

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Kadri Johanna Kuuskmaa

RÕIVATOOTMISETTEVÕTTE PROTEX BALTI AS-I MAKSEJÕULISUSE
HINDAMINE

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Maire Nurmet

Tartu 2026

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

Sisukord

Sissejuhatus	4
1. Ettevõtete maksejõulisuse hindamise seosed ja raamistik	6
1.1. Maksejõulisuse tähtsus rõivatööstusettevõtete kontekstis	6
1.2. Rõivatootmisettevõtete maksejõulisuse hindamise meetodikad ja raamistik teaduskirjanduse põhjal.....	10
2. Protex Balti AS-i maksejõulisuse hindamine.....	17
2.1. Andmed ja meetodika	17
2.2. Protex Balti AS-i lühiajalise maksejõulisuse analüüs.....	21
2.3. Protex Balti AS-i kapitalistruktuuri ja finantsvõimenduse analüüs	26
2.4. Protex Balti AS-i kasumlikkuse ja maksejõulisuse seos, pankrotirisk	29
2.5. Protex Balti AS-i kokkuvõtlik maksejõulisuse hinnang	34
Kokkuvõte	36
Viidatud allikad.....	39
LISAD.....	42
Lisa A. Analüüsitud artikleid kokkuvõttev tabel	42
Lisa B. Intervjuu Protex Balti AS-i finantsjuhiga.....	43
Lisa C. Jooniste aluseks olevad andmed ja arvutuste tulemused.....	46
Lisa D. Altmani Z-skoori valem	50
Summary	51

Sissejuhatus

Rõivatootmisettevõtete maksejõulisuse hindamine on aktuaalne nii ettevõtte kui ka laiemalt majanduse seisukohast, sest sektori toimimist mõjutavad üheaegselt konkurents, hinnatase, tööjõuprobleemid ning järjest rangemad keskkonna- ja ringmajandusnõuded. Eesti rõivatööstus on küll suhteliselt väike, kuid ekspordile suunatud ja tööjõumahukas valdkond, mille edukus mõjutab tööhõivet, ettevõtlust ja tööstuse arengut. (Plamus et al., 2021)

Rõivatootmisettevõtete majanduslikku edukust ja püsijäämist ei määra ainult lühiajaline likviidsus või üksikud kasumlikkuse näitajad, vaid maksejõulisus kujuneb mitme omavahel seotud teguri koosmõjus, sealhulgas likviidsuse, kapitalistruktuuri, finantsvõimenduse, kasumlikkuse ja pankrotiriski kaudu (Yeo, 2016). Samal ajal seisavad sektori ettevõtted silmitsi survega investeerida keskkonnanõuete täitmisse, tootmise tõhustamisse ja võimalusel kõrgema lisandväärtusega nišitoodetesse, mistõttu muutub finantsilise vastupidavuse hindamine eriti oluliseks (Csikósová et al., 2019).

Varasemates uuringutes (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pîrvu et al., 2024) on tekstiili- ja rõivatööstuse ettevõtete finantsseisundit hinnatud erinevate meetodikatega, sealhulgas regressioonimudelite abil, kuid üht ettevõtet hinnates ei saa usaldusväärset regressioonimudelit luua. Uurimislünk seisneb seega selles, et rahvusvahelises kirjanduses käsitletud lähenemised ei ole otseselt kohandatud Eesti rõivatootmisettevõtte jaoks rakendatavaks ühtseks hindamisraamistikuks.

Bakalaureusetöö eesmärk on luua rõivatootmisettevõtetele sobiv maksejõulisuse hindamise raamistik ning rakendada seda Protex Balti AS-i peal ettevõtte maksejõulisuse hindamiseks. Töö eesmärgi saavutamiseks püstitatakse järgmised uurimisülesanded:

1. selgitada maksejõulisuse, likviidsuse, kapitalistruktuuri ja kasumlikkuse olemus ning selgitada nende mõistete omavahelisi seoseid rõivatootmisettevõtte finantsseisundi hindamisel, arvestades sektori majanduslikku ja regulatiivset eripära;
2. analüüsida tekstiili- ja rõivatööstuse maksejõulisuse hindamise kohta avaldatud teaduskirjandust, et selgitada välja kasutatud andmed, suhtarvud ja meetodikad ning järeldada selle põhjal Eesti rõivatootmisettevõtte maksejõulisuse hindamiseks sobiv raamistik;
3. tutvustada Protex Balti AS-i ja selle maksejõulisuse hindamiseks kasutatavaid andmeid ja meetodikat;
4. analüüsida Protex Balti AS-i lühiajalist maksejõulisust perioodil 2015–2024, võrreldes tulemusi Eesti rõivatootmisesektori keskmiste näitajatega;

5. hinnata Protex Balti AS-i kapitalistruktuuri ja finantsvõimendust, et selgitada välja ettevõtte pikaajaline maksevõime ja sõltuvus võõrkapitalist;
6. analüüsida Protex Balti AS-i kasumlikkust ja pankrotiriski, kasutades muuhulgas DuPonti mudelit ning Altmani Z-skoori, et mõista majandustulemuste mõju maksejõulisusele;
7. sünteesida eelnevalt analüüsitud teadusartiklite tulemusi Protex Balti AS-i maksejõulisusega, et näidata loodud raamistiku rakendatavust ja anda lõplik hinnang ettevõtte finantsilisele jätkusuutlikkusele.

