasidest leitud teadusartikleid. Empiirilises osas kasutatavad andmed pärinevad Äriregistrist saadud majandusaastaaruannetest ning intervjuudest OÜ Raunex juhatuse liikmega.

Töö koosneb kahest peatükist. Esimeses osas käsitletakse väikeettevõtte väärtuse hindamise vajalikkust ja olemust ning analüüsitakse nende seoseid väikeettevõtte finantsjuhtimisega. Firma väärtuse hindamist on käsitletud diskonteeritud vabade rahavoogude meetodi, varade väärtuse meetodi, suhtelise väärtuse hindamise meetodi ja majandusliku lisandväärtuse meetodi põhjal eelkõige väikeettevõttest lähtuvalt. Seejuures võrreldakse väikefirma hindamist suurettevõtte hindamisega ning analüüsitakse meetodite kasutamiste puuduseid ja eeliseid Eestis.

Töö teine peatükk keskendub väikeettevõtte OÜ Raunexi väärtuse hindamisele ja analüüsimisele. Ettevõttel on viis osanikku, kes kõik kuuluvad ka juhatusse. Autor viib läbi intervjuud ühe juhatuse liikmega, kes on ettevõtte tegevuse ja finantsaruandlusega igapäevaselt kõige enam seotud. Samuti teostab autor firma hindamise diskonteeritud vaba rahavoo ning suhtelise väärtuse hindamise meetoditel, millest relatiivse meetodi puhul leitakse OÜ Raunexi turuväärtus ning võrreldakse omavahel saadud tulemusi. Seejärel käsitletakse väärtusjuhtimist ning antakse OÜ Raunex väärtust mõjutavatele juhtkonna otsustele autoripoolne hinnang. Töö tulemused leiavad kasutust ettevõtte juhtkonna poolt.

Autor soovib tänada oma juhendajat lektor Margus Kõomägi't asjalike märkuste ja kommentaaride eest ja samuti uuringus osalenud OÜ Raunex juhtkonda.

# 1. VÄIKEETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED LÄHTEKOHAD

## 1.1. Väärtuse hindamise vajalikkus ja eesmärgid

Ettevõtte väärtuse hindamine on läbi aja muutunud aina olulisemaks. Sellega ei tegele enam üksnes suurfirmade finantsanalüütikud, vaid ka väikeettevõtete omanikud ja/või juhtkond. Tihenev konkurents, informatsiooni kiire levik ning sagedased ülevõtmised mõjutavad ettevõtte juhtkonda hindama ettevõtte potentsiaalset väärtust. Väikeettevõtete puhul on see omanikele oluliseks abiks õigete majandusotsuste tegemiseks.

Eestis kasutatakse Euroopa Komisjoni poolt väljatöötatud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete määratlust. Väikesteks loetakse need ettevõtted, mis annavad tööd vähem kui 50 inimesele ja mille aastakäive ja/või aasta bilansi kogumaht ei ületa kümnet miljonit eurot. (Eesti Väike- ja... 2013) Eesti majandusele on iseloomulik nende rohkus – kõigist Eestis tegutsevatest ettevõtetest 99,9% on väikese või keskmise suurusega ettevõtted ning 70% neist tegutsevad teenuste sektoris (Kaarna *et al.* 2013).

Viimaste aastakümnete olulisim muudatus ettevõtte rahanduses on liikumine traditsiooniliselt raamatupidamislikult mõtteviisilt väärtust loova kontseptsiooni poole. Kuigi selle algus ulatub tagasi mitmeid kümneid aastaid, ei ole see tänapäeva firmade seas kujunenud kaugeltki valdavaks eesmärgiks. (Seppa 2006: 39) Young ja O'Byrne (2001: 79) on välja toonud, et Euroopas on väärtuse kontseptsiooni rohkem omaks võtnud suured korporatsioonid, kuid väikefirmad tegutsevad jätkuvalt vanaviisi ega pööra sellele tähelepanu.

Ka Eestis tegelevad firma väärtuse hindamisega pigem börsil noteeritud ettevõtete juhtkonnad (Seppa 2006: 39). Järjest enam on hakanud välisfirmad otsima kohta Eesti

turul, mis omakorda loob olukorra, kus kohalikel väikeettevõtetel on raske konkurentsipüsida. See loob eeldused tõsiasjale, et vajalik võib olla ühineda või isegi firma õigel ajal maha müüa. Seetõttu on vajalik uurida väikeettevõtte hindamise meetodeid ja osata tulemusi õigesti interpreteerida.

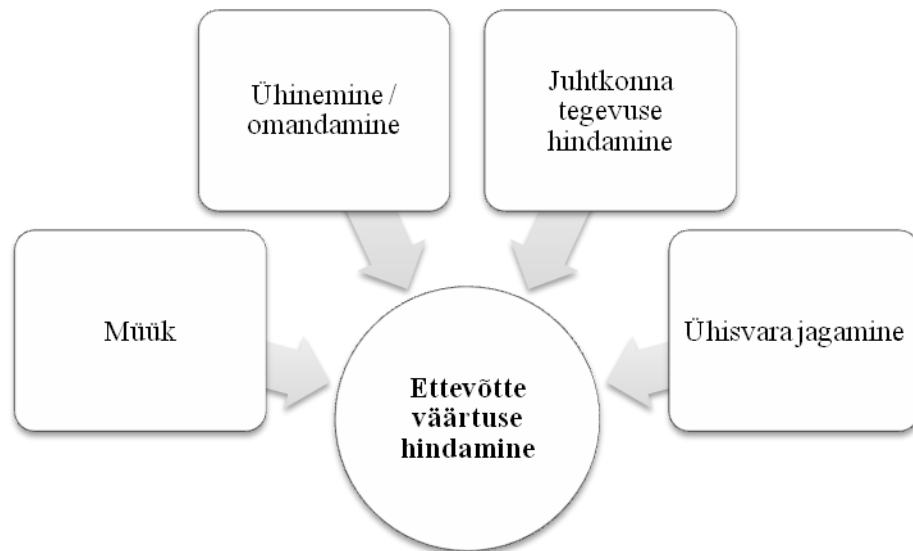
Kõigepealt tuleb aga rõhutada, et ei ole olemas päris ühte täpset ja sobivat mudelit ettevõtte väärtuse hindamiseks, kuna see sõltub oluliselt kasutatavast meetodist. Lisaks sellele ei saa ka väita, et kvantitatiivsemad ja komplitseeritumad väärtuse hindamise meetodid on teistest paremad. Näiteks palju lihtsamalt leitavad võrreldavad kordajad võivad korrektselt rakendatuna olla vähemalt sama efektiivsed kui keerukad rahavoogude mudelid. (Pereiro 2002: 33)

Fundamentaalanalüüsi võib nimetada ettevõtte väärtuse hindamiseks, sest see keskendub “õige” väärtuse leidmisele lähtuvalt firma finantsnäitajatest, kasvupotentsiaalidest, seotud riskidest ja rahavoogudest (Damodaran 2012: 21). Väikeettevõtteid on võimalik hinnata paljudel viisidel, kuid kõige tüüpilisemaks on õiglane turuväärtus. Õiglane turuväärtus on hinnangul põhinev summa, mille eest vara peaks hindamiskuupäeval üle minema tehingut sooritada soovivalt müüjalt tehingut sooritada soovivale ostjale sõltumatus ja võrdsetel alustel toimivas tehingus pärast kõigile nõuetele vastavat müügitegevust, kusjuures osapooled on tegutsenud teadlikult, kaalutletult ning ilma sunduseta. (Feldman 2005: 1; Pratt, Niculita 2008: 42)

Väikeettevõtte omanik on tihti ise firma juht ja sageli on tegemist perekonna äriaga. Finantsaruanded on pigem nendel puhkudel väiksema kvaliteediga ning ligipääs lisa kapitalile on piiratum kui suuritel korporatsioonidel. Paljudel juhtudel toetub väikeettevõtte tegevus üksnes väga väikesele juhtkonnale ning iga liige on seejuures asendamatu. Lisaks välditakse tihti delegerimist, mis langetab juhtkonna töö kvaliteeti ja mõjutab firma väärtust. Järelikult on suuremad riskid seotud eelkõige väikefirmadega. (Hitchner 2011: 849) Seetõttu tuleb väikefirmadele rohkem tähelepanu pöörata, et tagada nende jätkusuutlikkus ja teha õigeid otsuseid.

Ettevõtte rahanduses on aga peamiseks eesmärgiks omanike rikkuse maksimeerimine (Brigham, Daves 2007: 231; Feldman 2005: 9; Long, Bryant 2008: 6). Konkurents on

seega väga oluline mõjutegur väikeettevõtte edasiseks arenguks ja jätkusuutlikkuseks. Aga ettevõtte väärtuse hindamise põhjuseid on väga palju (Damodaran 2012: 637; Hitchner 2011: 2; Long, Bryant 2008: 9-11; Yegge 2002: 36) ja nendest lähtuvalt on autor neist välja toonud need, mis on väikeettevõtte puhul peamisteks hindamise eesmärkideks (vt joonis 1).



**Joonis 1.** Väikeettevõtte väärtuse hindamise peamised põhjused (autori koostatud).

Nagu jooniselt 1 nähtub, peaks väikeettevõtte omanik teadma oma firma väärtust mitmetel põhjustel, sealhulgas ka abielu lahutamisel, kui tegemist on kohtuvaidlusega. Juhtkonna tegevuse hindamise puhul võib omanik soovida välja selgitada, kas palgatud juht või juhid teevad efektiivset tööd või ise firmat juhtides soovivad omanikud anda hinnangu hoopis enda tööle.

Rogers (2009: 185) on sõnastanud aga väikeettevõtete peamised hindamise põhjused järgnevalt:

- määrata kindlaks ettevõtte müügi hind;
- määrata osalusest loobumise osakaal investori kaasamisel.

Põhjuseid väärtuse hindamiseks võib olla seega mitmeid ning erinevad autorid on neid erinevalt sõnastanud. Kõige tüüpilisem on seega väikeettevõtte müük, omandamine või ühinemine.

Ettevõttes tuleb arvestada ka väärtusjuhtimise (*value based management*) alustega. Väärtust loovad üksnes need otsused, mille puhul tulevikus laekuva raha nüüdisväärtus ületab investeringuks tehtud kulud. Kulude hulka tuleb arvestada ka omakapitali kulud. (Beck, Britzelmaier 2011: 271–272; Kostel, Shyshova 2013: 2774)

Ettevõtte väärtuse hindamine ei ole aga täppisteadus ja ka väikeettevõtjad peaksid hindama oma firma väärtust vähemalt kord aastas. Läbiviimise protsess ei tohiks kedagi heidutada, kuna see võib päris lihtne olla ja peaaegu igäühele jõukohane. (Rogers 2009: 181) Seevastu Long ja Bryant (2008: 18) leiavad, et väikeettevõtte väärtuse hindamine on äärmiselt keeruline ja palju raskem kui börsil noteeritud ettevõtte puhul. Töö autor nõustub viimase seisukohaga, kuna see nõuab siiski vajalikke teadmisi ja oskusi eelkõige tulemuste interpreteerimiseks. Lisaks on autor seisukohal, et alati ei pruugi päris iga-aastane hindamine Eesti väikeettevõtete puhul vajalik olla. Kui ettevõttel läheb hästi ja puudub vajadus firma restruktureerimiseks, müümiseks, ühinemiseks või muu eesmärk, siis oleks ilmselgelt sel juhul tegemist asjatu aja- ja ressursikuluga, millel puudub konkreetne vajadus.

Damodaran (2012: 600-601) on välja toonud peamised erinevused, mis esinevad suurte börsil noteeritud korporatsioonide ja väikefirmade vahel.

- Börsil noteeritud suurettevõtted peavad järgima rangeid raamatupidamisstandardeid ja seetõttu on nende finantsaruannete sisud võrreldavad teiste samasuguste ettevõtetelega. Väikeettevõtted seevastu ei pruugi majandusarvestuse printsiipe niivõrd järgida ja nende bilansikirjete alus võib väga palju erineda teise ettevõtte omast.
- Börsil noteeritud ettevõtted on kohustatud oma aruanded avalikustama, kuid väikeettevõtete kohta käiv informatsioon on tihti raskesti kättesaadav.
- Väikeettevõtte puhul on firma ajaloolised andmed ja informatsioon kapitali hinna kohta tihti kättesaamatud, kuid börsi ettevõtte puhul mitte.
- Börsil noteeritud ettevõtete puhul on firma juhtimiseks palgatud kvalifitseeritud juhid. Seevastu väikeettevõtte puhul juhib firmat tihti omanik ise, kes on sinna investerinud ka oma isiklikku vara. See muudab aga keeruliseks personali- ja



ärikulude ning juhatuse töötasude ja dividendide omavahelise eristamise, kuna omanik ja juhataja on ühes isikus.

Lisaks toetuvad eksperdid väikefirmade puhul peamiselt nende tuludele, hoolimata asjaolust, et nendega võib olla manipuleeritud. Seevastu suurfirmade puhul toetutakse muule informatsioonile ning sõltumata sellest, finantsaruannete kvaliteet võib olla kõrgem. (Elnathan *et al.* 2010: 398)

Kui aga väikeettevõtja ise ei hinda oma ettevõtte väärtust, siis võib juhtuda, et seda teeb keegi teine ja omanik pole tulemustega rahul. Kui ettevõtte müügi puhul toetub müüja üksnes potentsiaalse ostja läbi viidud hindamise tulemustele, siis ilmselgelt on ostja hinnanud firma võimalikult madalaks. Seetõttu on oluline, et omanik seisaks oma ettevõtte parimate huvide eest ja kasutaks väärtuse hindamise meetodeid regulaarselt. (Rogers 2009: 181) Lisaks annab varajane hindamisega alustamine ostjale või müüjale ka aega ja võimaluse igasuguste võimalike muutustega toimetulekuks enne tehingu toimumist (Devaney 2003: 56). Paljud väikeettevõtete omanikud on enamasti aga kiirete igapäevaste asjadega hõivatud ning seisukohal, et peavad finantsanalüüsi üsna ebavajalikuks, kuna firma toimib hästi ka ilma selleta (Longenecker jt 2003: 547).

Hindamine on suures osas ka subjektiivne (Rogers 2009: 181), kuid nõuab seejuures palju kogemusi ja hindamisoskust. Autor on seisukohal, et ehkki seda kõige õigemat hindamist ei pruugigi olla, võib see-eest olla ebaõige hindamine. Viimane on võimalik, sest kunst on väärtuse hindamine eelkõige sisendite (näiteks eelarvelised numbrid) subjektiivsuse osas, mitte niivõrd matemaatilises metoodikas. Väikeettevõtte jätkusuutlikuks tegutsemiseks tuleb seega aega pühendada ka väärtuse hindamisele, et teha õigeid majandusotsuseid.

Eelnevat kokku võttes võib väita, et väikeettevõtte loomise eesmärgiks on eelkõige kasumi teenimine ettevõtte omanikele. Järelikult mida paremini on prognoositud tulevikusündmusi ja mida enam suudab ettevõtte omanikele raha luua, seda väärtuslikum on see ettevõtte.

## 1.2. Väärtuse hindamise infoallikad ja seos väikeettevõtte finantsjuhtimisega

Väikeettevõtte väärtuse hindamiseks on enamasti vaja infot firma finantsnäitajate, toodete/teenuste, konkurentide ja kogu ettevõtte tegevuse kohta. Lisaks on väga olulisel kohal professionaalsel tasemel finantsanalüüsi oskus ning vajalikud teadmised hindamise tõlgendamisest.

Viimasel sajandil on akadeemikute ja praktikute huvi maailmas ettevõtete finantsaruannete vastu aina kasvanud. Uuringud on näidanud, et riigis valitsev majanduslik olukord, kapitaliturg ja poliitiline olukord ning raamatupidamislikud regulatsioonid on põhjusteks, miks finantsaruanded erinevad oma kontekstidelt ja kasutamise poolt väärtuse hindamisel. (Foster *et al.* 2012: 767-768)

Finantsaruannete analüüsimiseks kasutatakse nii horisontaal- kui ka vertikaalanalüüsi, mis on abiks ettevõtte väärtuse hindamisel. Horisontaalanalüüsi puhul võrreldakse bilansi kirjete protsentuaalseid muutusi aastate lõikes ning kasumiaruandes jällegi tulude-kulude muutusi. Vertikaalanalüüs seevastu näitab aga suhtelisi osatähtsuseid vastavalt kas varadesse või müügituluse. (Žager *et al.* 2012: 377)

Finantsjuhtimine on vaba ettevõtluse nurgakiviks. Õige finantsjuhtimine on seetõttu oluliselt oluline ettevõtete ja kogu maailma ning ühiskonna paremaks eluoluks. Seetõttu on oluline sellest põhjalikult aru saada. Juhtkond peaks hindama alternatiivsete strateegiate mõjusid firma väärtusele. Seetõttu on oluline, et finantsaruandeid prognoositakse erinevate meetodite järgi ja leitakse seeläbi strateegia, mille puhul firma väärtus on maksimaalne. (Brigham, Daves 2007: 356)

Ettevõtte väärtuse hindamise protsessi on mõjutanud suurenenud vajadus firmade hindamise järgi. Seetõttu on oluline mõista väärtuse kontseptsiooni ja teha selle põhjal õigeid otsuseid minimaalse aja- ja majandusliku kuluga. (Dagiliene 2008: 46) Olenemata firma suurusest ja tüübist või väärtuse hindamise meetodist jääb väikeettevõtte väärtuse hindamise protsess ikkagi samaks.

Ettevõtte väärtus on aga pidevalt muutuv (Tuller 2008: 39), kuna alati võib lisanduda asjaolusid, mis kas tõstavad või langetavad väärtust. Hindamistulemusi tuleks võrrelda hiljuti toimunud tehingutega, mis on toimunud sama majandusharu väikefirmadega (Peterson 2013: 64; Pratt, Niculita 2008: 63), kuid need ei pruugi Eestis samuti alati kättesaadavad olla.

Väikeettevõtte väärtus on hind, mis on tehingu sooritamisel firma eest makstud ning millele on juurde liidetud raamatupidamise andmetes olev võlgades kajastuv summa. See on väga laialdaselt kasutatav meetod, mida saab hindamise puhul kasutada, kuna ostja ostab omakapitali, mis tuleb koos sellega seotud võlgadega. (Block 2007: 36)

Tõeline ettevõtte väärtus, olgu siis tegemist idufirma või kaua tegutsenud ettevõttega, on aga kindlaks määratud turu olukorrast. Turuväärtus on seega hind, mis on saavutatud ostja ja müüja kokkuleppe tulemusena. (Rogers 2009: 180) Samal arvamusel on ka Yegge (2002: 29), kes lisab, et väga olulisel kohal on nii nõudlus kui ka pakkumine ja üleüldine turuolukord. Autor nõustub eelnevate seisukohtadega, sest meetoditega leitakse fundamentaalne ehk teoreetiliselt põhjendatud väärtus, kuid tehing toimub siiski turuväärtuses.

Ettevõtet ei ole võimalik aga hinnata vaakumis, vaid see on seotud paljude faktoritega ja hindamisel tuleks analüüsida ning arvesse võtta ka järgnevaid aspekte (Long, Bryant 2008: 6; Rogers 2009: 188; Yegge 2002: 29):

- möödunud, praegused ja tulevased ettevõtte rahavood;
- ettevõtte väärtuse hindaja oskused ja kogemused;
- väikefirma või börsil noteeritud ettevõtte;
- võimalik ettevõtte müük oksjonil;
- majanduse olukord;
- ettevõtte väärtuse hindamise põhjus;
- materiaalsed ja immateriaalsed varad;
- majandusharu, kus väikeettevõtte tegutseb;
- juhtkonna professionaalsus;
- prognoositud tootlus.