Töö tugineb teooriast tulenevale arusaamale, mille järgi ei saa maksejõulisust hinnata üksikute suhtarvude alusel, vaid see kujuneb likviidsuse, kapitalistruktuuri ja kasumlikkuse koostoimes. Teoreetilises osas toetutakse varasematele tekstiili- ja rõivatööstust käsitlevatele uuringutele, milles on kasutatud muu hulgas DuPonti analüüsi, Altmani Z-skoori ning finantssuhtarvude põhiseid lähenemisi ettevõtete finantsseisundi ja pankrotiriski hindamiseks.

Empiirilises osas kasutatakse kvantitatiivset finants- ja suhtarvuanalüüsi, mille käigus arvutatakse ettevõtte maksejõulisust iseloomustavad suhtarvud ja Altmani Z-skoor. Lisaks kasutatakse dokumendianalüüsi ning tulemuste visualiseerimiseks trendianalüüsi. Metoodika valik tuleneb eesmärgist luua raamistik, mida on võimalik rakendada ühe ettevõtte hindamiseks ning mille tulemusi saab võrrelda nii ajas kui ka sektori keskmistega. Võrdlusandmetena kasutatakse Eesti rõivatootmissektori keskmisi näitajaid. Andmed kogutakse Protex Balti AS-i avalikest majandusaasta aruannetest ning Eesti Statistikaameti andmebaasist.

Töö koosneb kahest peatükist, mis on omavahel eesmärgipäraselt seotud. Esimeses peatükis käsitletakse maksejõulisuse teoreetilisi aluseid, kirjeldatakse rõivasektori eripärasid ning analüüsitakse varasemaid teadusuuringuid, mille põhjal luuakse kolmeetapiline maksejõulisuse hindamise raamistik. Teises peatükis rakendatakse maksejõulisuse raamistikku Protex Balti AS-i peal, et anda ettevõtte maksejõulisusele hinnang.

Kolmeetapilisel hindamisel analüüsitakse algul likviidsussuhtarve, seejärel kapitalistruktuuri ja finantsvõimenduse kasutust ning viimasena kasumlikkust, mille hulgas on ka pankrotiriski hindamine. Ettevõtte finantssuhtarvude tulemusi kõrvutatakse Eesti rõivatööstussektori keskmiste näitajate ning eelnevalt analüüsitud teadusartiklite tulemustega, millest järeldub Protex Balti AS-i maksejõulisuse hinnang. Töö praktiline väärtus seisneb selles, et loodav raamistik aitab süstematiseerida rõivatootmisettevõtte maksejõulisuse hindamist ning võib osutada kasulikuks nii ettevõtte juhtimise kui ka investorite hinnangute andmise seisukohast.

Täna Protex Balti AS-i juhtkonda nõusoleku andmise eest bakalaureusetöö koostamiseks ning ettevõtte finantsjuhti, kes oli nõus töö tarbeks intervjuu andma. Täna ka bakalaureusetöö juhendajat Maire Nurmetit igakülgse abi ja sisukate nõuannete eest töö koostamisel.

Märksõnad: maksejõulisus, rõivatööstus, finantsanalüüs, suhtarvuanalüüs, finantsjuhtimine.

1. Ettevõtete maksejõulisuse hindamise seosed ja raamistik

1.1. Maksejõulisuse tähtsus rõivatööstusettevõtete kontekstis

Rõivatööstus üleüldiselt on madalate marginaalidega sektor, kus on väga oluline roll tööjõul ning mis on tugevalt mõjutatud toorainehindadest ja majandustsüklitest. (Csikósová et al., 2019; Pîrvu et al., 2024) Oluline on eristada näiteks likviidsust, finantsvõimendust, finantsraskusi ja kapitalistruktuuri, mida uurides saab luua raamistiku ettevõtte maksejõulisuse hindamiseks (Yeo, 2016). Seda teeb ka autor bakalaureusetöö raames.

Finantsilist edukust uurivates teadusartiklites tehakse selgelt vahet lühiajalisel ja pikaajalisel maksevõimel. Lühiajalist maksejõulisust ehk likviidsust näitab see, kas ettevõtte suudab tasuda enda maksimaalselt üheaastase tähtajaga kohustusi. Selleks kasutatakse käibevara, mille hulka kuuluvad raha, laekumata tulud (nõuded) ja varud. (Dumilah, 2026; Yendrawati & Mahendra, 2018; Yeo, 2016) Samas näitab pikaajaline maksejõulisus, kui hästi suudab ettevõtte teenindada neid laene ja muid kohustusi, mille tähtaeg on kas ühe aasta jooksul või hiljem. Sealhulgas on oluline, et ettevõtte rahavood püsiks stabiilsed. (Moreira, 2016; Yeo, 2016) Tabelis 1 on kirjeldatud, kuidas on erinevad autorid maksejõulisuse mõistet defineerinud.