Ettevõtte finantsaruanded on aga lahutamatuks osaks väärtuse hindamisel (Foster *et al.* 2012: 767). Informatsiooni konfidentsiaalsus omab kahesugust mõju ettevõtte väärtuse hindamisel. Ühelt poolt oleneb, milline info on firma kohta kättesaadav, sest selle põhjal on võimalik otsustada sobiv väärtuse hindamise meetod. Olemasolevatest ja puudevatest andmetest tulenevalt on piiratud väärtuse hindamise meetodi valik. Teisest küljest annavad erinevad hindamise meetodid erinevad tulemused, kuna arvutuskäikudes pole kasutatud samasuguseid andmeid ning seetõttu on tulemused rahavääringus, koefitsientides või protsentides. (Dagiliene 2008: 46) Üldlevinud seisukoha järgi peavad finantsnäitajad toetama väärtuse loomist, olema lihtsalt arvutatavad ja arusaadavad nii firma kui divisjonide tasemel ning võimaldama võrreldavust konkurentidega (Seppa 2006: 39). Olgugi, et finantsaruanded on väikeettevõtete puhul madalama kvaliteediga kui suurkorporatsioonidel, on need siiski peamisteks infoallikateks väikefirmade väärtuse hindamisel (Elnathan *et al.* 2010: 395).

Endiselt vaidlevad ettevõtete väärtuse hindajad selle üle, kas õigem on kasutada pigem finantsandmeid firma minevikust või tuleks hoopis tuleviku rahavoogudest lähtuda. Ühelt poolt leitakse, et ajaloolised andmed on täpsemad tõendid kui ennustaja nägemus tuleviku kohta. Seevastu tulevaste rahavoogude prognoosimisele toetujad on seisukohal, et juhid toetuvad oma praegustes otsustes tuleviku sündmustele olles valmis võimalikele muutustele, mis ei puuduta mineviku sündmusi. Mõlemad seisukohad on põhjendatud ning enamikel juhtudel on hoopis ettevõtte mineviku andmed kombineeritud tuleviku ennustusi tehes, et saavutada tulevaste rahavoogude prognoos, mis on üldjuhul aktsepteeritud mõlema poole poolt. (Pratt, Niculita 2008: 57; Tuller 2008: 24) Autor leiab, et väärtuse hindamisel ei tohiks hindaja firma tulevase rahavoogusid prognoosides ettevõtte varasemate aastate finantsnäitajaid eirata, kuna need peegeldavad siiski olulisi andmeid, mis on kujundanud ettevõtte selliseks, nagu see on olevikus.

Ka Devaney (2003: 58) on leidnud, et kui väikefirma tulud kasvavad ja eesmärgiks on ettevõtte müüa, siis tuleks keskenduda eelkõige tuleviku rahavoogudele, kuna see meetod annab kõrgema väärtuse. Seevastu firmade puhul, mida soovitakse kinkida või parandada, tuleks hinnata pigem ajaloolistest andmetest, kuna see tagab ettevõtte madalama väärtuse.

Väärtuse hindamine hõlmab hinnangu andmist või firma rahalise hinna määramist. Erinevad majandustegevusharud kasutavad erinevaid meetodeid, et väärtust kindlaks määrata. Mõned neist kasutavad keerukamaid kvantitatiivseid mudeleid, samas kui teised jällegi suhteliselt lihtsaid lähenemisi. Sõltumata kasutatud metodoloogiast on väärtuse hindamine peale ettevõtte finantsanalüüsi ka subjektiivne arvamuse andmine faktorite kohta, mida on keeruline mõõta. Nende hulka kuuluvad (Rogers 2009: 181–182):

- ettevõtte elufaas;
- hinnang juhtkonna tegevusele;
- majandusharu;
- põhjus, miks ettevõtet müüa soovitakse;
- üldised makromajanduse faktorid.

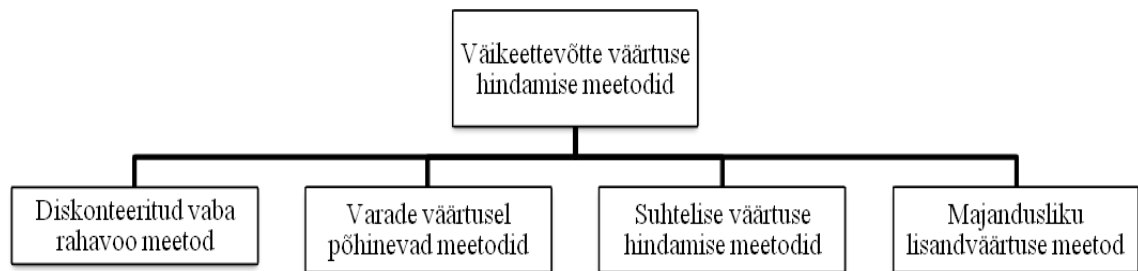
Kvalitatiivsed faktorid nagu juhtkonna professionaalsus, töötajate ja ettevõtte tegutsemise stabiilsus mõjutavad igat ettevõtet, kuid eelkõige väikeettevõtteid (Devaney 2003: 58; Hitchner 2011: 855). Lõpptulemusena on siiski ettevõtte väärtus ajendatud praegustest ja tulevastest rahavoogudest, mis on mõjutatud eelnevalt nimetatud faktorite poolt (Rogers 2009: 182).

Väikeettevõtete väärtusi võib olla tunduvalt keerulisem hinnata kui suurte korporatsioonide puhul info ebapiisavuse või mitte usaldatavuse tõttu (Thom, Greif 2008: 119). Börsil noteeritud ettevõtetel on kõrgem väärtus, kuna nende kohta käiv informatsioon on avalik ja seega usaldusväärsem kui väikeettevõtete puhul (Rogers 2009: 192). Väikeettevõtete kohta käiv informatsioon võib tihti olla asümmeetriline ehk teisisõnu müüja võib ostjale avaldada vähem informatsiooni ja varjata eelkõige seda, mis võib hinda negatiivses suunas mõjutada (Devaney 2003: 56). Ka Block (2007: 35) on seisukohal, et asümmeetriline informatsiooni probleem võimendub eriti väikeettevõtete puhul. Lisaks avaldab mõju hinnatava ettevõtte tegevusvaldkond ja kasutatav tehnoloogia, sest alles arenevad tehnoloogiad ja tööstusharud nagu tarkvara, biotehnoloogia, elektroonika ja infotehnoloogilised teenused on oma olemuselt ebapüsivamad kui näiteks traditsiooniline terasetööstus (Pereiro 2002: 36).

Ettevõtte suurusest sõltub, kui hästi see on kaitstud makroökonomilise ebakindluse ja sektori ootamatute kõikumiste eest (Pereiro 2002: 35). Firma väärtuse puhul tuleb aga ka arvesse võtta asjaolu, et ettevõtte väärtus aja jooksul muutub sõltumata sellest, kui täpselt tulemused on leitud ning seetõttu tuleb seda aeg-ajalt uuesti läbi viia. Hindamistulemuste puhul tuleb arvesse võtta ka eksimusvahemikku, sest hindamise aluseks olevad tuleviku ennustused ei pruugi päris täpselt täituda ning on üksnes prognooside iseloomuga ehk siis muutuvad. Ettevõtet ümbritseva keskkonna muutused ning tuleviku ennustused on aspektid, mida reaalselt hindaja ise mõjutada ei saa. Sellest tulenevalt on vajalik teatud aja möödudes uuesti hindamisprotsess läbi viia, kui tekib vajadus adekvaatse väärtuse tulemuse järele, kuna vastasel korral võivad omanikud teha valesid ettevõtte juhtimisotsuseid.

Juhul, kui ettevõtte jooksev majandustegevus ei loo hetkel ja ka prognooside kohaselt lähema paari aasta jooksul raha, siis ei tähenda see sugugi seda, et tegemist on väärtusetu ettevõttega. Selle põhjuseks võib olla mitmeid põhjuseid nagu ettevõtte ärimudel ja sellega kaasnevad suured esialgsed investeeringud, mis on aluseks tulevasele rahaloomele. Samuti võib ettevõtte väärtus peituda tema omanduses olevas varas, mida saab turul realiseerida. (Elnathal *et al.* 2010: 402) Järelikult võib väikeettevõtte omaniku seisukohast seega väärtusetuks pidada hoopis äritegevust, mis vähendab omaniku vara väärtust ning mille tulevikuperspektiivid on niivõrd pessimistlikud, et ei anna põhjust arvamuseks, et olukord võiks üldse muutuda.

Seega tuleks väikeettevõtte väärtust aeg-ajalt hinnata ning selleks on mitmeid erinevaid mudeleid loodud. Lähtudes Elnathan *et al.* (2010: 389) ja Feldman (2005: 45) seiskohtadest on kokkuvõtlikult väikeettevõtte väärtuse hindamisel kasutusel neli erinevat peamist meetodit, millest autor annab illustreeriva ülevaate (vt joonis 2). Meetodite kasutamine põhineb ettevõtte arvestus- ja finantssüsteemist saadavatel näitajatel ja seega on viimased teoreetilisest aspektist omavahel seotud.



**Joonis 2.** Väikeettevõtte väärtuse hindamise peamised meetodid (autori koostatud).

On oluline märkida, et ükski meetod ei ole ülimuslikum kui teised, vaid igal ühel on oma eelised ja puudused (Rogers 2009: 203). Kasutatavad meetodid sõltuvad väikeettevõtte tüübist, majandusharust, turuolukorrast ja väärtuse hindamise eesmärgist. Tegelikult ei ole enamasti võimalik väikeettevõtte väärtust mõõta, vaid üksnes seda valitud moel hinnata. Hindamine on aga oma olemuselt alati subjektiivne ja sõltub suuremal või vähemal määral ka hindamismeetodi valikust. Seetõttu on oluline valida sobiv hindamismeetod.

Peale diskonteeritud vaba rahavoo, varade, suhtelise väärtuse ning majandusliku lisandväärtuse meetodite on veel teisi hindamise meetodeid, kuid neid ei peeta väikeettevõttele sobivaks. Näitena võib välja tuua optioonide hindamise meetodid, mis on sobilikud pigem kiiresti kasvavate alustavate ettevõtete puhul ning on oma olemuselt üsna keerulised nõudes seega hindajalt erialaseid teadmisi ja oskuseid. Meetod jaguneb omakorda reaalsete optioonide meetodiks ning Black-Scholesi mudeliks. (Cornell 2010: 107–108)

Järgnevates alapeatükkides analüüsibki autor diskonteeritud vabade rahavoogude, varade ja suhtelise väärtuse ning majandusliku lisandväärtuse meetodeid eelkõige väikeettevõtte seisukohast lähtudes ja annab neile oma hinnangu. Lisaks on koostatud ka nende meetodite omavaheline koondvõrdlustabel (vt lisa 1), mis annab ülevaate kõikidest mudelitest ning nende rakenduslikust sobivusest firmadele.

## 1.3. Väikeettevõtte väärtuse hindamise meetodid

### 1.3.1. Diskonteeritud vaba rahavoo meetod

Tegutseva väikeettevõtte väärtuse hindamisel tuleb arvesse võtta, et firma väärtus sõltub ettevõtte suutlikkusest või suutmatusest genereerida tulevikus raha. Ettevõtte tegevust on lähimate aastate jooksul lihtsam prognoosida kui kaugemat tulevikku.

Väärtuse hindamiseks sobiv meetod valitakse sõltuvalt väikeettevõtte tüübist. Need ettevõtted, millel kuulub varadesse suuremas väärtuses kinnisvara, masinaid või varustust, peaksid ettevõtte väärtuse hindamisel nende väärtused kindlasti arvesse võtma. Väikesed jaemüügiga tegelevad ettevõtted peaksid samuti arvestama oma väärtuslikuma inventariga. Seevastu teenindustevõtetel enamasti puuduvad suuremas väärtuses masinad ja seadmed. Ka professionaalseid teenuseid pakkuvad ettevõtted (näiteks advokaadibürood, kindlustused jt) vajavad erisugust lähenemist. (Tuller 2008: 14)

Enamik varasid soetatakse eelkõige seetõttu, et tulevikus eeldatakse nende poolt loodavaid rahavoogusid. Diskonteeritud rahavoogude hindamisel lähtutakse seisukohast, et suurte ja ennustatavate rahavoogudega varad peaksid omama suuremat väärtust kui väikeste ja muutlike rahavoogudega varad. (Damodaran 2012: 32) Tulevaste rahavoogude diskonteerimine tänasesse päeva lähtub sellest, et euro täna on rohkem väärt kui tulevikus (Tuller 2008: 31).

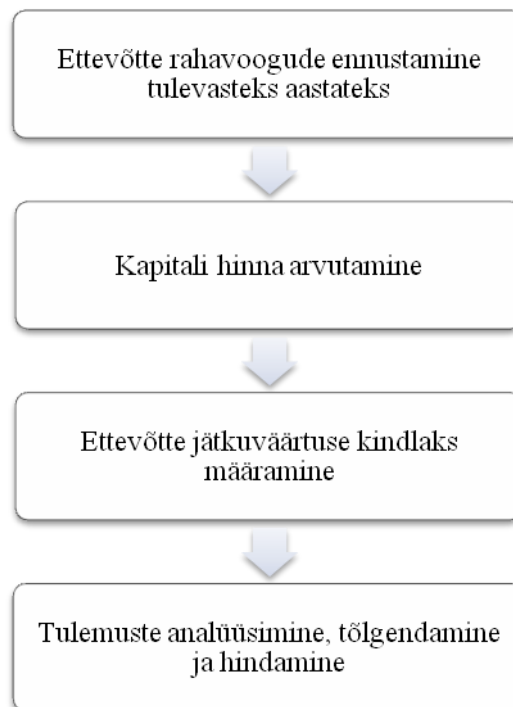
Diskonteeritud vaba rahavoo meetod (DCF – *discounted cash flow*) seisneb ettevõtte tulevaste rahavoogude prognoosimises ja diskonteerimises tänasesse päeva. Vaba rahavoo kujutab endast seega seda rahavoogu ehk raha, mida on võimalik laenuandjatele või omanikele välja maksta. (Peterson 2013: 64; Yegge 2002: 58) Tegemist on kõige traditsioonilisema väärtuse hindamise meetodiga, kuid praktikas on seda üsna keeruline kasutada (Holthausen, Zmijevski 2012: 26).

Meetodi rakendamise teevad keeruliseks mitmesugused tegurid. Ühelt poolt mõjutavad tulemusi kontrollimatud ja prognoosides arvestamata turutegurid ning teiselt poolt juhtkonna suutmatuse planeeritud tegevust ellu viia. Risk ootuste realiseerumise suhtes



on seda suurem, mida haavatavam on majanduskeskkond, kus firma tegutseb. Näiteks Eesti majanduskeskkonda võib iseloomustada kui väga tundlikku, mis tuleneb selle väiksusest. Seda mõjutavad ka energiavarude arvatav ammendumine, terrorism ning uute majandusruumide areng. Riskide suurenedes suureneb ka kapitali hind. (Seppa 2006: 41) Kapitali hinnaks võib pidada kulu määra, mis tuleb kompenseerida väikeettevõtte rahastajatele (omanikud ja laenuandjad) nende poolt ettevõttesse paigutatud kapitali eest. Kapitali hind leitakse ettevõtte põhitegevusega seotud oma- ja laenukapitali kaalutud keskmise hinnana, kus kaaludeks on vastavalt omakapitali (väärtushinnangu alusel) ja laenude (intressikandvate kohustuste) osakaal põhitegevusse paigutatud investeringust. (Hitchner 2011: 228-229)

Olenemata firma suuruselt ja tüübist jääb väikeettevõtte väärtuse hindamise protsess ikkagi samaks. Parema ülevaate andmiseks on autor koostanud joonise 3 vastavalt Tulleri kirjeldusele (2008: 24).



**Joonis 3.** Väikeettevõtte väärtuse hindamise etapid (autori koostatud).

Nagu jooniselt 3 nähtub, koosneb väärtuse hindamine neljast osast. Peale rahavoogude prognoosimist arvutatakse kapitali hind, mida kasutatakse väärtuse hindamisel. Peale

jätkuväärtuse kindlaks määramist järgneb kõige suurema tähtsusega etapp ehk tulemuste interpreteerimine ja seeläbi hinnangu andmine firma väärtusele. See on kõige keerulisem osa, kuna siin saavad otsustavaks asjaolud, mille järgi juhtkond ja/või omanikud edasi tegutsevad.

Rahavoogude hindamisel on väga oluline kasutada „õigeid“ rahavoogusid ja vastavat diskontomäära. Ettevõtte väärtus määratakse peamiselt läbi nelja teguri (Thomas, Gup 2010: 109-110; Tuller 2008: 24):

- ettevõtte võime genereerida rahavoogusid lähtudes olemas olevatest varadest;
- oodatav tulevaste rahavoogude kasv;
- aeg, mis kulub ettevõttel kiire kasvu perioodist stabiilsesse kasvu perioodi jõudmiseks;
- kapitali hind.

Kui ettevõtte kasv teatud ajahetkel stabiliseerub ja jätkab kasvamist ühtlaselt, siis sobib kasutamiseks kaheetapiline väärtuse hindamise mudel (Damodaran 2014). Väikeettevõtte väärtus selle mudeli järgi leitakse järgnevalt (Brigham, Daves 2007: 251; Long, Bryant 2008: 76):

$$(1) \quad V_F = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC_n)^n},$$

kus  $V_F$  – väikeettevõtte väärtus (*value of firm*),

$FCFF_t$  – väikeettevõtte poolt genereeritav vaba rahavoog ajahetkel  $t$  (*free cash flow for the firm*),

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

$t$  – periood,

$g$  – pikaajaline kasvumäär,

$n$  – aasta.

See on kõige tüüpilisem ja enamkasutatav mudel. Seevastu võib ettevõtte kasvada ka majanduskasvuga samas tempos või koguni sellest ka aeglasemalt. Sellisel juhul on

tegemist ettevõtte stabiilse kasvumudeliga, mille nüüdisväärtus on leitav valemi 1 teise murru lugejas oleva valemi abil (Damodaran 2014).

Stabiilse kasvumudeli puhul on olulised järgmised eeldused (Damodaran 2014):

- kasutada tuleb reaalsel kasvumäära, mis vastab nominaalsele majanduskasvu määrale, mille puhul on arvestatud ka inflatsiooni;
- investeeringud põhivarasse ja amortisatsioon peavad olema stabiilsed vastavalt stabiilsele kasvumudelile.

Ettevõtte kolmeetapilise väärtuse hindamise mudel puhul on rakendatav järgnev valem (Damodaran 2014):

$$(2) \quad V_F = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n_2+1}}{(1+WACC_n)^n} \frac{WACC - g}{WACC - g},$$

kus  $n_1$  – kiire kasvufaasi lõpp,  
 $n_{t+1}$  – üleminekufaasi algus,  
 $n_2$  – üleminekufaasi lõpp.

Kolmeetapiline mudel koosneb kiirest kasvufaasist, ülemineku perioodist ja aeglasest kasvufaasist. Mudel kajastab reaalsust, mille puhul ühest faasist teise üleminek toimub sujuvalt. (Damodaran 2014)

Ettevõttele suunatud vabasid rahavoogusid diskonteeritakse kapitali kaalutud keskmise hinnaga ning antud mudeli põhiolemus pärineb juba 1958. aasta Miller ja Modigliani uurimusest kapitali struktuuri kohta (Livingston 2014: 38). Ettevõttele suunatud rahavood leitakse järgnevalt (Damodaran 2012: 26):

$$(3) \quad FCFF_t = NOPAT_t + DEP_t - CapEx_t - \Delta NOWC_t,$$

kus  $NOPAT_t$  – maksude järgne ärikasum ajahetkel  $t$  (*net operating profit after tax*),  
 $DEP_t$  – amortisatsioon ajahetkel  $t$  (*depreciation*),  
 $CapEx_t$  – kulutused põhivarasse ajahetkel  $t$  (*capital expenditures*),

$\Delta NOWC_t$  – investeeringud operatiivsesse puhaskäibekapitalisse ajahetkel  $t$  (*net operating working capital*)

Alates 2000. aastast on Eestis tulumaksuga maksustatud üksnes väljamakstav osa kasumist ehk dividendid (Tulumaksuseadus 2014). Valem maksude järgse ärikasumi leidmiseks on järgmine:

$$(4) \quad NOPAT = EBIT - T ,$$

kus  $EBIT$  – ärikasum (*earnings before interest and taxes*),  
 $T$  - tulumaks.

Firma väärtuse hindamiseks ei piisa üksnes rahavoogude leidmisest ja nende diskonteerimisest. Ettevõtte tegevuse lõppematuses tulenevalt ei ole kaugemale ulatuvad prognoosid enam täpsed. Seetõttu tuleb kasutada perpetuiteedi lõppväärtuse valemit (Damodaran 2012: 291-292), mis sisaldub juba ettevõtte väärtuse põhivalemis 1.

Rahavoogude prognoos saab alguse eelnevate majandusaastate finantsandmetest ja olulisemate kirjete prognoosimisest. Väga oluline on järelikult NOPATi prognoos. Selle prognoosimiseks on vajalik prognoosida nii ärikasum kui ka tulumaks järgnevateks aastateks. Ärikasumi leidmiseks prognoositakse järgnevate aastate müügitulud ja ka kõik kulud. Müügitulude puhul võetakse arvesse nii eelnevate aastate mahud kui ka hinnad. Eelneva majandusaasta müügikäivet suurendatakse, kui võib eeldada nõudluse kasvu kui ühte olulist tegurit. (Tuller 2008: 41–42) Tulumaksu maksatakse Eestis dividendidelt (Tulumaksuseadus 2014). Sellest järeldub, et müügitulu ja tulumaksu prognoosid põhinevad siiski suures osas ka juhatuse hinnangul, kes hindavad eeldatavat müügikäibe kasvu või kahanemist ning oletuslikke väljamakstavaid dividende. Probleemaatiliseks muudabki selle hindaja subjektiivne lähenemine, mis võib olla nii konservatiivne kui ka liiga optimistlik. Seetõttu leiab autor, et prognoose tuleb võimalusel alati täpsustada.

Ärikasumi prognoosimisel on vaja prognoosida ka kulud. Materjalide kulude prognoosid koostatakse enamasti proportsionaalselt müügikäibest kasutades eelnevate aastate vastavaid näitajaid. Tegevuskulude puhul seevastu arvestatakse üldist

majanduslikku olukorda. Tööjõukulud võivad olla sõltuvuses müügikäibest, kuid ei pruugi ning ka siin on juhatuse hinnang oluline, kui suures ulatuses palgatõusu või töötajate arvu plaanitakse tõsta või vähendada. (Tuller 2008: 109–112) Seega sõltub maksudejärgse ärikasumi prognoos nii tulude kui ka kulude prognooside täpsusest. Põhivara investeringute puhul võetakse aga enamasti arvesse juhtkonna hinnang. Prognoos põhineb oletusel, et kui suures osas põhivara soetatakse. (Tuller 2008: 42) Puhta käibekapitali muutuse prognoosimisel arvestatakse nõuded ja ettemaksud prognoosi, milles lähtutakse proportsionaalsest suhtest müügikäibesse. Seevastu varude puhul arvestatakse selleks kaupade ja materjali kulu. Kuna raha konto prognoos tuleneb rahavoo aruandest, siis peab see olema korrektselt prognoositud. Ka võlad tarnijatele prognoositakse vastavalt proportsionaalsele suhtele müügikäibesse. Maksuvõlgade puhul lähtutakse juhtkonna arvamusest ning ka võlad töövõtjatele võetakse arvesse juhtkonna oletusi töötajate arvu tõusu või languse kohta. (Hitchner 2011: 153; Tuller 2008: 120-122)

Lisaks prognooside koostamisele mõjutab ettevõtte väärtuse kujunemist ka kaalutud keskmine kapitali hind. Kapitali kaalutud keskmine hind WACC on kogu intressikandva võõrkapitali ja omakapitali hind, mis arvestab nende osakaalusid ettevõttes. Tegemist on nõutava tulunormiga, mis rahuldab nii omanikke kui laenuandjaid (Koller *et al.* 2010: 236). Kõige keerulisem ongi sobiva diskontomäära leidmine. Fikseeritud diskontomäära puhul nüüdisväärtus kasvab, kui rahavood suurenevad. Rahavoogude konstantseks jäämise ja diskontomäära tõusu puhul nüüdisväärtus aga väheneb. (Tuller 2008: 31, 34) Valem kapitali kaalutud keskmise hinna leidmiseks on järgmine (Damodaran 2012: 214):

$$(5) \quad WACC = w_d \cdot k_d \cdot (1-t) + w_p \cdot k_p + w_s \cdot k_s,$$

kus  $w_d, w_p, w_s$  – laenude, eelisaktsiate ja lihtaktsiate osatähtsus kapitalis,  
 $t$  – ettevõtte tulumaksumäär,  
 $k_p$  – võõrkapitali hind,  
 $k_s$  – omakapitali hind.

Eelnevas kapitali kaalutud keskmise hinna valemis sisalduv omakapitali hind on väikeettevõtete korral võimalik leida alljärgneva kapitali varade hindamise mudeli

CAPM (*capital assets pricing model*) valemiga, mis on arvatav järgmiselt (Livingston 2014):

$$(6) \quad k_s = R_f + \beta_t \cdot (E(R_m) - R_f) + RP_s,$$

kus  $R_f$  - arenenud riigi valitsuse võlakirja *YTM*, korrigeeritud valuutariskiga,  
 $\beta_t$  - koguriski beetakordaja,  
 $E(R_m) - R_f$  - tururiskipremia korrigeerituna Eesti riigi riskiga,  
 $RP_s$  - väikeettevõtte riskipremia.

Komponentide osakaalud peaksid olema turuväärtuses. Võõrkapitali võib võrdsustada bilansilise väärtusega, kuid omakapitali väärtuse puhul on arvesse võetud asjaolu, et omakapital on tavaliselt mitmeid kordi suurem selle bilansilisest väärtusest (Damodaran 2012: 214).

Ettevõtte kapitali struktuuri teooria lähtepuhktiks peetakse 1958. aastal loodud F.H Modigliani ja M. Miller teooriat ehk MM-teooriat. Modigliani ja Miller töid välja seisukoha, et teatud tingimuste kehtimise puhul, mille hulgas on ka maksude puudumine, ei avalda võõrkapitali lisamine ettevõtte kapitali struktuuri mingit mõju ettevõtte väärtusele. (Brusov *et al* 2011: 817; Villamil 2010: 3) Eestis maksustatakse üksnes väljamakstavaid dividende, mistõttu mujal maailmas väljaarendatud meetodite rakendamine siinsele süsteemile võib osutada keeruliseks. Ehkki MM-teooria puhul ei saada realistlikku vastust, mil viisil firmad peaksid end finantseerima, võimaldab meetod siiski leida põhjuseid, miks ettevõtte kapitali struktuur on oluline. (Brusov *et al* 2011: 817; Villamil 2010: 4)

Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud vabade rahavoogude meetodil sisaldab ka mõningad probleeme. Tegutseva ettevõtte väärtust ei kujunda mitte niivõrd juba loodud/kulutatud raha vaid eelkõige ootus tuleviks loodava raha suhtes. Samas on tuleviku prognoosimine olnud ju alati komplitseeritud ning seetõttu jääb ettevõtte väärtuse hinnang tahes-tahtmata ikkagi mingis osas ka subjektiivseks.

Probleeme esineb ka kaalutud keskmise kapitali hinnaga, sest kapitali hinnad peavad olema esitatud turuväärtustes. Ettevõtte väärtuse leidmisel tekib olukord, kus selle

leidmiseks on aga vajalik teada just kaalutud keskmist kapitali hinda ja seega ka ettevõtte oma- ja laenukapitali väärtuseid. Seetõttu prognoositakse optimaalne kapitali struktuur kasutades iteratsiooni meetodit. Lisaks sellele peab tõdema, et täpset kapitali hinda ei ole võimalik leida ning seetõttu mõjutab ettevõtte väärtust siingi subjektiivsus. (Kostel, Shyshova 2013: 2775–2778; Pratt 2002: 48–52)

Erinevad autorid on toonud välja oma seisukohad diskonteeritud vaba rahavoo meetodi kohta ning koondülevaate nendest annab all järgnev tabel 1, kuhu on autor koondanud mudeli peamised eelised ja puudused väikefirma väärtuse leidmisel.

**Tabel 1.** DCF mudeli eelised ja puudused väikeettevõtte väärtuse hindamisel

<b>Eelised</b>	<b>Puudused</b>
Aluseks tulevased rahavood	Oodatavate rahavoogude realiseerumine ebakindel
Arvestatakse tulevasi investeerimisvajadusi	Prognoosimine vajab spetsiaalseid oskuseid
Arvestatakse investeeringute mõju, mis on tehtud mõõdetava perioodi jooksul	Agendikonflikt
Tulemused on vabad raamatupidamise reeglite mõjudest	Võrdlus konkurentidega komplitseeritud
Arvesse võetakse risk ja raha ajaväärtus	

Allikas: Damodaran 2012: 27; Feldman 2005: 65; Long, Bryant 2008: 73; Seppa 2006: 41-42; autori koostatud.

Tuleviku puhul saab rääkida vaid hinnangust, kuna keegi täpselt ei tea, kas prognoosid ikka lähevad nii või mitte. Sellega on seotud suurenenud riskid ning tihti võib esineda ka kontrollimatuid tegureid, mida juhtkond mõjutada ei saa.

Investorite jaoks on aga tulevased rahavood palju olulisema tähtsusega kui ettevõtte ajaloolised andmed, kuna nende eesmärk on siiski välja selgitada, kas firmal on potentsiaali kasvuks ja jätkusuutlikuks tegutsemiseks (Thom, Greif 2008: 119). Keeruline ei ole mitte rahavoogude diskonteerimine, vaid selle komponentide hindamine. Spetsiifiliste teadmiste tase oleneb vastavate teadmistega töötajate arvust ettevõttes. (Seppa 2006: 41) Väikeettevõtete puhul on loogiline aga järeldada, et suuremal osal neist puudub firmas vastavate teadmistega inimene, kes oskaks lisaks matemaatilistele arvutustele õigesti interpreteerida ka tulemusi. Valede järelduste

tegemine võib halvemal juhul viia isegi firma hävinguni ning seetõttu tuleb sellele erilist tähelepanu pöörata.

Kuna tuleviku prognoosid on üsna subjektiivsed ning sõltuvad väga palju ka hindajast, siis tuleb tuleviku ennustuste koostamisel olla küllaltki konservatiivne ja hinnangus ei tohiks hindaja lähtuda liialt optimistlikest stsenaariumitest. Arvesse tuleks ikkagi võtta ka asjaolu, et ettevõtte väärtuse hinnang kajastab eelkõige seda miinimumhinda, millest odavamalt ei oleks omanikel mõtet firmast loobuda ja mida samas uus omanik tahab kindlalt maksta, teades, et see ettevõtte on kindlasti seda hinda väärt. Samas aga kui ettevõtte omandajad või ühinejad leiavad, et nende prognooside kohaselt võiks ettevõttel tuleviks hästi ja isegi veelgi paremini minna kui siiani, siis on põhjendatud maksta ettevõtte eest ka kõrgemat hinda.

Kuna prognoosid teeb juhtkond, kelle tegevust sellega hinnatakse, siis viib see agendikonfliktini. Isiklike huvide (preemiad ja üldise lugupidamise) nimel on juhtkond motiveeritud tegema optimistlikke prognoose, samuti suureneb andmetega manipuleerimise risk. Viimane on väiksem firmades, kus juhtkond koosneb omanikest. (Seppa 2006: 42) Samas väikeettevõtete puhul on see üsna tüüpiline, et omanik ja juht on samas isikus ja seega sellega tihti probleeme ei pruugi ollagi.

Suured korporatsioonid hindavad ettevõtte väärtust eelkõige diskonteeritud vaba rahavoogude meetodil seetõttu, et investorid tahavad teada, kas tollel hetkel on see ala- või ülehinnatud. Väikeettevõtete puhul hindamise protsess keskendub aga eelkõige firma müügi hinna väljaselgitamisele, juhaks, kui see peaks müüki minema. (Long, Bryant 2008: 75) Samas on oluline märkida, et DCF meetodi kasutamisel saadud ettevõtte väärtus näitab firma fundamentaalset väärtust, mis ei pruugi olla sama, mis turuväärtus (Livingston 2014: 44).

Väikeettevõtete juhtkondadel ei ole võimalik end adekvaatselt võrrelda konkurentidega või samas majandusharus tegutsevate firmadega, kuna andmed loodavate rahavoogude ja investeringute kohta pole neile kättesaadavad (Seppa 2006: 42). Juhtkond võib seejuures hoopis võrrelda väikefirmat börsil noteeritud ettevõttega, mis ei ole aga õige



lähenemine, kuna viimased on siiski suured korporatsioonid ning seetõttu viib tulemuste interpreteerimine valede järeldusteni.

Prognoositud rahavoogude realiseerumise riskid ja spetsiaalsete teadmiste tase on väikefirmade puhul võimendatud kaaluga riskifaktorid. Teoreetiliselt võib DCF-mudeleid või neile rajatud mõõtmissüsteeme kasutada suurkorporatsioonides, kus spetsiaalsete teadmistega töötajate arv on suur ning kes on oma otsustes sõltumatud (alluvussuhted, boonused). (Seppa 2006: 43) Ka Artemenkov *et al.* (2008: 358) toetab seda seisukohta, kuna parimal viisil tulevaste rahavoogude prognoosimiseks on vajalikud nii kõrged matemaatilised teadmised kui ka asjakohase informatsiooni ning tarkvara olemasolu.

Autor toetab eelnevalt väljatoodud seisukohti, sest diskonteeritud rahavoogude meetod on maailmas laialdaselt kasutusel ja annab õigesti prognoosides üsna adekvaatse hinnangu ettevõtte väärtusele, kuna eeldatakse, et firma on majanduskeskkonnas jätkuvalt tegutsev. Samas ei saa jätta tähelepanuta asjaolu, et meetodit iseloomustab ka suur määramatus eelkõige tulevaste rahavoogude prognoosimise tõttu, sest tuleviku ennustamine on keeruline ja hindaja ei saa seda mõjutada. Lisaks on vajalikud eriteadmised finantsjuhtimisest, kuna mudel sisaldab keerukaid matemaatilisi kontseptsioone, mille teostamisel ja tõlgendamisel on eelduseks spetsiifilised oskused. Ilmselgelt väikeettevõtte omanik, kellel ei ole erialast haridust, sellega ise toime ei tule ning seega on mõistlik lasta hindamine läbi viia vastavat teenust pakkuval firmal.

### **1.3.2. Varade väärtusel põhinevad meetodid**

Väikeettevõtte väärtus määratletakse suures osas tema tulevikuvisioni kaudu. Firma väärtus ei sõltu seega mitte niivõrd tema varade väärtusest, kuivõrd asjaolust, kuidas väikeettevõtte neid tuleviku tarvis kasutab. Raamatupidamislikult koosnevad ettevõtted varadest ning majandusaastaruanded annavad ülevaate nende suuruselt. Varad jagunevad käibe- ja põhivaraks ning viimase puhul tuleb arvestada nii materiaalseid kui ka immateriaalseid varasid.

Varade väärtust saab seega leida bilansis olevate varade raamatupidamisväärtusena ja sellele on võimalik veel juurde lisada erinevaid õiglast väärtust kajastavaid summasid,

mida üldiselt saab nimetada ka firmaväärtuseks. Viimane põhineb asjaolul, et ettevõtte väärtus koosneb tema varade hetkeväärtusest ja nende varade tulupotentsiaalset tulevikus. (Fernandez 2007: 3) Samas on Pratt ja Niculica (2008: 352) hoopis vastupidisel seisukohal, et raamatupidamislik väärtus ei kuulu üldse õige ettevõtte väärtuse hindamise alla, sest meetod ei võta arvesse bilansiväliseid asjaolusid.

Autorid on jaotusi teinud erinevalt. Väikeettevõtte varade väärtusel põhinevaid näitajaid võib jaotada varade bilansiliseks väärtuseks, varade likvideerimisväärtuseks ja varade asendusväärtuseks (Fernandez 2007: 2). All järgnev tabel 2 annab ülevaate nende hindamise alustest ja meetodite kasutamisest.

**Tabel 2.** Varade väärtusel põhinevad hindamismeetodid

	<b>Bilansiline väärtus</b>	<b>Likvideerimisväärtus</b>	<b>Asendusväärtus</b>
<b>Hindamise alus</b>	raamatupidamislik soetusmaksumus	realiseerimisväärtus	samaväärsete varade loomise maksumus
<b>Meetodi kasutamine</b>	- mittetegutsev ettevõtte - varad alles soetatud	- firma likvideerimine - kergesti realiseeritavad varad	kergesti asendatav tegevus

Allikas: Fernandez 2007: 2-18; Laro, Pratt 2005: 260-261; autori koostatud.

Varade bilansilist väärtust kasutatakse vähe, kuna tavaliselt puudub ettevõtte väärtusel seos varade soetamisväärtusega. Likvideerimisväärtust kasutatakse peamiselt firma või varade likvideerimisel ning asendusväärtust eelkõige väikeettevõtete puhul, kuna nende tegevus on kergesti asendatav. Samas on asendusväärtuse puhul ka mõned puudused (Fernandez 2007: 5):

- väikeettevõtte varad ei pruugi olla vabalt kaubeldavad,
- varad võivad olla üksteisest sõltuvad.

Järelikult võib raamatupidamislik asendusväärtuse mudel olla küll tehniliselt lihtne ja väikeettevõtte juhile ja/või omanikule jõukohane, kuid sellest hoolimata võivad eelnevast loetelust tulenevalt olla mõned varad raskesti müüdavad. Tegemist võib olla immateriaalse põhivaraga või pikemat aega seisnud varaga, mille puhul on hinda keeruline määrata. Lisaks on võimalik, et ühe vara olemasolu mõjutab oluliselt ka teise vara eksisteerimist.

Laro ja Pratt (2005: 260-261) on seisukohal, et väikeettevõtte varade põhiseid meetodeid kasutavad üksnes ettevõtted, kellel tegevust üldiselt ei ole ja plaanivad likvideerimist või puudub kasumi teenimise võimalus tulevikus. Lisaks on ka välja toodud, et investeerimisosakute hindamisel on võimalik kasutada ka varade likvideerimisväärtust.

Antud meetodi puhul aga ei ole üldse arvesse võetud üleüldist majanduslikku olukorda, tööstust, tööjõudu ega ühtegi raamatupidamisvälist probleemi (Fernandez 2007: 4). Järelikult selle seisukoha järgi annavad varadel põhinevad meetodid pigem majandusarvestuslikku ülevaadet väikeettevõtte finantsolukorra kohta ja ei sobi jätkusuutliku väikeettevõtte väärtuse hindamiseks.

Varade väärtusel põhineva meetodi üheks olulisemaks probleemiks on veel asjaolu, et mudel jätab tihti kõrvale olulised väärtuse komponendid nagu brändi nimed, innovatsiooni ja teised aspektid, mis on pühendunud ettevõtte suhetele. Järelikult raamatupidamislik väärtus üksinda ei saa anda asjakohast hinnangut ettevõtte väärtusele. (Jenkind, Kane 2006: 22)

Mudeli kohta on avaldatud palju erinevaid seisukohti ja mõned autorid leiavad, et varadel põhinev meetod sobib nii väike- kui ka suurfirmade puhul väärtuse leidmiseks. Seevastu ollakse ka arvamusel, et mudel sobib üksnes likvideerimise puhul või kui ettevõtte pole jätkusuutlik. Töö autor toetab seda seisukohta, kuna jätkusuutlikkust näitab ikkagi ka tulevaste rahavoogude prognoosimine ja majandusteguritega arvestamine.

Meetodi kasutamise muudab komplitseeritumaks asjaolu, et arvesse tuleb võtta ka immateriaalsed varad, mille puhul puudub varal füüsiline olemus (Pratt, Niculita 2008: 353–354). Selle hulka võivad kuuluda ka patendid, autoriõigused, kaubamärgid, klientide nimekirjad, lepingud, litsentsid ja ka oskusteave (Tuller 2008:77). Suurte ettevõtete puhul on meetodit keerulisem kasutada, kui firmal on kasutusel palju immateriaalset vara, sest keeruline võib olla hinnata nende väärtust ning prognoosida nendest saadavat tulu tulevikus (Pratt, Niculita 2008: 353–354).

Kõige enam sobib meetodit aga kasutada teatud spetsiifiliste ettevõtte puhul nagu näiteks investeerimisega seotud firmad, kinnisvara ettevõtted, hotellid, golfiklubid ja ka farmid. Ettevõtted hoiavad oma varasid eelkõige põhjusel, et nende abil tulevikus suurendada firma tulusid. (Tuller 2008: 51)

Ehkki varadel põhinev meetod on tunduvalt lihtsam kui diskonteeritud vabade rahavoogude mudel, kuna ei vaja erilisi teadmisi finantsanalüüsist, põhineb see peamiselt raamatupidamislikel faktilistel andmetel ja jätab tuleviku täielikult kõrvale. Väikeettevõtte omanikud, juhtkond ja/või raamatupidaja saaksid meetodi rakendamisega ilmselt hõlpsasti hakkama, kuid see sobiks kasutamiseks üksnes juhul, kuid firma plaanib likvideerimist. Seega järelilikult ei sobi see meetod jätkusuutliku väikeettevõtte väärtuse hindamiseks.

### **1.3.3. Suhtelise väärtuse hindamise meetodid**

Üheks võimalikuks ja suhteliselt lihtsaks vahendiks väikeettevõtte väärtuse hindamisel on suhtelise väärtuse hindamise meetod. Tegemist ei ole keerukaid matemaatilisi võrrandeid nõudva vahendiga, kuid samas tuleb selle rakendamisel väga ettevaatlik olla, kuna tuleb tähelepanu pöörata eelkõige sellele, millise ettevõttega väikefirmat võrrelda, kuna see peaks olema samast tegevusalast ja oma suuruselt võrreldavale firmale ligilähedane.

Suhtelise väärtuse hindamise metoodika lähtub põhimõttest, et ettevõtte väärtuse hindamise aluseks on võrdlusbaasina teised sarnased ettevõtted. Sarnaste ettevõtete keskmiste väärtussuhtarvude alusel leitakse hinnatava ettevõtte väärtus. (Feldman 2005: 45; Nenkov 2010: 161; Peterson 2013: 64)

Antud meetodit kasutatakse järgnevatel eesmärkidel (Nenkov 2010: 161-163):

- selgitada välja, kas uuritav väikeettevõtte on võrreldes teiste samasuguste ettevõtetega suhteliselt üle- või alahinnatud;
- määrata ära väikeettevõtte väärtuse suurusjärg võrreldes teiste samasuguste ettevõtetega.

Suhtelise väärtuse hindamise meetodi puhul tuleb määrata kindlaks võrreldavad ettevõtted ja nende turuväärtused. Kuna turuväärtusi ei ole võimalik omavahel võrrelda, siis tuleb viia need standardiseeritud kujudele ehk moodustada suhtarvud. Võrreldes suhtarvusi uuritava firma väärtusega on võimalik kindlaks teha, kas ettevõtte on üle- või alahinnatud. (Damordaran 2012: 417–423; Koller *et al* 2010: 317-318)

Suhtarvude moodustamiseks on vajalikud alusnäitajad ning nende jaotus on esitatud järgnevas tabelis 3.

**Tabel 3.** Suhtelise väärtuse hindamise alusnäitajate jaotus

<b>Jaotus</b>	<b>Alusnäitajad</b>
Bilansipõhised näitajad	koguvarad omakapital
Tulupõhised näitajad	müügitulu puhaskasum EBIT EBITDA dividendid
Ettevõtte kasvu näitajad	tulude kasv

Allikas: Lie, Lie 2002: 44-45; Liu *et al.* 2007: 56-57; Nenkov 2010: 165; autori koostatud.

Alusnäitajate valik tehakse sõltuvalt tegevusharust, kätte saadavatest andmetest ning ettevõtte vajadusest väärtust hinnata. Seejuures võib alati leida mitmeid suhtarve, et paremini positsioneerida ettevõtte konkurentide hulgas.

Levinumateks väärtuse suhtarvudeks on (Brigham, Daves 2007: 274; Nenkov 2010: 161-165):

- aktsia turuhind / kasum aktsia kohta (*P/E – price/earnings ratio*);
- aktsia turuhind / aktsia raamatupidamisväärtus (*P/B – price/book ratio*);
- aktsia turuhind / käive aktsia kohta (*P/S – price/sales ratio*).

P/B puhul kasutakse ka lühendit P/BV (*price/book value*) suhtarvu. Nende meetodite alusel saab küll hinnata, kas aktsia on üle- või alahinnatud teiste samalaadsete ettevõtetega, kuid samas ei anna see ülevaadet turu kui terviku kohta. Tähele tuleb

panna ka asjaolu, et börsil ei pruugi olla riski, kasvu ja tulususe aspektist lähtuvalt teisi sarnaseid ettevõtteid, kellega firmat võrrelda. (Nenkov 2010: 164)

Väikeettevõtte puhul on seega võimalik hinnata, kas firma on üle- või alahinnatud võrreldes konkurentidega. Ehkki suhtarve on lihtne leida, siis probleemiks võib kujuneda asjaolu, et võrreldavaid ja kaua tegutsevaid ettevõtteid on Eestis väga vähe ning autor toetab eelnevat seisukohta, et suhtarvude võrdlemine ei anna kindlust ettevõtte jätkusuutlikkuse kohta, kuna tulevik jäetakse vaatluse alt välja.

Suhtarvud P/E ja P/B on aga laialt kasutatud ettevõtte väärtuse hindamisel (Nenkov 2010: 164). Eestis esineb selle meetodika rakendamisel mitmeid probleemseid asjaolusid. Väikeettevõttel on raske leida piisavat arvu võrreldavaid ettevõtteid, mille aktsiate/osadega oleks tal võimalik tehtud tehinguid võrrelda ning nende kohta oleks informatsioon hindajale kättesaadav (Holthaussen, Zmijewski 2012: 26). Samas ei tohi ka unustada, et ka välisbörsidel noteeritud võrreldavate börsiettevõtete väärtussuhtarve poleks õige kanda Eesti ettevõtete hindamiseks üks-ühele üle. Tihti on aga probleemiks asjaolu, et väikeettevõtte omanikud ja/või juhtkond võtavad arvesse suure börsiettevõtte P ja E-sid, mis realselt ei ole väikeettevõttega võrreldavad ja annavad seega valed tulemused.

Lisaks eelnevalt väljatoodud levinumate suhtarvude loetelule kasutatakse ka teisi olulisi suhtarve, mille puhul olulisemateks võib pidada EV/EBITDA (*Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) ja EV/EBIT (*Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes*). Näitajad on omavahel üsna sarnased. EBITDA alusnäitajaga suhtarv on väärtuse hindamise puhul aga enam kasutatav kui suhtarv EV/EBIT. Nimelt väljendab EBITDA asjaolu, et laekuvatest müügituludest on ettevõtte võimeline ära katma müüdü toodangu kulud ja ka tegevuskulud. Seda loomulikult eeldusel, et EBITDA on positiivne. Järelikult iseloomustab näitaja ettevõtte jätkusuutlikkust. (Block 2010: 7-8; Lie, Lie 2002: 44–48)

Kõige põhilisemate väikeettevõtte suhtarvude eelistest ja puudustest annab ülevaate järgnev tabel 4.

**Tabel 4.** Peamiste suhtarvude eelised ja puudused

<b>Suhtarv</b>	<b>Eelised</b>	<b>Puudused</b>
P/E	- lihtne leida - võimalik leida fundamentaalselt õige väärtus	- ei saa kasutada kahjumis ettevõtte puhul - mõjutatud raamatupidamisest - ei sobi tsükliliste ettevõtete puhul
P/B	- lihtne leida	- ei sobi teenindusettevõtete puhul - mõjutatud raamatupidamisest
P/S	- lihtne leida - pole mõjutatud raamatupidamisest	- pole kunagi negatiivne
EV/EBITDA	- arvestab ka ettevõtte laenukoormust - elimineerib amortisatsiooni efekti - tulemus ei ole mõjutatud kalitali struktuurist	- mõjutatud raamatupidamisest
EV/EBIT	- tulemus ei ole mõjutatud kapitali struktuurist	- mõjutatud raamatupidamisest

Allikas: Brigham, Daves 2007: 262-264; Lie, Lie 2002: 44-48; Nenkov 2010: 162-165; autori koostatud.

Tabelist 4 selgub, et suhtarvudel on nii eeliseid kui ka puuduseid ning nende kasutamisel tuleb neid arvesse võtta. Uuringud on näidanud, et kõige populaarsemaks suhtarvuks on P/E, millele järgneb EV/EBITDA (Block 2010: 7-9). Kantšukovi (2010: 109) läbi viidud uuringust selgus, et Eestis osutus kõige levinumaks EV/EBITDA väärtuskordaja, sest näitaja kasutamisel ei avalda mõju erinevate ettevõtete finantsvõimendus, tulumaksukohustused ega ka amortisatsioonipoliitika.

Juhtimisotsuste tegemisel ja väikeettevõtte tegevuse analüüsi läbi viimisel on suhtarvudel oluline osa (Higgins 2001: 61), sest see aitab hinnata ettevõtte finantsolukorda (Žager *et al.* 2012: 377). Seejuures ei tohiks aga ära unustada asjaolu, et ainuüksi suhtarvude tulemuste põhjal ei ole õige langetada lõplikke otsuseid ettevõtte tegevuse kohta. Suhtelise väärtuse hindamise meetodi puhul on suhtarvude analüüs eelkõige abiks väikeettevõtte majandustegevuse hindamiseks.

Suhtelise väärtuse hindamise meetodi puhul esineb ka puudujääke. Analüüsi käigus küll selgub, kas väikeettevõtte tulemused on head või halvad, kuid samas ei anna see meetod

võimalusi nende põhjuste väljaselgitamiseks. Suhtarvud sõltuvad eelkõige raamatupidamisandmetest, mis võivad olla ka moonutatud ning seetõttu puudub kindlus nende usaldusväärsuses. Lisaks annavad need üksnes informatsiooni ettevõtte positsiooni kohta, millega ei ole aga midagi väga peale hakata ning mis ei pruukinudki olla väärtuse leidmise eesmärgiks. Parimal juhul annab see väikeettevõtte omanikule lihtsalt kindlustunde, et positsioneerub samas majandusharus tegutsevate ettevõtete seas heal positsioonil ning seetõttu sobib meetodit kasutada pigem alternatiivse hinnangu saamiseks.

Kantšukov (2010) on uurinud väärtuskordajate meetodi kasutamist Eestis finantsanalüütikute poolt ja märkis, et suhtarve kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamisel peaaegu samaväärsel tasemel kui diskonteeritud rahavoogude meetodeid. Samas toob ta välja, et suhtelise väärtuse hindamise meetodi näitajate kasutamine ning kohandamine Eesti tingimustes ei ole siiski veel piisavalt empiiriliste uurimustega kaetud. Paraku valdav osa finantsanalüütikuid, kes Eestis väärtuskordajate meetodeid kasutavad, ei tee neile mitte mingisuguseid kohandusi riikidevaheliste ja teiste erisustega arvestamiseks.

Autor on seisukohal, et kuna meetodi puhul kasutatakse võrdlusena Damodaran andmebaasist kättesaadavaid suhtarve, siis muudab see mudeli rakendamise Eesti oludes keeruliseks. Probleem seisneb asjaolus, et Damodarani andmebaas tugineb peamiselt Ameerika Ühendriikide suurtele ettevõtetele, siis ei ole need võrdväärselt võrreldavad Eesti väikeettevõtetega.

Tuginedes eelnevatele seisukohtadele leiab autor, et suhtarvude mudel on lihtne ning asjakohane alternatiivne vahend ettevõtte väärtuse hindamiseks. Seega puudub vajadus eriharidusega spetsialistide palkamiseks. Küll aga tuleb täpselt vaadata ettevõtet, kellega ühiselt tulemusi võrrelda ning see ei pruugi Eesti riigis nii lihtne olla. Lisaks tuleb kindlasti arvestada ka majanduslikku olukorda ning tegevusharu iseäralikke komponente.



#### 1.3.4. Majandusliku lisandväärtuse meetod

Üksnes firma väärtuse arvutamine ei vii veel ettevõtte väärtuse kasvule. Seetõttu on oluline pidevalt analüüsida väärtuse kasvu ja kahanemise tegureid ettevõtte väärtusahelas.

Kui ettevõtte tulud ülevatavad kulusid, siis raamatupidamislikus mõttes teenib ettevõtte kasumit. Kuna puhaskasumi arvutamise puhul võetakse arvesse intressid, kuid ei arvestata omanikele makstava tuluga. (Tearu, Krumm 2005: 32)

Majanduslik lisandväärtus (EVA – *economic value added*) väljendab ettevõtte põhitegevuse võimet luua maksudejärgset ärikasumit (NOPAT – *net operating profit after tax*), millest on lahutatud kapitalikulutused. Majandusliku lisandväärtuse erandjuhtumiks on turu lisandväärtus (MVA – *market value added*). MVA on ettevõtte turuväärtuse ja ettevõttesse investeeritud kapitali vahe. (Stern *et al.* 2001: 15-16) Majanduslik lisandväärtus on kapitali hinnaga korrigeeritud kasum (Tearu, Krumm 2005: 32).

EVA on ettevõtte tegevuse mõõdik, mille õige kasutamise puhul on see abiks väärtuspõhise juhtimise korraldamisel (Young, O'Byrne 2001: 19). EVA-t on lihtne kasutada ka finantsvaldkonnaga mitte väga tuttavatel väikeettevõtte omanikul (Stern *et al.* 2001: 15). Autor on aga seisukohal, et samas vajab meetod siiski ka kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamise oskust, mistõttu sobib meetod küll väikeettevõtte puhul, kuid võib osutada keeruliseks väikeettevõtte omanikule.

Nii EVA kui MVA on registreeritud kaubamärgid EVA<sup>TM</sup> ja MVA<sup>TM</sup> Stern Stewart & Co. poolt (Stern *et al.* 2001:15; Stowe *et al.* 2007: 247). Ettevõtte majanduslikku lisandväärtust mõjutavad paljud tegurid, milledest olulisemad on ärikasum, käive, omakapitali tootlus, rahavoog, varade tootlus ja müügi rentaablus. Lisaks on olulisel kohal ka töötajate rahulolu ja pakutava teenuse kvaliteet, kuna ka need omavad mõju ettevõtte finantsnäitajatele. (Young, O'Byrne 2001: 282)

Majandusliku lisandväärtuse meetodi kasutamise puhul tuleb aga raamatupidamislikke andmeid korrigeerida. Kõige olulisemaks võib siinjuures pidada uurimis- ja

arenduskulusid. Need kantakse raamatupidamislikus mõttes kuluks aruandeperioodil. EVA arvutamise korral aga kapitaliseeritakse uurimis- ja arengukulud ning need kantakse alles kuluks mingi perioodi jooksul. Lisaks võivad esineda ka varjatud kujul finantskulud, mis sisalduvad tegevuskuludes näiteks kasutusrendina. Majandusliku lisandväärtuse puhul vaadeldakse kasutusrenti aga see-eest hoopis laenuna. Arvutustes liidetakse vastav summa investeeritud kapitalile, vähendades seeläbi samal ajal ettevõtte tegevuskulusid. Lisaks eelnevale arvutatakse rahavoogude põhiselt ettevõtte provisjonid. Nende hulka võivad kuuluda nii ettevõtte garantiikohustused, ebatõenäoliselt laekuvad arved kui ka restruktureerimisega seotud võimalikud väljaminekud. (Grant 2003: 217–228) Järelikult peab meetodi kasutaja eelnevalt väljatoodud asjaolusid arvesse võtma, et saavutada õige tulemus.

EVA on leitav järgneva valemiga (Dunbar 2013: 55; Stowe *et al.* 2007: 247):

$$(7) \quad EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t \cdot IC_{t-1}) = IC_{t-1} \cdot (ROIC_t - WACC_t),$$

kus *NOPAT* – maksude järgne ärikasum,

*IC* – ettevõttesse investeeritud kapital (*invested capital*),

*ROIC* – ettevõttesse investeeritud kapitali tootlus (*return on invested capital*),

*t* – periood.

Ettevõttesse investeeritud kapitali puhul on arvutuse aluseks hinnatava perioodi alguse omakapital ja intressi kandev võõrkapital. Tulumaksu puudumise tõttu Eestis võrdub maksudejärgne ärikasum aga ettevõtte ärikasumiga.

Mida suurem on äririsk ja mida rohkem on äritegevusse kaasatud kapitali, seda suuremad on kapitalikulutused. Positiivne EVA näitaja väljendab omanike vara väärtuse kasvu ja seevastu negatiivse puhul on väärtus hävitatud. (Stern *et al.* 2001: 69, 110) Erinevalt diskonteeritud vaba rahavoo meetodist lähtutakse EVA puhul üksnes investeeritud kapitalist ja mitte põhitegevuse rahavoost ning majandusliku lisandväärtuse puhul on pigem võimalik anda hinnang juhtkonna tegevusele (Stowe *et al.* 2007: 248).

Ettevõtte väärtuse leidmine majandusliku lisandväärtuse meetodil on arvatav järgneva valemiga (Hitchner 2011: 1090):

$$(8) \quad V_F = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

Majandusliku lisandväärtuse alusel on võimalik hinnata ka väikeettevõtte tegevuse edukust. Seega saab seda näitajat kasutada nii firma jooksva väärtusloome hindamisel kui ka juhtimisel. (Stowe *et al.* 2007: 249) Seetõttu on meetod eriti kasulik väikeettevõtte puhul (Young, O'Byrne 2001: 283). Järlikult saavad väikefirma omanikud ka ise majandusliku lisandväärtuse arvutada. Järeldusi on neil suhteliselt lihtne teha – positiivse EVA-ga üksus loob väärtust ja negatiivsega hoopis hävitab selle. See võimaldab omanikel vastu võtta vajalikke otsuseid, kui ettevõttes on vaja midagi muuta.

Kuna meetodite kasutamine põhineb ettevõtte arvestus- ja finantssüsteemist saadavatel näitajatel, siis on viimased teoreetilisest aspektist omavahel seotud. Seetõttu oleks mõttekaim erinevaid meetodeid erinevast probleemipüstitusest tulenevalt omavahel integreerida. See võimaldab tuletada uusi näitajaid. Ettevõtted lähtuvad tihtipeale väärtust kajastavate näitajate valikul erinevatest lähtepunktidest.

Autor koostas ka kõigi nelja meetodi põhjal võrdlustabeli (vt lisa 1). Sellest järeldub, et kõikidel meetoditel on oma positiivsed ja negatiivsed küljed ning kõiki neid kasutatakse siiski suuremal või vähemal määral ka väikeettevõtete hindamisel. Varade väärtuse põhise meetodit ei ole mõistlik siiski ettevõtte väärtuse hindamisel kasutada, kuna see ei väljenda tõelist firma olemust, kuna kõrvale jäetakse bilansivälised sündmused. Pigem oleneb ka väikeettevõtte tüübist, majandusharust ja hindamise eesmärgist, milline meetod on kõige sobilikum. Lisaks tuleb tähelepanu pöörata hindaja kvalifikatsioonile, kuna diskonteeritud vaba rahavoo meetod nõuab spetsiifilisemaid teadmisi finantsvaldkonnast ning seda eelkõige just tulemuste tõlgendamisel. Valede järelduste tegemine võib firma väärtust hoopis langetada.

Kõige lihtsam on siiski majandusliku lisandväärtuse hindamise juurde jääda, kui väikeettevõttes puudub finantsjuht või omanikul vajalikud teadmised. Selle puhul on

eksimisvõimalused tulemuste interpreteerimisel tunduvad väiksemad kui teiste meetodite puhul, kuna tihti tehakse ka vigu suhtelise väärtuse hindamise meetoditega, kui võrreldakse neid sobimatute börsiettevõtetega või muus valdkonnas tegutseva firmaga.

Kokkuvõtteks võib öelda, et valdav enamus kaasaegseid rahandusõpikute autoreid eelistavad rahavoogudel põhinevaid ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid, sest need on kontseptuaalselt kõige õigemad ja näitavad ettevõtte fundamentaalset väärtust kõige täpsemalt. Rahavoogudel põhinevad meetodid hindavad ettevõtte väärtust lähtuvalt tuleviku prognoosidest, seevastu varadel põhinev meetod ajaloolistel andmetel ja suhtelise väärtuse hindamine aga turu hetkeolukorrast. Toetudes eelnevalt väljatoodud finantsanalüütikute kogemustele ja väikeettevõtte eripäradele, on autori arvates firma väärtuse leidmiseks kõige objektiivsem töö empiirilises osas viia läbi OÜ Raunex väärtuse hindamine vabade rahavoogude diskonteerimise abil ning täiendada analüüsi suhtelise väärtuse hindamise meetodil, mis sobib hästi alternatiivse hinnangu saamiseks.

## 2. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE

### VÄIKEETTEVÖTTES OÜ RAUNEX

#### 2.1. OÜ Raunex ajalooline ülevaade ettevõttest ja majandusharust

Ettevõtte OÜ Raunex asutati aastal 2000 ja tegemist on perekonna firmaga. Ettevõttel on viis osanikku ja igale ühele neist kuulub võrdne osa ehk 20% ettevõttest. Kõik viis osanikku kuuluvad ühtlasi ka juhatusse. Osauhingu põhitegevuseks on sõiduautode varuosade, lisaseadmete ja remondimaterjalide jae- ja hulgimüük. Ettevõtte on registreeritud Pärnumaal Paikuse vallas, kuid äritegevus leiab aset neljas Eesti linnas – Pärnus, Tartus, Võrus ja Haapsalus. (M. Kose suuline teade 04.07.2013) Ettevõtte üldised andmed on esitatud alljärgnevas tabelis 5.

**Tabel 5.** OÜ Raunex üldandmed

Ettevõtte andmed	
Registrikood	10645560
Ettevõtte registreeritud aadress	Koskla 27, Paikuse vald, Pärnumaa
Kontakt andmed	Telefon: 372 4 420 111 Faks: 372 4 435 499 E-mail: raunex@raunex.ee
Majandusaasta algus ja lõpp	01. jaanuar – 31. detsember
Osakapitali suurus (eurodes)	12 785

Allikas: Äriregistri... 2013; autori koostatud.

Ettevõtte alustas esialgu tegutsemist Pärnus ning hetkel leiab äritegevus aset hea ligipääsuga Pae tänaval. Aastate jooksul on omanikest juhtkond suurendanud osauhingu osakapitali suurust, mis vastavalt tabelile 5 on 2013. majandusaastal 12 785 eurot.

Ettevõtte missioon on pakkuda klientidele võimalikku parimat rahulolu. See tähendab, et pakkuda auto A- ja B- varuosasid madalamate hindadega ja parema kvaliteediga võrreldes konkurentidega. Visiooniks on firmal 20 aasta pärast olla esindatud Eesti suuremates linnades ning enamus kaupa tarnida otse tehastelt (M. Kose suuline teade 04.07.2013).

Väikeettevõttele iseloomulikult on omanikud ise firma juhid ja tegemist on perekonna firmaga. Iga juhtkonna liige on seejuures asendamatu ja enamasti välditakse ka delegeerimist, mis langetab juhtkonna töö kvaliteeti ja mõjutab firma väärtust. Seega on suuremad riskid seotud eelkõige väikefirmadega.

2013. aasta seisuga töötas OÜ Raunexis keskmiselt kokku 33 töötajat – tegevjuht, raamatupidaja, laojuhatajad, laotöötajad, klienditeenindajad ja koristajad. Kaupa tarnitakse nii Eestist kui ka teistest Euroopa Liidu riikidest – kokku 123-lt hankijalt. Peamisteks tarnijateks on (M. Kose suuline teade 12.07.2013):

- Eoltas UAB,
- Inter Cars SIA,
- AD Baltic AS,
- Dagas UAB,
- Autoveod-Tehnika AS.

Ettevõtte suureks mõjuriks on kindlasti tarnijad, kuna nendest sõltub ettevõtte toodete omahind. Tarnijate hulk, omavahelised suhted ja pikaajaline koostöö mõjutavad ettevõtte edasist käekäiku. OÜ Raunex tarnib palju kaupa Leedust (M. Kose suuline teade 12.07.2013) ning on seetõttu otseselt seotud tarnija tegevusest. Kui tarnija peaks soovima tegevuse lõpetada, siis peaks Raunex uued tarnijad leidma ning nendelt saadavad kaubad ei pruugi enam sama hinna ja kvaliteediga olla (M. Kose suuline teade 12.07.2013). Juhatusel liikme hinnangul võib lisaks ette tulla olukord, kus tarnija soovib oma tegevust ka Eestisse laiendada ning sel juhul oleksid autovaruosad kättesaadavad ka otse OÜ Raunex tarnijalt. See omakorda aga ei anna klientidele põhjust osta varuosasid OÜ Raunexilt.

Eoltas UAB puhul on tegemist Leedu firmaga, mis on ühtlasi ka Läti laienenud. Ettevõtte on ühtlasi OÜ Raunexi kõige suuremaks hankijaks ning on seetõttu firmast suures sõltuvuses. Teada olevalt soovib ettevõtte peagi ka Eestisse laieneda ning on seetõttu huvi näidanud ka potentsiaalse OÜ Raunexi ostmise või ühinemise vastu. (M. Kose suuline teade 21.10.2013)

OÜ Raunex klientideks on nii eraisikud kui ka erinevad juriidilised isikud, kuid suurema osa käibest moodustavad autoremonditöökojad, mis hangivad OÜ Raunexilt autovaruosasisid. Lisaks on ettevõtte omanikud hakanud konkurentsi suurenemise tõttu pakkuma ka suvel turistidele majutusteenust. (M. Kose suuline teade 31.03.2014)

Mitme tegevusharuga ettevõtete puhul tuleb väärtuse hindamine iga haru kohta eraldi läbi viia, sest nii rahavoog, kapitali hind ja struktuur kui ka riskidega seotud faktorid võivad põhitegevusharu omast erinevad olla. Majutusteenust pakuti üksnes 2013. majandusaasta suvel Haapsalus ning see sisaldub kasumiaruandes põhitegevuse müügituludes kogusummas 2 508 eurot (M. Kose suuline teade 31.03.2014). Kuna 2013. majandusaasta müügitulu oli kokku 2 726 656 eurot (vt lisa 3), siis majutusteenus moodustas sellest üksnes 0,09%. OÜ Raunexi majandusaastaruanded kajastavad ettevõtet tervikuna ning seetõttu oleks raskendatud majutustegevuse kohta kulude hankimine ning see võiks viia valede järelduste tegemiseni.

Autor toob järgnevas tabelis 6 välja viimase viie aasta olulisemad näitajad OÜ Raunexi kohta, et anda ülevaade ettevõtte peamistest finantsnäitajate ajaloolistest tendentsidest.

**Tabel 6.** OÜ Raunex peamised finantsnäitajad 2009–2013

	2009	2010	2011	2012	2013
Müügitulud (eurodes)	1 636 394	2 112 024	2 408 806	2 651 051	2 726 656
Müügitulude muutus		23%	12%	9%	3%
Puhaskasum (eurodes)	193 397	225 289	216 746	247 736	229 159
Kasumimarginaal	12%	11%	9%	9%	8%
Varad kokku (eurodes)	812 811	872 385	1 066 993	1 129 482	1 252 652
Kohustused kokku (eurodes)	113 139	203 034	436 540	451 293	545 214
Töötajate arv	17	20	23	29	33

Allikas: Majandusaasta... 2009, 2010, 2011, 2012, 2013; autori koostatud.

Tabelist 6 selgub, et OÜ Raunexi müügitulud on võrreldes eelneva majandusaastaga iga-aastaselt kasvanud. Lisaks eelnevale on suurenenud ka bilansimaht, mis tulenes ka

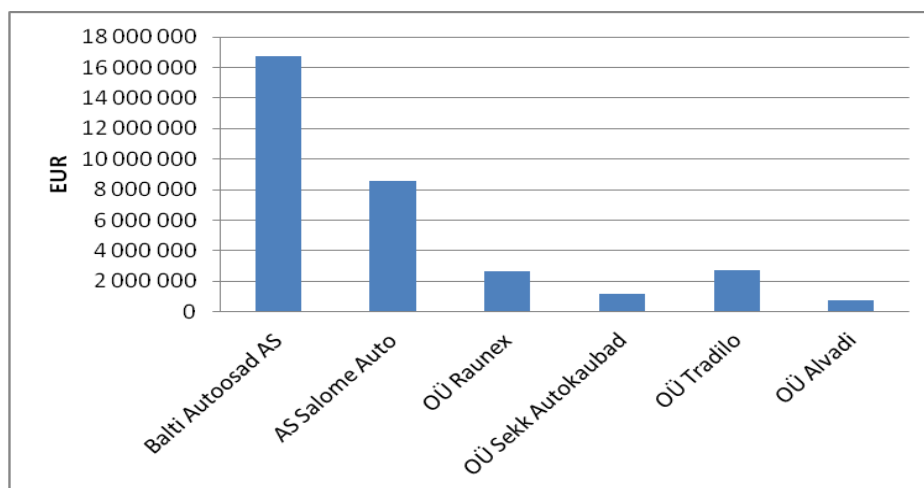
sellest, et viie aasta jooksul on toimunud mitmeid laienemisi. Tähelepanu tasub pöörata ka kasumimarginaalile, mis on viie aastaga langenud 12%-lt 8%-le. Järelkult OÜ Raunexi protsent müügikäibest, mis jääb ettevõttele kasumiks, on vähenenud. Samas on aga iga-aastaselt toimunud müügitulude kasv ja seega läheb ettevõttel siiski hästi. OÜ Raunexi puhul on järelkult tegemist väikese ettevõttega, sest firma annab tööd vähem kui 50 inimesele ja ettevõtte aastakäive ja aasta bilansi kogumaht ei ületa kümnet miljonit eurot (vt lisa 2 ja 3).

Järgnevalt analüüsib autor samas tegevusvaldkonnas tegutsevaid ettevõtteid. Eestis oli 2012. majandusaastal mootorsõidukite osade ja lisaseadmete müügiga tegelevaid ettevõtteid kokku 628 (Statistikaamet 2014). Konkurents on autovaruosade turul viimaste aastatega suurenenud. Otsesteks konkurentideks on eelkõige teised jae- ja hulgimüüjad, kes pakuvad autovaruosasid. Kaudsete konkurentidena võib välja tuua kõiki internetipõhiseid portaale ja -poode, kus autovaruosad on inimestele kättesaadavad ja lihtsalt tellitavad. Kõige suuremateks konkurentideks peavad juhatuse liikmed aga järgmiseid firmasid (M. Kose teade 14.02.2014):

- Sekk Autokaubad OÜ,
- Tradilo OÜ,
- Salome Auto AS,
- Balti Autoosad AS,
- AS KG Knutsson,
- Mercantile Group AS,
- AD Baltic AS,
- Alvadi OÜ.

Autor analüüsis nimetatud ettevõtete 2012. aasta majandusaastaruandeid, mis olid kättesaadavad Äriregistrist, ning valis välja viis kõige sarnasemat ettevõtet, mille müügitulud autovaruosade müügist moodustasid sarnaselt OÜ Raunex-le valdava ehk 99%-lise osa. Müügitulud nende ettevõtete lõikes on esitatud järgneval joonisel 4. Autor kasutas võrdlusena 2012. majandusaastat, kuna 2013. majandusaastaruanded ei ole Äriregistris veel kättesaadavad.





**Joonis 4.** 2012. majandusaasta müügitulud eurodes (autori koostatud).

Joonisel 4 kajastub müügitulu üksnes Eestist ettevõtete lõikes. Sellest nähtub, et valdava osa tulust Eestis müüdavatest autovaruosadest läheb Balti Autoosad AS-le. Kui aga võrrelda osahinguid omavahel, siis üksnes OÜ Tradilo tulu oli OÜ Raunexi omast 75 000 eurot ehk 3% suurem 2012. majandusaastal.

Raunex OÜ põhieesmärgiks järgmisel majandusaastal on toodete täiustamise ning sortimendi laiendamise kaudu turupositsioonide säilitamine ning tugevdamine Pärnus, Tartus, Võrus ja Haapsalus. Loodetakse kasutusele võtta erinevad IT lahendused, mis tõstaksid teeninduse kvaliteeti ja plaanitakse järgnevatel aastatel juurde ehitada kaks autoremonditöökoda. (M. Kose suuline teade 25.02.2014)

OÜ Raunexit saab seega pidada jätkuvalt tegutsevaks ettevõtteks, mille viimase viie aasta finantsnäitajad on olnud head. Ettevõtte ei ole küll turul domineeriv, kuid samas on müügitulud iga aastaga kasvanud, mistõttu prognoosid lähemaks tulevikuks on pigem positiivsed.

Väikeettevõtte OÜ Raunex juhtkond soovib ettevõtte väärtuse hindamise kaudu saada teada ettevõtte väärtust. Omanikud kaaluvad konkurentsi tihenemise tõttu ühinemist oma suurima hankijaga Leedust või koguni firma müümist.

Lisaks kvantitatiivsete meetodite kasutamisele viis autor läbi ka intervjuud juhatuse liikme Martin Kosega, kes on ühtlasi ka ettevõtte üks omanikest. Autor suhtles üksnes

ühe juhatuse liikmega viiest, kes on ettevõtte juhtimisega kõige enam seotud. Intervjuud viidi läbi jooksvalt töö koostamise käigus perioodil juuli 2013 kuni aprill 2014. Juhatuseliikmega kohtuti kolmel korral OÜ Raunex Pärnu kontoris ning lisaks viidi läbi mitmeid telefoniintervjuusid. Intervjuude läbiviimise eesmärgiks oli saada ülevaade ettevõtte tegevusest ning täpsustada väärtuse hindamiseks vajalikke andmeid.

## **2.2. OÜ Raunexi väärtuse hindamine**

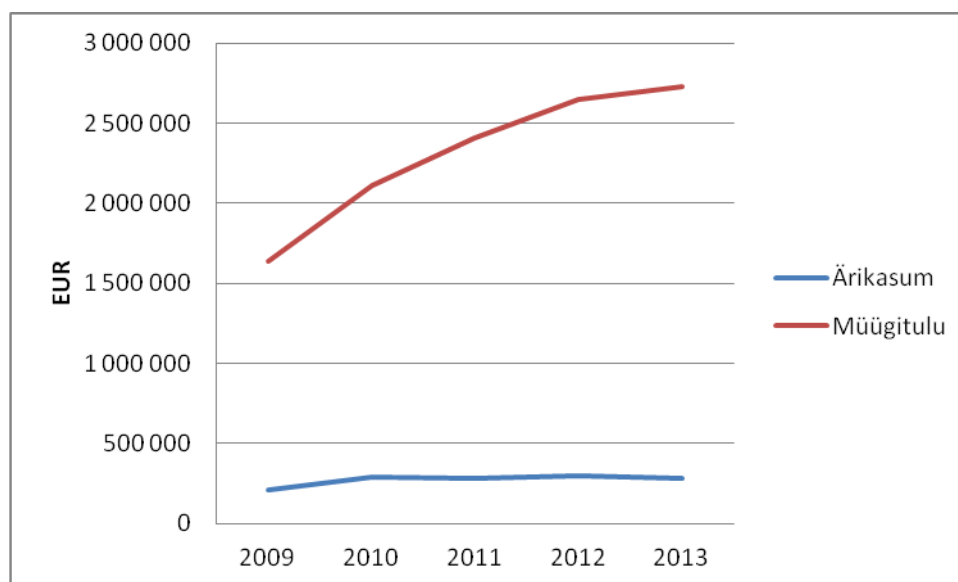
OÜ Raunexi väärtuse hindamine viiakse ettevõttes läbi esmakordselt. Firma väärtuse hindamiseks on autor otsustanud kasutada diskonteeritud vabade rahavoogude meetodit, mis esimeses peatükis väljatoodud põhjustel on antud väikeettevõtte puhul kõige otstarbekam lähenemine. Autor tugines mudeli loomisel peamiselt nii Damodarani kui ka Tuller ja Koller *et al.* poolt avaldatud töödele firma väärtuse hindamise kohta. Ettevõtte väärtuse hindamiseks analüüsitakse 2009. – 2013. aastate majandusaastaruandeid (vt lisa 2 ja 3), millest auditeerimata on üksnes 2013. aastaaruanne, kuna audit viiakse OÜ Raunexis läbi alles juunis 2014 (M. Kose suuline teade 22.01.2014). Sellest hoolimata on autor veendunud, et 2013. majandusaasta andmed on olulises osas siiski õiged, kuna omanikud soovivad ettevõtte väärtust leida eelkõige võimaliku ettevõtte müügihinna teada saamiseks ning valesti esitatud andmed ei kajastaks õiget tulemust.

Lisaks diskonteeritud vaba rahavoo meetodile viib autor läbi ka suhtelise väärtuse hindamise, mis võimaldab saada alternatiivse hinnangu ettevõtte väärtusele. Arvutuste läbiviimiseks kasutas autor MS Exceli programmi. Mõlema meetodi kasutamist toetavad kvalitatiivse uuringu, milleks olid intervjuud juhatuse liikmega, käigus saadud andmed.

Vabade rahavoogude meetodi kasutamisel on kasutatud töö teoreetilises osas esitatud valemeid. Seetõttu prognoosib autor kõigepealt kasumiaruanded ja bilansid aastateks 2014-2019, mille puhul on aluseks nii eelneva viie majandusaasta aruanded kui ka juhatuse liikmelt saadud selgitused. OÜ Raunexis ei ole varem prognoose koostatud. Seejärel leiab autor saadud prognooside põhjal ettevõttele suunatud vabad rahavood FCFF ja terminaalväärtuse. Kapitali kaalutud keskmise hinna WACC puhul arvutati

omakapitali hind kasutades selleks CAPM-mudelit. Lõpuks diskonteeriti ettevõttele suunatud vabasid rahavoogusid kapitali hinnaga, mille tulemusel saadi OÜ Raunex väärtus.

Ettevõtte ärikasum on oluline osa firma väärtuse leidmisel. OÜ Raunex ärikasum on viimasel neljal aastal pigem samale tasemele jäänud (vt joonis 5).



**Joonis 5.** Müügitulu ja ärikasum aastatel 2009–2013 eurodes (autori koostatud).

Vastavalt joonisele 5 on müügitulud iga aastaga kasvanud ning ärikasum aastate lõikes positiivne olnud ning ka järgnevatiks aastateks prognoositakse positiivset ärikasumit (M. Kose suuline teade 25.02.2014). Müügitulud on kasvanud suurte kampaaniate ning sortimendi laienemise tõttu. Lisaks on toimunud laienemised, kuna avati poed Haapsalus ja Võrus. Ärikasum ei ole väga palju tõusnud, kuna laienemistega kaasnesid kulutused ehitustele, samuti lisandusid uute poodide rendikulud ja töötajate koolitus ja palgakulud (M. Kose suuline teade 25.02.2014). Ärikasumi prognoos põhineb äritulude ja –kulude prognoosidel. Äritulude prognoosimisel on lähtutud juhatuse liikme hinnangust müügitulu kasvu suhtes, mida võib pidada realistlikuks, kuna jääb järgneva kuue aasta jooksul vahemikku 3-6%. Seevastu ärikulude prognoosimisel on lähtutud eelneva viie aasta keskmisest. Ärikasumi prognoosimist mõjutavad ka ettevõtte plaanid laieneda järgnevatel majandusaastatel (M. Kose suuline teade 23.03.2014), mistõttu ei

kujune ärikasumi prognoos traditsiooniliselt ehk ühtlaselt kasvades. 2014. majandusaasta ärikasumit mõjutab uus valmiv IT-süsteem, mis muudab klienditeenindajate töö efektiivsemaks, kuid millele tehtav kulutus vähendab antud aastal ärikasumit (M. Kose suuline teade 23.03.2014). Sellest tulenevalt kujuneb 2014. majandusaasta ärikasum väiksemaks kui eelneval majandusaastal. Ka järgneval kahel aastal on ettevõttel plaanis erakorraliselt suured investeeringud, mis mõjutavad ärikasumit. 2015. ja 2016. majandusaastate ärikasum on eelkõige mõjutatud valminud IT-süsteemist, mis seda suurendab, kuid samas ka suurtest investeeringutest uue poe ja töökodade rajamisest, mis ärikasumit nendel aastatel jällegi vähendavad (M. Kose suuline teade 23.03.2014). Kuna investeeringud on suured eelkõige ehitusse ja arendusse, siis esialgu kaasnevad nendega ka suuremad kulud. Samas juba 2017. majandusaastal loodavad omanikud ärikasumi kasvu kõikideks järgnevateks aastateks, sest lisandub kaks uut töökoda ja üks pood (M. Kose suuline teade 23.03.2014).

Dividendide väljamaksmist 2014.–2016. majandusaastatel ei plaanita ning järgnevatel prognoositavatel aastatel on seda plaanis küll teha, kuid 2017. majandusaastal siiski vähem kui siiani (M. Kose suuline teade 25.02.2014). Seetõttu on ka tulumaksu osakaal väiksem. Tulumaksu tuleb Eestis maksta 21/79 dividendide summalt.

Ettevõtte väärtuse hindamisel on oluline osa ka investeeringutel põhivarasse ja amortisatsioonil. OÜ Raunexil valmib 2014. aastal uus IT süsteem, mille puhul on vajalik teha 2014. aastal 20 000 euro suurune investeering põhivarasse (M. Kose suuline teade 25.02.2014), mille puhul on tegemist immateriaalse põhivaraga. 2015. aastal ostetakse juhtkonna hinnangul Pärnusse lisaks juurde uus krunt 200 000 euro eest, kuhu 2016. aastal on plaanis uus pood ja töökoda ehitada. Ehituse maksumuseks on 250 000 eurot. Lisaks ehitatakse 2015. aastal Haapsallu juba olemasoleva poe juurde töökoda (krundil on piisavalt ruumi, hetkel taotletakse lubasid) ning ehituse maksumuseks on 50 000 eurot. Põhivara müümist plaanis ei ole. Ettevõtte juhtkond investeerib põhivarasse üldjuhul 5 000 kuni 10 000 eurot aastas ning selle põhjal on koostatud ka prognoosid. (M. Kose suuline teade 25.02.2014)

Seetõttu erinevadki investeeringud põhivarasse iga aasta väga palju (vt tabel 8 lk 47), sest nende puhul on arvesse võetud eelnevalt nimetatud erakorralisi investeeringuid

aastatel 2014–2016 ning juhatuse liikme selgitusi iga-aastaste investeeringute kohta. Seetõttu koostas autor prognoosid kuue aasta kohta viie asemel kuni kajastatud oleksid ka iga-aastased tavapäraseid investeeringud põhivarasse ja mitte niivõrd erakorralised. Terminaalväärtuse põhivara ja amortisatsiooni mõistliku suhte eesmärgil, et ettevõtte oleks jätkusuutlik, on 2019. aastal kajastatud põhivara investeeringud summas 35 000 eurot.

Puhaskäibekapital on ettevõtte käibevarade ja lühiajaliste kohustuste vahe. Vaba rahavoogu ei saa leida, kui ei ole teada muutus puhaskäibekapitalis. Käibevara struktuurist sõltub ettevõtte tegelik maksevõime. Parema ülevaate andmiseks viis autor läbi käibevarade vertikaalanalüüsi (vt tabel 7).

**Tabel 7.** OÜ Raunex käibevarade vertikaalanalüüs 2009–2013

	2009	2010	2011	2012	2013
Raha ja pangakonto	35%	23%	29%	24%	29%
Nõuded ostjatele	5%	5%	6%	5%	4%
Varud	60%	73%	66%	71%	66%
Käibevara kokku	100%	100%	100%	100%	100%

Allikas: Autori arvutused.

Tabelist 7 järeldub, et nõuded ostjatele moodustavad käibevaradest igal aastal keskmiselt 5% ning vastavalt majandusaastaaruannetele ettemakseid hankijatele bilansipäeva seisuga ettevõttel ei ole. Käibevaradest moodustavad kõige suurema osa müügiks ostetud kaubad ehk varud. Ettevõtte omanikud hoiavad kassas ja pangakontol keskmiselt 200 000 eurot, et vajadusel oleks võimalik raha koheselt kasutada ning viimastel aastatel ei ole suuri investeeringuid tehtud (M. Kose suuline teade 23.03.2014). Seetõttu on kassa ja pangakontode osa üsna suur. Kuna nõuded ja ettemaksed on tihedalt seotud müügikäibega, siis arvestas autor viie aasta kohta välja nende proportsioonid müügikäibest. Järgneva kuue aasta prognoosimisel lähtus autor eelneva kahe aasta keskmisest tulemusest, milleks kujunes 1,3% müügikäibest. Ka varude prognoosimisel, mille puhul on tegemist müügiks ostetud kaupadega, lähtus autor eelneva viie aasta keskmisest tulemusest, sest see ühtis ka juhatuse liikme hinnanguga. Varude osakaal suureneb, kuna avatakse uus pood ja kaks töökoda (M. Kose suuline teade 23.03.2014).

Ettevõtte väärtuse hindamisel tuleb leida ka kapitali kaalutud keskmine hind WACC, mis on vajalik ettevõttele suunatud rahavoogude diskonteerimisel nüüdisväärtusesse. Seetõttu tuleb omakorda leida laenu- ja omakapitali osatähtsused kogukapitalist ning laenu- ja omakapitali hinnad.

OÜ Raunex kasutab üksnes omakapitali, seega on intressi kandva võõrkapitali osakaaluks 0% ja omakapitali osakaaluks 100%. Seetõttu puudub vajadus kasutada iteratsiooni, kuna kaalutud keskmine kapitali hind WACC on võrdne omakapitali hinnaga. Kuna intressi kandvat võõrkapitali ei ole, järelkult puudub ka vajadus leida võõrkapitali hind.

Omakapitali hinna leidmiseks kasutab autor aga finantsvarade mudelit CAPM. Arenenud riigi valitsuse võlakirjatulu aluseks sai võetud Saksa 10 aasta riigivõlakirja tulusus 1,63% (German Government Bunds 2014). Koguriski beetakordaja 1,23 on auto varuosade valdkonna keskmine suurus (Damodaran 2014). Tururiskipremia korrigeerituna Eesti riigi riskiga on 6,05% (Damodaran 2014). CAPM mudeli kasutamisel väikeettevõtte puhul tuleb juurde liita väikeettevõtte riskipremia, milleks on 9,2% (Ibbotson 2014). Nüüd saab leida omakapitali hinna:

$$k_s = 1,63\% + 1,23 * 6,05\% + 9,2\% = 18,27\%$$

Järelikult võrdub ka kaalutud keskmine kapitali hind 18,27%., sest võõrkapitali osakaal on ettevõttel 0%. Saadud WACC tulemust on kasutatud järgnevas tabelis 8, kus väikeettevõttele suunatud vabasid rahavoogusid on diskonteeritud kapitali kaalutud keskmise hinnaga ja saadud seega tulemuseks oodatavad rahavood nüüdisväärtuses. Ettevõtte vabade rahavoogude leidmisel on kasutatud vastavalt teooria osas esitatud valemit 3. Vastavalt tabelile 8 on väikeettevõttele OÜ Raunex suunatud vabade rahavoogude terminalaasta väärtus leitud töö teooria osas esitatud valemi 1 abil ning seejuures on stabiilseks kasvumääraks võetud 3,02% vastavalt ettevõtte tegevusvaldkonnale (Damodaran 2014). Kuna ettevõtte kasv teatud ajahetkel stabiliseerub ja jätkab kasvumist ühtlaselt, siis sobis OÜ Raunexi puhul kasutamiseks kaheetapiline väärtuse hindamise mudel.

**Tabel 8.** FCFF analüüs ettevõtte väärtuse leidmiseks eurodes (autori arvutused)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Terminaal- aasta
Ärikasum	278 461	286 815	275 466	298 585	316 500	335 490	
Tulumaks	0	0	0	39 496	59 679	64 734	
Amortisatsioon	18 516	20 890	27 105	32 550	33 340	34 852	
Investeeringud põhivarasse	25 000	270 000	260 000	10 000	10 000	35 000	
Muutus käibekapitalis	25 093	21 175	21 634	22 357	20 825	17 987	
Vaba rahavoog	246 884	16 530	20 937	259 282	259 336	252 621	1 706 559
Rahavoo nüüdisväärtus	208 746	11 817	12 656	132 518	112 070	92 304	527 229
Kumulatiivne nüüdisväärtus	208 746	220 563	233 219	365 737	477 807	570 111	<b>1 097 340</b>

Vastavalt tabelile 8 on ettevõtte väärtus leitud 2013. majandusaasta lõpu ehk 2014. majandusaasta alguse seisuga. Väikeettevõtte väärtuseks on diskonteeritud vaba rahavoo meetodil järelikult 1 097 340 eurot, mis on leitud kumulatiivse diskonteeritud rahavoogude nüüdisväärtuse ning terminalaasta rahavoo nüüdisväärtuse summeerimisel. Arvutuste läbiviimiseks kasutati endiselt diskontomäärana kapitali kaalutud keskmist hinda 18,27%.

Autor viib järgnevalt läbi ka ettevõtte väärtuse hindamise relatiivsel meetodil, et leida ettevõtte turuväärtus täiendava hinnangu saamiseks. Kuna tegemist on börsil mittenoteeritud ettevõttega, siis võrdlussuhtarvudena kasutati EV/EBITDA, EV/EBIT ja P/BV võttes aluseks auto varuosade tegevusvaldkonna suhtarvud, mis on järgnevad (Damodaran 2014):

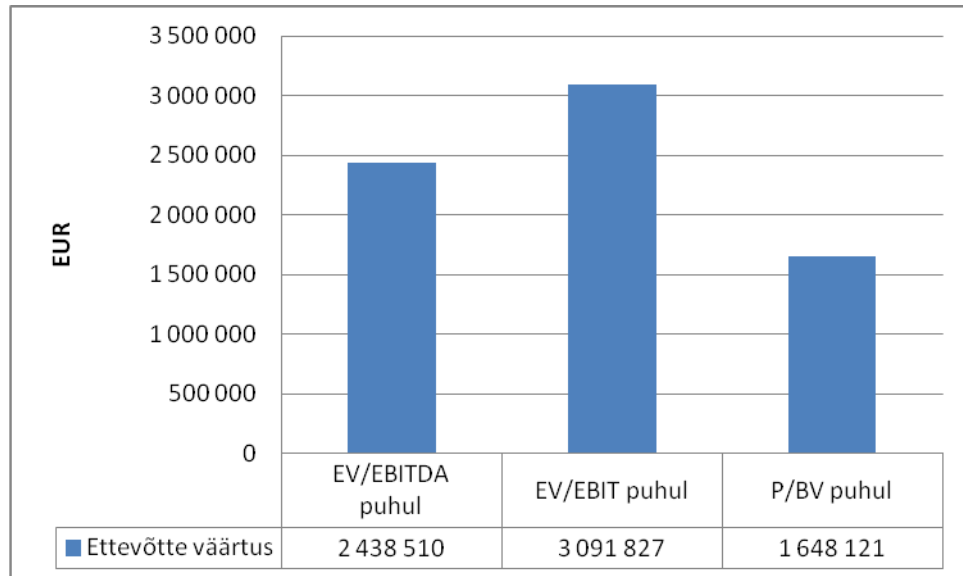
- $EV/EBITDA = 8,21$ ,
- $EV/EBIT = 10,96$ ,
- $P/BV = 2,33$ .

Uuritava väikeettevõtte turuväärtuse leidmiseks kasutab autor 2013. majandusaastaruande vastavaid andmeid, mistõttu saadakse ettevõtte turuväärtus 2013. majandusaasta lõpu ehk 2014. majandusaasta alguse seisuga. Väärtuse leidmiseks on vaja sektoripõhised näitajad läbi korrutada OÜ Raunex vastavate andmetega (Majandusaasta... 2013):

- $EBITDA = 297\,017$  eurot,

- EBIT = 282 101 eurot,
- BV = 707 348 eurot.

Seejärel saadakse OÜ Raunex turuväärtused kolme erineva suhtarvu kaudu, millest annab illustreeriva ülevaate järgnev joonis 6.



**Joonis 6.** OÜ Raunex turuväärtused eurodes (autori koostatud).

Vastavalt joonisele 6 on OÜ Raunex turuväärtus kõige suurem EV/EBIT suhtarvu puhul, kuid ärikasumi alusnäitajaga väärtust ei peeta samas jälle kõige usaldusväärsemaks. Seevastu kõige populaarsem on jällegi EV/EBITDA, mille korral ettevõtte väärtus on 2 438 510 eurot, mis jääb ühtlasi samasse suurusjärku kui kõigi kolme väärtuse aritmeetiline keskmine 2 392 819 eurot. Kõige viimase suhtarvu ehk P/BV puhul on saadud omakapitali turuväärtuseks 1 648 121 eurot, mis on antud juhul ühtlasi ka ettevõtte turuväärtuseks, kuna OÜ Raunexil puuduvad intressikandvad kohustused.

### 2.3. Väärtusjuhtimine

Väikeettevõtte väärtus kasvab koos firma võimega genereerida omanikele stabiilsemat ja suuremat rahavoogu ning järelikult ka väheneb koos loodava rahavoo vähenemisega ning sellega kaasneva ebakindluse suurenemisega. Sellest tulenevalt suureneb ettevõtte



väärtus, kui juhtkond võtab vastu otsused, mis suurendavad ettevõtte poolt genereeritava raha hulka või loodavate rahavoogude stabiilsust. Igat otsust tuleb vaadata eraldi kui ettevõtte väärtust suurendavat või vähendavat tegurit.

Ettevõtet tuleks juhtida väärtusjuhtimise põhimõtete järgi ning OÜ Raunex omanikest juhtkond peaks analüüsima, kas ja millised otsused firma väärtust mõjutavad. Kuna tegemist on perekonna ettevõttega ja omanikud moodustavad ühtlasi ka juhtkonna, siis on juhtkond väga huvitatud ettevõttele väärtust loovatest otsustest, kuna soovitakse eelkõige enda rikkust maksimeerida. Ettevõttes puudub agentuurikonflikt juhtkonna ja omanike vahel, sest omanikud on ühtlasi ettevõtte juhid.

Siiani on firma tegutsenud üksnes omafinantseeringuga ning laenu võtmist on pigem kardetud. Samas on omakapital kallim kui võõrkapital, sest risk on tunduvalt suurem. Autor on seega seisukohal, et OÜ Raunex omanikud võiksid arvestada võimalusega, et laenu võttes on ettevõttel rohkem võimalusi teha suuremaid investeeringuid ning ühtlasi väiksema riskiga kui ainult omafinantseeringuga, sest omakapital on kallim kui võõrkapital. Investeeringud peavad end tulevikus ära tasuma, et seeläbi lisada väärtust ettevõttele ja suurendada omanike rikkust ehk investeeringute nüüdisväärtus peab olema suurem nullist.

OÜ Raunexi omanikel on plaanis järgnevatel aastatel teha mitmeid suuri investeeringuid ettevõtte töö efektiivsemaks muutmiseks ja firma laienemiseks, seal hulgas investeerida immateriaalsesse IT-süsteemi ja ehitada juurde töökodasid (M. Kose suuline teade 23.03.2014). Need otsused tuleb põhjalikult üle vaadata, et kas ja kuidas mõjutavad need otsused ettevõtte väärtust.

2014. majandusaastal võtab ettevõtte kasutusele uue IT-süsteemi, mis ühendab omavahel kõikide filiaalide ladusid ja raamatupidamist (M. Kose suuline teade 23.03.2014). Vastavalt juhatuse liikme selgitusele lihtsustab süsteem klienditeenindajate tööd, kuna annab neile võimaluse kohe programmist järgi vaadata, kas ja millises laos soovitav autovaruosa asub. See kiirendab klienditeenindajate tööd, kui klient tuleb poodi ostma või esitab tellimuse telefoni teel, mis omakorda suurendab müügikäivet, sest kliendid soovivad järjest enam kiiremat teenindust (M. Kose suuline teade 23.03.2014). Juhatuse

liikme sõnul tasub 20 000-eurone investeering IT-süsteemi üksnes omafinantseeringuga end ära, kuna siiani kasutusel olev süsteem ei anna müügiks ostetud kaupadest piisavat ülevaadet ning müügitulu kasvu prognoositakse juba järgnevatks majandusaastaks, kuna uus süsteem võimaldab rohkem ja kiiremini müüa. Töö autor on seisukohal, et müügikäibe suurenemine mõjutab ärikasumit positiivses suunas ja suurendab seeläbi ka vaba rahavoogu. Järelikult tasub investeering end ära, sest peale süsteemi kasutusele võtmist laekuva raha nüüdisväärtus on ilmselt suurem kui investeeringuks tehtud kulutused.

Ettevõtte omanikel on plaanis ka 2015. majandusaastal osta Pärnusse uus krunt, kuhu ehitada autoremonditöökoda ning veel üks pood. Lisaks sellele on kavas ka Haapsalus oleva poe juurde juba olemasolevale krundile ehitada juurde töökoda. (M. Kose suuline teade 23.03.2014) Juhatuse liikme hinnangul suurendab ettevõtmise firma turuosa ning finantseerimisena plaanitakse kaasata ka võõrkapitali. Need investeerimisotsused loovad ettevõttele väärtust vaid siis, kui nendelt teenitav tulu on suurem kui investeerimisega kaasnevad kõik kulud. Töökodade ja poe ehitamised võtavad aega ning seetõttu oodatakse nendelt teenitavat müügikäibe positiivset efekti ärikasumile alles alates 2017. majandusaastast (M. Kose suuline teade 23.03.2014).

Kõik vastuvõetavad otsused tuleb põhjalikult üle vaadata, et kuidas need mõjutavad ettevõtte väärtusjuhtimist. Väärtuse edutegurid nagu müügikäibe kasv ja turuosa laiendamine läbi uute investeeringute mõjutavad ilmselt pikemas perspektiivis ettevõtte väärtuse juhtimist positiivselt. Need omakorda mõjutavad ka töötajaid, kuna töötajate rahulolu peaks suurenema uue laosüsteemi programmi kasutusele võtuga, kuna klienditeenindajad ja laotöötajad leiavad kaubad kiiremini ülesse ja omavad nendest paremat ülevaadet. Kui töötajad on motiveeritumad, siis kujuneb välja ka püsitööjõud ning puudub vajadus uute inimeste väljaõpetamiseks. Lojaalsed töötajad mõjutavad samuti ettevõtte väärtusjuhtimist positiivselt, sest oskavad kliente kiiresti teenindada, kuna tunnevad süsteemi ja tooteid. Rahulolevad kliendid jällegi muutuvad püsiklientideks suurendades seeläbi ettevõtte müügikäivet ja mõjutades positiivses suunas firma väärtusjuhtimist.

Järelikult peavad ettevõtte omanikud iga otsuse puhul saama piisava kindluse, et ettevõtmised tasuvad end tulevikus ära. OÜ Raunex juhtkond on väga motiveeritud ettevõttele väärtust loovaid tegevusi ette võtma, et suurendada nii firma väärtust ja omanike rikkust. Autor leiab, et plaanitavad investeeringud immateriaalsesse põhivarasse ja laienemistesse on ettevõtte väärtusjuhtimisele suunatud, sest vastu võetakse üksnes otsuseid, mis mõjutavad ettevõtte väärtust positiivses suunas.

## **2.4. Järeldused ja rakenduslikud ettepanekud**

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgist tulenevalt viidi läbi väikeettevõtte OÜ Raunex väärtuse hindamine. Konkurentsi tihenemise tõttu kaaluvad omanikud firma müümist või ühinemist oma suurima hankijaga ning soovisid seetõttu teada ettevõtte väärtust. Saadud tulemused leiavad kasutust ettevõtte omanike poolt.

Mida suurem on rahavoog ja mida väiksem on kapitali kaalutud keskmine hind, seda suurem on ettevõtte väärtus. OÜ Raunex kasutab üksnes omakapitali ning see on kallim kui võõrkapital, sest risk on suurem. Kuna Eestis maksustatakse tulumaksuga mitte kasumit, vaid väljamakstavaid dividende, siis tuleks lähtuda MM maksudeta teoreemist. Järelikult ei looks võõrkapitali kasutamine OÜ Raunexis eelist, mis tähendab, et niipalju, kui ettevõtte võidaks odavamast võõrkapitalist, kaotaksid omanikud omakapitali hinna tõusuga ning kaalutud keskmine kapitali hind WACC jääks siiski konstantseks.

OÜ Raunexi väärtust mõjutavad vabad rahavood prognoositavatel 2015. ja 2016. Majandusaastatel. See tuleneb asjaolust, et nendel aastatel on need mitmekordselt väiksemad kui muudel prognoositud aastatel eelkõige seetõttu, et tehakse ebatavaliselt suured investeeringud põhivarasse. 2015. aastal ostetakse 200 000 euro eest krunt, et 2016. majandusaastal investeerida veel lisaks 250 000 eurot uue poe ja töökoja ehitusse. Investeeringud põhivarasse vähendavad aga puhast rahavoogu üksnes 2015. ja 2016. majandusaastal, sest juba 2017. majandusaastast alates on nende mõju rahavoole positiivne ning see viib ettevõtte kasvule. Kuna prognooside kohaselt tasuvad investeeringud end juba mõne aastaga ära, siis mõjutavad investeeringud ettevõtte väärtust positiivselt.

Väikeettevõtet juhivad firma omanikud ise, kes on sinna investeerinud oma isiklikku vara. See muudab aga keeruliseks personali- ja ärikulude ning juhatuse töötasude ja dividendide omavahelise eristamise, kuna omanik ja juhataja on ühes isikus. Kuna OÜ Raunexil on esmakordselt plaanis kaasata firmasse ka võõrkapitali, siis mõjutab see ettevõtte tegevust mitmel viisil. Kõigepealt annab see firmale paremad võimalused laienemiseks, sest võõrkapital on odavam kui omakapital ning üksnes omakapitaliga ei oleks ettevõttel need investeeringud võimalikud. Lisaks eelnevale on peale võõrkapitali kaasamist mõistlik uuesti leida ettevõtte väärtus, mis ilmselt on tunduvalt suurem kui praegu leitud väärtus, sest puuduvad ebatavaliselt suured investeeringud põhivarasse.

Järelkult annab diskonteeritud vabade rahavoogude meetodi kasutamine nii omanikest juhtkonnale väärtuslikku informatsiooni ja võimaldab paremini vastu võtta ettevõtte juhtimist ja arenguid puudutavaid otsuseid. Samas tasub kindlasti arvestada asjaoluga, et mudeli resultaat sõltub väga suurel määral prognoositud vabadest rahavoogudest, mis omakorda põhinevad siiski ka juhtkonna hinnangul ning on seetõttu subjektiivsed. Seetõttu on autor seisukohal, et oluline on alati prognooside täpsustamine pöörates tähelepanu rahavoogude juhtimise parandamisele.

Suhtelise väärtuse hindamise meetod on aga alternatiivne meetod firma väärtuse hindamiseks. Samas tuleb tähelepanu pöörata asjaolule, et väikeettevõtted ei pruugi majandusarvestuse printsiipe ühtemoodi järgida ja seega võivad nende bilansikirjete alused väga palju erineda teise ettevõtte omast ning seda tuleks omavahelise võrdluse puhul arvesse võtta. OÜ Raunexi väärtuseks kujunes suhtelise väärtuse hindamise meetodil 2,4 miljonit eurot võttes aluseks sama tegevusharu keskmise EV/EBITDA suhtarvu. Antud juhul on tegemist ettevõtte turuväärtusega, mis võiks olla tehingu toimumisel OÜ Raunexi müügihinnaks. Samas ettevõtte lõplik väärtus oleks sel puhul siiski selline turuväärtus, mis tekib alles läbirääkimistel ning tehingu läbiviimisel. Seejuures on ilmselge, et OÜ Raunexiga ühineda soovija või ostja soovib igal juhul hinna võimalikult madalaks hinnata.

Bakalaureusetöö autorile teadaolevalt ei ole ühegi autovaruosade müügiga tegeleva ettevõtte müüki ega ühinemist 2013. ega 2014. majandusaastal Eestis toimunud. Samas tegevusharus tegutsevate ettevõtetega toimunud tehingute kohta puudub teave ka OÜ

Raunex omanikel (M. Kose suuline teade 22.04.2014). Seetõttu ei ole võimalik OÜ Raunex väärtust võrrelda hiljuti toimunud tehingutega.

Erinevate meetodite kaudu saadud tulemuste omavaheliseks võrdlemiseks tuleb aluseks võtta sama periood. Kuna diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul leiti ettevõtte väärtus 2013. majandusaasta lõpu ehk 2014. majandusaasta alguse kohta, siis on võimalik seda võrrelda relatiivse meetodi tulemustega, sest ka viimase puhul on aluseks võetud 2013. majandusaastaruanne ehk 2014. majandusaasta algus.

Diskonteeritud vabade rahavoogude meetodi puhul saadi ettevõtte väärtuseks 1,1 miljonit eurot, mis on rohkem kui kaks korda väiksem kui suhtelise väärtuse meetodil leitud ettevõtte turuväärtus. Kuna juhtkond kaalub ka ühe võimalusena ettevõtte müüki, siis antud juhul oleks tegemist hea tehinguga, kui ettevõtte turuväärtus on 1,3 miljonit eurot suurem kui ettevõtte turul väärt on. Seetõttu on autor seisukohal, et omanikel tasub kindlasti müügi osas potentsiaalse ostjaga läbirääkimisi pidada. Samuti leiab autor, et juhtkonna plaanid laieneda tasuvad end ära, mis viib ettevõtte kasvule ning seetõttu on ettevõtte ka konkurentsivõimeline.

Ettevõtte omakapital 31.12.2013 seisuga on 707 348 eurot, mis on väiksem kui mõlemal meetodil leitud ettevõtte väärtus. Kuna diskonteeritud vaba rahavoo meetodil saadud väärtus on 1,1 miljonit ehk suurem bilansilisest väärtusest, siis järelikult on ettevõtte jätkusuutlik.

Diskonteeritud vabade rahavoogude ja suhtelise väärtuse hindamise meetodil saadud tulemused erinesid väga palju. See tulenes peamiselt asjaolust, et relatiivse meetodi puhul kasutati Damodaran (2014) andmebaasi, kus autovaruosade müügiga tegelevad võrreldavad ettevõtted ei ole Eesti väikeettevõtted nagu OÜ Raunex. Andmebaas tugineb peamiselt USA ettevõtetele ning seetõttu tuleb seda Eesti väikeettevõtte puhul kasutades meeles pidada. Sellest tulenevalt võib diskonteeritud vaba rahavoo meetodi tulemust pidada adekvaatsemaks, kuna see põhineb konkreetsetel OÜ Raunexi finantsandmetel.

Juhtkond on ettevõtte väärtuse hindamise tulemustega väga rahul. Ehkki omanikud eeldasid, et diskonteeritud vabade rahavoogude meetodil saadud tulemus tuleb suurem

kui 1,1 miljonit eurot, on nad väga rahul asjaoluga, et ettevõtte turuväärtus on ettevõtte väärtusest tunduvalt suurem (M. Kose suuline teade 22.04.2014). Seetõttu said omanikud kindluse, et tasub potentsiaalse võimalusena pidada läbirääkimisi suurima hankijaga Leedust, kes on huvi näidanud ettevõtte ostmise vastu.

Ettevõtte väärtuse hindamine viidi firmas läbi esmakordselt ja see on andnud juhtkonnale väärtuslikku informatsiooni, mis võimaldab omanikel paremini vastu võtta firma juhtimist ja tuleviku perspektiive puudutavaid otsuseid (M. Kose suuline teade 22.04.2014). Väikeettevõtte juhtkond ei olnud siiani prognoose koostatud ning autori koostatud kuue majandusaasta eelarved on edaspidiseks abiks juhtkonnale prognooside koostamiseks. Paljud väikeettevõtete omanikud, nagu ka OÜ Raunex omanikud, on enamasti kiirete igapäevaste asjadega väga hõivatud ja peavad finantsanalüüsi üsna ebavajalikuks, kuna firma toimib hästi ka ilma selleta. Autor aga leiab, et lisaks sellele annab varajane hindamisega alustamine omanikele aega ja võimaluse igasuguste võimalike muutustega toimetulekuks enne võimaliku müügi- või ühinemistehingu toimumist. Autor soovib ettevõtte väärtuse hindamise uuesti läbi viia 2017. majandusaastal, mil erakorraliselt suured investeeringud on juba ära tehtud. Lisaks on autor seisukohal, et väga oluline on ka alati prognooside täpsustamine pöörates tähelepanu rahavoogude juhtimise parandamisele, sest väärtus on siiski hinnang, mis täitub vaid prognooside täitumisel.

Autori arvates vajaks väikeettevõtete väärtuse hindamine rohkem tähelepanu ja uurimist. Huvitavaid tulemusi annaks ka kapitali struktuuri mõju uurimine nii väikeettevõtete väärtuse hindamisel kui ka nende võrdlusel börsil noteeritud ettevõtetega.

Autor on seisukohal, et väikeettevõtete puhul võiks üheks võimalikuks edasiarenduseks olla ka raamatupidamisandmete usaldusväärsuse (*value-relevance*) uurimine ettevõtte väärtuse hindamisel. Töö autoril on plaanis ettevõtte väärtusega seonduvaid uuringuid jätkata ja edasi arendada magistriõppes.

## KOKKUVÕTE

Väikeettevõtete väärtuse hindamise tähtsus on tänapäeval Eestis oluliselt kasvanud. Seda eelkõige tiheneva konkurentsi tõttu, mis tihti viib firmade omandamisele või ühinemisele. Ettevõtte juhtimine püstitatud eesmärkideni eeldab konkreetsete tulemuste eelnevat planeerimist ja tagasisivaatelist analüütilist hindamist.

Firma väärtuse hindamise oskus on väikeettevõtjatele oluliseks abivahendiks õigete majandusotsuste langetamiseks ning ettevõtte jätkusuutlikuks tegutsemiseks. Planeerimine ja analüüs saavad aga tugineda üksnes konkreetsetele kvantitatiivselt mõõdetavate näitajate süsteemile. Sageli on vajalikud ka head erialased teadmised, kuna kõige problemaatilisem on tulemuste interpreteerimine.

Põhjalik väikeettevõtte väärtuse hindamise protsess on praktikas pikk ja aeganõudev. Väikeettevõtte väärtuse hindamine on palju probleemsem kui börsil noteeritud suurettevõtte puhul, sest info kättesaadavus on palju keerulisem ning finantsaruanded võivad olla moonutatud. Väärtuse kujunemist mõjutavad veel lisaks ka väikefirma turuosa, majandusharu spetsiifilisus, ettevõtte jätkusuutlikkus ning üldine majanduslik olukord riigis.

Antud bakalaureusetöös on kasutatud peamiselt välisteoreetikute sisukohti, mida on omavahel võrreldud ja antud neile autoripoolne hinnang. Töös käsitletavad väärtuse hindamise meetodid on valitud väikeettevõtte seisukohast lähtuvalt.

Olenevalt firma tegutemisvaldkonnast ja seda mõjutavatest teguritest sobib väikeettevõtte väärtuse hindamiseks diskonteeritud vabade rahavoogude, varadel põhineva, suhtelise väärtuse hindamise ja majandusliku lisandväärtuse meetod. Ei ole

olemas kõige õigemad meetodid, kuna kõikidel mudelitel on oma eelised ja puudused. Sageli kasutatakse ka mitut meetodit ja seeläbi on võimalik tulemusi omavahel võrrelda.

Diskonteeritud vabade rahavoogude meetodi puhul võetakse arvesse tulevikusündmused. Väärtust mõjutab ka hindaja subjektiivsus prognooside koostamisel ja seetõttu tuleb alati arvestada asjaoluga, et saadud väärtus on siiski hinnang, mis täitub vaid prognooside täitumisel. Samas on see nii Eestis kui ka maailmas enimkasutatav meetod ettevõtte väärtuse hindamiseks.

Seevastu varade väärtusel põhineva meetodi puhul jäetakse aga bilansivälised sündmused vaatluse alt välja. Kuna mudel ei väljenda firma tõelist olemust, siis seetõttu ei ole seda mõistlik lõplike otsuste tarvis kasutada. Küll aga on meetod lihtne ning väikeettevõtte omanikele jõukohane ning kombineerides mõne muu meetodiga võib see osutada heaks abivahendiks ettevõtte väärtuse hindamisel.

Üheks võimalikuks ja suhteliselt lihtsaks vahendiks väikeettevõtte väärtuse hindamisel on suhtelise väärtuse hindamise meetod, mis lähtub põhimõttest, et ettevõtte väärtuse hindamise aluseks on võrdlusbaasina teised sarnased ettevõtted. Meetod on aga raskesti rakendatav Eesti oludes, kuna puuduvad piisaval hulgal võrreldavad samas tegevusharus tegutsevad väikeettevõtted. Väikeettevõtet suurettevõttega võrrelda pole aga korrektne. Lisaks ei anna saadud suhtarvud põhjendusi ettevõtte olukorra kohta, vaid üksnes positsioneerivad firma samas tegevusalas tegutsevate ettevõtete hulgas ja seetõttu sobib mudel pigem alternatiivse hinnangu saamiseks.

Majandusliku lisandväärtuse alusel on lisaks ettevõtte väärtusele võimalik hinnata ka väikeettevõtte tegevuse edukust minevikus. Seega saab seda näitajat kasutada nii firma jooksva väärtusloome hindamisel kui ka juhtimisel. Samas on meetodi kasutamisel vajalik mõningane raamatupidamisandmete korrektuur enne väärtuse leidmist.

Autor ühendas omavahel teoreetilised seisukohad empiirilise käsitlusega viies läbi OÜ Raunex väärtuse hindamise diskonteeritud vabade rahavoogude ja suhtelise väärtuse hindamise meetoditel ning võrdles omavahel saadud tulemusi. Ettevõtte väärtuse hindamise käigus analüüsis autor ettevõtte viimase viie aasta majandusaastaruandeid, koostas prognoosid järgnevas kuueks majandusaastaks ning teostas väärtuse hindamise



MS Excel programmis. Lisaks kvantitatiivsele analüüsile viis autor läbi mitmeid intervjuusid OÜ Raunex ühe juhatuse liikmega, kes on ettevõtte tegevusega kõige enam seotud. Kvalitatiivsed andmed täiendasid kvantitatiivset osa.

Analüüsist selgus, et diskonteeritud vabade rahavoogude meetodi puhul on ettevõtte väärtuseks 1,1 miljonit eurot, mida mõjutavad ka ebatavaliselt suured investeeringud põhivarasse järgnevatel aastatel. Seevastu suhtelise väärtuse hindamise meetodil saadi väärtuseks 2,4 miljonit eurot. Kuna OÜ Raunex juhtkond kaalub ka ühe võimalusena firma müüki või ühinemist ettevõtte suurima hankijaga Leedust, siis antud juhul oleks tegemist hea tehinguga, sest ettevõtte turuväärtus on 1,3 miljonit eurot suurem kui ettevõtte diskonteeritud vaba rahavoo meetodil saadud väärtus. Sellest tulenevalt on töö autor seisukohal, et omanikel tasub kindlasti müügi või ühinemise osas potentsiaalse ostjaga läbirääkimisi pidada. OÜ Raunex juhtkond jäi ettevõtte väärtuse hindamisega väga rahule, sest see andis neile väärtuslikku informatsiooni ettevõtte edasiseks juhtimiseks. Väikeettevõtte juhtkond ei olnud siiani prognoose koostatud ning autori koostatud kuue majandusaasta eelarved on edaspidiseks abiks juhtkonnale prognooside koostamiseks. Samuti kasutab juhtkond väärtuse hindamise tulemusi edasiste majandusotsuste tegemisel.

Analüüsist tulenevalt soovitab autor ka ettevõtte väärtuse hindamise uuesti läbi viia siis, kui erakorraliselt suured investeeringud on juba tehtud. Samuti on väga oluline ka prognooside täpsustamine, sest väärtus on siiski subjektiivne ja täitub üksnes prognooside täitumisel.

Autor on seisukohal, et väikeettevõtete väärtuse hindamine vajaks Eestis rohkem tähelepanu ja uurimist. Lisaks annaks huvitavaid tulemusi ka kapitali struktuuri mõju uurimine nii väikeettevõtete väärtuse hindamisel kui ka nende võrdlusel börsil noteeritud ettevõtetega. Väikeettevõtete puhul võiks üheks võimalikuks edasiarenduseks olla ka raamatupidamisandmete usaldusväärsuse (*value-relevance*) uurimine ettevõtte väärtuse hindamisel. Töö autoril on plaanis ettevõtte väärtusega seonduvaid uuringuid jätkata ja edasi arendada magistriõppes.

## VIIDATUD ALLIKAD

1. **Artemenkov, A. I., Mikerin, G. I., Artemenkov, I. L.** 2008. Professional valuation and investment-valuation: distinctions in valuations for private and public markets. – *Appraisal Journal*, Vol. 76, pp. 355–370.
2. **Beck, V., Britzelmaier, B.** 2011. A Critical Review on Surveys of Value-Based Management. – *International Journal of Management Cases*, Vol. 13, pp. 270–286.
3. **Block, S.** 2010. Methods of Valuation: Myths vs. Reality. – *Journal of Investing*, Vol. 19 (4), pp. 7–14.
4. **Block, S.** 2007. The liquidity discount in valuing privately owned companies. – *Journal of Applied Finance*, Vol. 17, pp. 33–40.
5. **Brigham, E. F., Daves, P. R.** 2007. *Intermediate financial management*, 9th ed. United States of America: Thomson/South-Western.
6. **Brusov, P., Filatova, T., Orehova, N., Brusova, N.** 2011. Weighted average cost of capital in the theory of Modigliani-Miller, modified for a finite lifetime company. – *Applied Financial Economics*, Vol. 21, pp. 815–824.
7. **Cornell, B.** 2010. Warren Buffett, Black-Scholes, and the Valuation of Long-Dated Options. – *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 36, pp. 107–111.
8. **Dagiliene, L.** 2008. The model for the choice of financial valuation methods. – *Economics and Management*, p. 46.
9. **Damodaran, A.** 2012. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, 3rd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
10. Damodaran online. [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>] 25.02.2014.
11. **Devaney, M.** 2003. Planning a small business valuation and sale. – *Journal of Financial Planning*, pp. 56–63.
12. **Dunbar, K.** 2013. Economic Value Added (EVA): A Thematic-Bibliography. – *Journal of New Business Ideas and Trends*, Vol 11 (1), pp. 54–66.

13. Eesti Väike- ja Keskmiste Ettevõtjate Assotsiatsioon.[<http://www.evea.ee/>]  
28.09.2013.
14. **Elnathan, D., Gavius, I., Hauser, S.** 2010. An analysis of private versus public firm valuations and the contribution of financial experts. – *International Journal of Accounting*, Vol. 45, pp. 387–412.
15. **Feldman, S. J.** 2005. *Principles of private firm valuation*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
16. **Fernandez, P.** 2007. *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. University of Navarra, IESE Business School, Working Paper Series, No 449, pp. 1–33.
17. **Fishman, J. E., Pratt, S. P., Morrison, W. J.** 2007. *Standards of value: theory and applications*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
18. **Foster, G., Kazsnik, R., Sidhu, B. K.** 2012. International equity valuation: the relative importance of country and industry factors versus company-specific financial reporting information. – *Accounting and Finance*, Vol. 52, pp. 767–814.
19. German Government Bunds. Bloomberg.  
[<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>]  
25.02.2014.
20. **Grant, J. L.** 2003. *Foundations of economic value added*, 2nd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
21. **Higgins, R. C.** 2001. *Analysis for financial management*, 6th ed. Boston (Mass.): Irwin/McGraw-Hill.
22. **Hitchner, J. R.** 2011. *Financial valuation: applications and models*, 3rd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
23. **Holthausen, R. W., Zmijewski, M. E.** 2012. Valuation with market multiples: how to avoid pitfalls when identifying and using comparable companies. – *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 24 (3), pp. 26–38.
24. Ibbotson Associates. 2004. *The Specific Risk Premium*. Highland Global.  
[<http://www.csb.uncw.edu/people/farinellaj/classes/fin430/Handouts/Company%20Risk%20Premium.pdf>] 25.03.2014.
25. **Jenkins, D. S., Kane, G. D.** 2006. A contextual analysis of income and asset-based approaches to private equity valuation. – *Accounting Horizons*, Vol. 20, pp. 19–35.

26. **Kaarna, R., Masso, M., Rell, M.** 2012. Väikese ja keskmise suurusega ettevõtete arengusuundumused 2012. Poliitikauuringute Keskus Praxis.  
[[http://www.praxis.ee/fileadmin/tarmo/Projektid/Innovatsiooni\\_poliitika/VKE\\_aengusuundumused\\_aruanne.pdf](http://www.praxis.ee/fileadmin/tarmo/Projektid/Innovatsiooni_poliitika/VKE_aengusuundumused_aruanne.pdf)] 02.10.2013.
27. **Kantšukov, M.** 2010. Väärtuskordajatel põhineva meetodi kasutamine ettevõtte väärtuse hindamisel. (Magistritöö).
28. **Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.** 2010. Valuation: measuring and managing the value of companies, 5th ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
29. **Kostel, N. V., Shyshova, I. G.** 2013. Cost of Capital and Its Forecast in Value-Based Management. – European Researcher, Vol. 64, pp. 2774–2780.
30. **Laro, D., Pratt, S. P.** 2005. Business valuation and taxes: procedure, law and prospective. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
31. **Lie, E., Lie, H. J.** 2002. Multiples Used to Estimate Corporate Value. – Financial Analysts Journal, Vol 58 (2), pp. 44–54.
32. **Liu, J., Nissim, D., Thomas, J.** 2007. Is Cash Flow King in Valuations? – Valuation Analysts Journal, Vol 63 (2), pp. 56–60.
33. **Livingston, L. S.** 2014. Finding the Discount Rate for a Private Firm Using Public Comparables. – Review of Business and Finance Studies, Vol. 5, pp. 37–48.
34. **Long, M. S., Bryant, T. A.** 2008. Valuing the closely held firm. New York: Oxford University Press, Inc.
35. **Longenecker, J. G., Moore, C. W., Petty, J. W.** 2003. Small business management: an entrepreneurial emphasis, 12th ed. Ohio: Thomson.
36. Majandusaastaaruanne 2012. AS Salome Auto.
37. Majandusaastaaruanne 2012. Balti Autoosad AS.
38. Majandusaastaaruanne 2012. OÜ Alvadi.
39. Majandusaastaaruanne 2009. OÜ Raunex.
40. Majandusaastaaruanne 2010. OÜ Raunex.
41. Majandusaastaaruanne 2011. OÜ Raunex.
42. Majandusaastaaruanne 2012. OÜ Raunex.
43. Majandusaastaaruanne 2013. OÜ Raunex.
44. Majandusaastaaruanne 2012. OÜ Sekk Autokaubad.
45. Majandusaastaaruanne 2012. OÜ Tradilo.

46. **Nenkov, D. N.** 2010. Relative company-valuation methods and lessons of the global financial crisis. – *Current Issues of Business and Law*, Vol. 5, pp. 161–185.
47. **Pereiro, L. E.** 2002. *Valuation in Companies in Emerging Markets*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
48. **Peterson, D.** 2013. Three approaches to valuing a privately held company. – *Financial Executive*, p. 64.
49. **Pratt, S. P.** 2002. *Cost of Capital*, 2nd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
50. **Pratt, S. P., Niculita, A. V.** 2008. *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies*, 5th ed. United States of America: The McGraw-Hill Companies, Inc.
51. **Rogers, S.** 2009. *Entrepreneurial finance: finance and business strategies for the serious entrepreneur*, 2nd ed. United States of America: The McGraw-Hill Companies, Inc.
52. **Seppa, R.** 2006. Majandusliku kasumi mõõtmise väike- ja keskmise suurusega ettevõtetes. – *Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt*. Vastutavad toimetajad Raudsepp, V., Sander, P. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, lk 39–55.
53. Statistikaamet. 2012. [<http://pub.stat.ee/px-web.2001/Dialog/Saveshow.asp>] 07.01.2014.
54. **Stern, J. M., Shiely, J. S., Ross, I.** 2001. *The EVA challenge: implementing value-added change in an organization*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
55. **Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., McLeavey, D. W.** 2007. *Equity asset valuation*, 2nd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
56. **Žager, K., Sacer, I. M., Decman, N.** 2012. Financial ratios as an evaluation instrument of business quality in small and medium-sized enterprises. – *International Journal of Management Cases*, Vol. 14 (4), pp. 373–385.
57. **Teearu, A., Krumm, E.** 2005. *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Tallinn: Pegasus.
58. **Thom, R. R., Greif, T. B.** 2008. Intangible assets in the valuation process: a small business acquisition study. – *Journal of Academy of Business and Economics*, Vol. 8 (4), pp. 118–124.
59. **Thomas, R., Gup, B. E.** 2010. *The valuation handbook: valuation techniques from today's top practitioners*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

60. **Tuller, L. W.** 2008. The small business valuation book, 2nd ed. Avon, Massachusetts: Adams Media.
61. Tulumaksuseadus. 2000. Riigi Teataja.  
[<https://www.riigiteataja.ee/akt/123122013023>] 16.03.2014.
62. **Villamil, A. P.** 2010. The Modigliani-Miller theorem and entrepreneurial firms: an overview. – Strategic Change, Vol. 19, pp. 3–7.
63. Äriregistri kehtivate andmete väljatrükk. Äriregister.  
[<https://ariregister.rik.ee/ettevotja.py>] 08.08.2013.
64. **Yegge, W. M.** 2002. A basic guide for valuing a company, 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.
65. **Young, S. D. , O’Byrne, S. F.** 2001. EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation. United States of America: The McGraw-Hill Companies, Inc.

**Lisa 1. Väikeettevõtte väärtuse hindamise meetodite omavaheline võrdlus**

	<b>Diskonteeritud vaba rahavoo meetod</b>	<b>Varade väärtusel põhinevad meetodid</b>	<b>Suhtelise väärtuse hindamise meetodid</b>	<b>Majandusliku lisandväärtuse meetod</b>
Eelised	-investor peab aru saama ettevõtte äritegevuse detailidest -turust vähe mõjutatud	- andmed kergesti kättesaadavad - puudub vajadus keerulise matemaatika järgi	-kiire -puudub vajadus keerulise matemaatika järgi	- kerge arvutada - suurendab juhtkonna ja töötajate motivatsiooni
Puudused	-keerulised prognoosid -vaja rohkem sisendeid - vajab oskuseid ja teadmiseid - kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamise vajadus	- ei näita tõelist ettevõtte väärtust - pole õige väärtuse hindamise meetod - ei kajasta bilansiväliseid sündmuseid - puuduvad andmed tuleviku kohta	- võrreldava ettevõtte leidmine keeruline - avalike ettevõtete suhtarvude korrigeerimine - ei pruugi arvestada võrreldavate ettevõtete eripäradega	- kerge vigu teha - vajadus täpsete tuleviku prognooside järgi - tundlik raamatupidamise kohendustele
Kõige enam kasutusel	-terve ettevõtte ülevõtmine -pikaajaline investor	- investeerimis-ettevõtted - hotellid - golfiklubid - farmid	- börsi ettevõtted - väikeettevõtted	- nii väike- kui ka suureettevõtted
Sobivus	- tugev börsiettevõtte - ettevõtte, mis genereerib raha	- mittetegutsevad firmad - raskustes olevad firmad - jätkuva ettevõtte minimaalse väärtuse määramine - asendusväärtus väikeettevõtete puhul	- börsi ettevõtte - väikeettevõtte väärtuse alternatiivse hinnangu saamiseks	- ettevõtte, mis loob lisandväärtust

Allikad: Fernandez 2007: 1-33; Liu *et al* 2007: 56–60; Nenkov 2010: 164-166; Peterson 2013: 64; Yegge 2002: 58-59; autori koostatud.

**Lisa 2. OÜ Raunex bilansid 2009–2013 (eurodes)**

	<b>31.12.2009</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2013</b>
<b>AKTIVA</b>					
<b>Käibevara</b>					
Raha	222 141	140 600	198 582	166 910	242 541
Nõuded ja ettemaksed	28 636	28 100	39 679	36 239	34 065
Varud	383 608	455 416	456 434	504 072	545 646
Käibevara kokku	634 385	624 116	694 695	707 221	822 252
<b>Põhivara</b>					
Materiaalne põhivara	178 425	248 269	372 298	422 261	430 310
Põhivara kokku	178 425	248 269	372 298	422 261	430 310
<b>AKTIVA KOKKU</b>	<b>812 811</b>	<b>872 385</b>	<b>1 066 993</b>	<b>1 129 482</b>	<b>1 252 562</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Kohustused</b>					
Lühiajalised kohustused					
Laenukohustused	396	0	0	0	0
Võlad ja ettemaksed	112 743	203 034	436 540	451 293	545 214
Lühiajalised kohustused kokku	113 139	203 034	436 540	451 293	545 214
Kohustused kokku	113 139	203 034	436 540	451 293	545 214
<b>Omakapital</b>					
Osakapital nimiväärtuses	12 782	12 782	12 785	12 785	12 785
Kohustuslik reservkapital	2 556	2 556	2 556	2 556	2 556
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	490 925	428 686	398 366	415 112	462 848
Aruandeaasta kasum (kahjum)	193 407	225 327	216 746	247 736	229 159
Omakapital kokku	699 671	669 351	630 453	678 189	707 348
<b>PASSIVA KOKKU</b>	<b>812 811</b>	<b>872 385</b>	<b>1 066 993</b>	<b>1 129 482</b>	<b>1 252 562</b>

Allikas: Majandusaastaaruanded 2009–2013.



**Lisa 3. OÜ Raunex kasumiaruanded 2009–2013 (eurodes)**

Skeem 1	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Äritulud</b>					
Müügitulu	1 636 415	2 112 068	2 408 806	2 651 051	2 726 656
Muud äritulud	1 612	4 313	5 707	3 930	147
<b>Äritulud kokku</b>	<b>1 638 027</b>	<b>2 116 381</b>	<b>2 414 513</b>	<b>2 654 981</b>	<b>2 726 803</b>
<b>Ärikulud</b>					
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-1 144 023	-1 446 658	-1 707 109	-1 849 101	-1 891 744
Mitmesugused tegevuskulud	-66 444	-103 521	-96 635	-112 607	-95 724
Tööjõukulud	-207 941	-267 022	-314 114	-377 133	-441 507
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-9 548	-10 046	-10 895	-13 948	-14 916
Muud ärikulud	-385	-268	-1 378	-1 444	-811
<b>Ärikulud kokku</b>	<b>-1 428 341</b>	<b>-1 827 515</b>	<b>-2 130 131</b>	<b>-2 354 233</b>	<b>-2 444 702</b>
<b>Ärikasum (-kahjum)</b>	<b>209 686</b>	<b>288 866</b>	<b>284 382</b>	<b>300 748</b>	<b>282 101</b>
<b>Finantstulud ja -kulud</b>	<b>4 108</b>	<b>4417</b>	<b>321</b>	<b>152</b>	<b>222</b>
<b>Kasum enne maksustamist</b>	<b>213 794</b>	<b>293 283</b>	<b>284 703</b>	<b>300 900</b>	<b>282 323</b>
Tulumaks	-20 387	-67 957	-67 957	-53 164	-53 164
<b>Aruandeaasta puhaskasum</b>	<b>193 407</b>	<b>225 326</b>	<b>216 746</b>	<b>247 736</b>	<b>229 159</b>

Allikas: Majandusaastaaruanded 2009–2013.

## **SUMMARY**

### VALUATION OF SMALL COMPANY ON THE EXAMPLE OF OÜ RAUNEX

Reelika Laura Tiik

The main purpose of the company is to maximize its owners' wealth. The majority of companies operating in Estonia are microbusinesses or small businesses. Even though assessment of company value is more common among publicly traded companies in Estonia, valuation of small businesses has also become more important during the last years.

Valuation of small business value is an important topic in Estonia, because it helps the management of a company better understand and use the key factors that are necessary for creating and increasing value. It provides the owners of small businesses with considerable guidance for making the right economic decisions. In Estonia, there is a growing need for assessing the value of small businesses due to increasing competition, which, in turn, often leads to acquisition or merging of companies. The owners of the small business OÜ Raunex are also managers of the company. Due to increasingly intense competition, the owners contemplate merging with their biggest supplier. This substantiates the need for this research.

The objective of the Bachelor's thesis is to determine the specifics of and problems involved in the assessment of small business value in Estonia and perform valuation of the small business OÜ Raunex. For this purpose, the methods applied are compared and evaluated by the author of the thesis. The thesis explains the process and purposes of the assessment of company value, but also describes various issues related to small business valuation.

Based on the objective of the thesis, the author has set the following research tasks:

- determine the need for assessing the value of small businesses and theoretical criteria;
- analyze the main methods for assessing the theoretical value of small businesses and related issues in Estonia;
- conduct the assessment of small business value on the example of OÜ Raunex;
- draw conclusions from results received and deliver them to the management of OÜ Raunex with the author's suggestions.

Mostly foreign language sources are used for fulfilling the research tasks. Unfortunately, there is not much Estonian literature on the topic of company valuation. The thesis makes use of books as well as various research articles found in the online databases EBSCO and SSRN. Data used in the empirical part of the thesis have been retrieved from annual reports available in the Estonian Commercial Register and from interviews conducted with a Member of the Management Board of OÜ Raunex.

The thesis consists of two chapters. The first chapter describes the purpose and essence of small business value assessment and analyses associations with the financial management of small businesses. In practice, the process of small business valuation is lengthy and time-consuming. Valuation of a small company is a lot more problematic than in the case of publicly traded large companies, because relevant information is not always accessible and distortions may occur in financial statements.

Depending on the area of activity of a small business and the factors influencing it, owners of the company may select between the discounted free cash flow, asset-based, relative value assessment or economic value added method. There is no single right method since each has their own advantages and disadvantages. In fact, several methods are often used simultaneously, which enables comparison of results.

The thesis analyses the above-mentioned four methods from the point of view of a small business. The discounted free cash flow method is the most traditional one as it takes into account future events, and it is also the most widely used method. The method based on the value of assets, however, excludes off-balance events. Since it fails to

show the true nature of a company, it is not reasonable to apply this method when making final decisions. Nevertheless, the method is simple and feasible for the owners of a small business, and when combined with some other method, it might prove very helpful in company management. The relative value assessment method is not easily applicable in Estonian conditions since there are not enough companies to be compared. Moreover, results fail to provide reasons for a company's situation but simply position the company among other companies operating in the same area of activity. In assessment of the economic value added, chances of error when interpreting results are much smaller than in the case of other methods. At the same time, accounting data should be corrected to some extent before finding the value. The thesis compares the assessment of small businesses and large companies and analyses the advantages and disadvantages of using the methods in Estonia.

The second chapter of the thesis focuses on the valuation and analysis of the small business OÜ Raunex. The company has five shareholders who are all Members of the Management Board. The author conducts several interviews with one Member of the Management Board who is most involved in the company's activities and financial reporting on a daily basis. The results obtained support and supplement the quantitative part of the thesis.

The author also carries out value assessment of the company applying the discounted free cash flow method as well as the relative valuation method. The latter is used to determine the market value of OÜ Raunex which is then compared to the result received with the discounted cash flow method. Thereafter, value based management is explained and evaluation of the performance of the management of OÜ Raunex is given by the author. Research results will be analyzed by the company management.

Based on discounted free cash flow method, the company's value estimated 1.1 million Euros. However, when applying the most widely used proportion of EV/EBITDA with the relative value assessment method, the value of OÜ Raunex increased to 2.4 million Euros. In the case of the free cash flow method, the free cash flow is not as large, because the company has planned greater investments than usual in the coming years. Expansion and development will become profitable already in the financial year of

2017, since according to predictions their business profit will increase more each year than during the previous financial years. The management is considering selling the company as one option, which would be an excellent transaction judging by the fact that the company's market value is higher than its actual value by over 1 million Euros. For this reason, the author is of the opinion that the owners should definitely enter into negotiations on the sale. The author also finds that the management's plans for expansion will pay off, ensuring the company's competitiveness. The management is satisfied with the results of their company's value assessment.

## **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, Reelika Laura Tiik,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Väikeettevõtte väärtuse hindamine OÜ Raunex näitel“, mille juhendaja on Margus Kõomägi,
  - 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
  - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu alates **16.05.2019** kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Pärnus, **16.05.2014**