Tabel 1
Maksevõime ja -võimetuse seletused

Mõiste	Kontekst	Allikas
Maksevõime suhtarv	"Laiemas tähenduses kasutatakse maksevõime suhtarvu ettevõtte võime hindamiseks täita nii oma koheseid kui ka pikaajalisi kohustusi ettevõtte likvideerimise või lõpetamise korral."	(Dumilah, 2026, lk 122)
Maksejõulisus	„Ettevõtte võimet tasuda pikaajalisi võlgu, sealhulgas põhiosa makseid, ja sellest	(Wei & Naysary, 2021, lk 4)

	saadavat kasu saab kajastada ettevõtte maksevõime taseme mõõtmisega.“	
Maksejõulisuse suhtarv	„...see on peamine näitaja, mida kasutatakse ettevõtte võla ja muude kohustuste täitmise võime mõõtmiseks. Maksevõime suhtarv näitab, kas ettevõtte rahavoog on piisav lühiajaliste ja pikaajaliste kohustuste täitmiseks.“	(Moreira, 2016, lk 283)
Maksevõime	„Maksevõime on seotud varade ja kohustuste suuruse võrdlemisega. Kui ettevõtte vara on suurem kui kohustused, loetakse ettevõtet maksejõuliseks; kui mitte, siis maksejõuetuks.“	(Bruwer, 2018, lk 50)
Maksevõimetus	„Kui ettevõtte ei suuda täita oma kohustusi, eriti lühiajalisi kohustusi, nagu likviidsus- ja maksevõimega seotud võlad, algavad finantsprobleemid.“	(Dumilah, 2026, lk 123)

Märkus: Autori koostatud tabel

Allikas: (Dumilah, 2026, lk 122-123; Wei & Naysary, 2021, lk 4; Moreira, 2016, lk 283; Bruwer, 2018, lk 50).

Ettevõtte finantsjuhtimise osa ja seega ka maksevõime mõjutaja on kapitalistruktuur, mis näitab, kuidas on ettevõtte enda varasid finantseerinud ja millisel määral kasutatakse võõrkapitali ehk laenatud vahendeid (Putri & Willim, 2024; Wei & Naysary, 2021). Mida rohkem kasutatakse ettevõttes võõrkapitali, seda suurem on finantsvõimendus. See aga loob finantsriski ehk keerulises majanduslikus olukorras võib suureneada pankrotioht. (Yeo, 2016) Finantsvõimenduse puhul võetakse võlgu, see tähendab, et laenatakse äri kasumlikumaks muutmiseks. (Wei & Naysary, 2021; Yeo, 2016). Sealhulgas näitab kasumlikkus, kui hästi suudetakse võimalikult väikest investeringut tehes teenida. (Correa-Mejía & Lopera-Castaño, 2020). Sellest järeldub, et kui kasumlikkus on liiga madal ja võlgu ei suudeta tagastada, langeb ka maksejõulisus ning keerulises majanduslikus olukorras võib tekkida pankrotioht.

Rõivatootjate finantstulemusi mõjutavad erinevad majandustegurid, sealhulgas ka konkurents, mis on Eesti ja teiste Euroopa ettevõtete jaoks pingeline, sest Aasiast liigub igale

poole mujale maailma väga odavat toodangut (Äripäeva Infopank, 2025). Seetõttu on nii-öelda traditsioonilised tootjad sattunud kõrgete kulude tõttu olukorda, kus võlgu ei suudeta tagasi maksta. (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018) See on ka põhjus, miks igakülgne maksejõulisuse hindamine on ettevõtte seisukohast oluline – hinnangust võivad selguda finantsilised ohumärgid, mida muidu ei märkaks.

Eesti ettevõtetest kipuvad majanduslikult stabiilsemad ja suurema kasumiga olema ettevõtted, kes on suutnud leida oma toodetele turuniši, näiteks on praegu tulus toota militaartooteid (Kelt & Suu, 2025; Eesti Rõiva- ja Tekstiililiit, 2025b). Samas on kasvavate hindade juures kõige keerulisem allhankemudelitel põhinevatel ettevõtetel, sest nad ei saa ise hindu mõjutada, mis omakorda tähendab pigem madalat kasumlikkust. (Äripäeva Infopank, 2025.; Kelt & Suu, 2025). Mitmed kohalikud tootjad on avastanud, et automatiseerimine ja robotiseerimine aitavad püsida konkurentsis, sest Eestis on selles sektoris palgad riigi keskmisest madalamad ning seetõttu pole selles valdkonnas töötamine inimeste jaoks atraktiivne (Eesti Rõiva- ja Tekstiililiit, 2025a; Äripäeva Infopank, 2025). Lisaks panevad siinseid ettevõtteid veelgi keerulisemasse seisu maksutõusud (Eesti Rõiva- ja Tekstiililiit, 2025a). Seega on maksejõulisuse suurendamise seisukohast väga oluline, et ettevõtte finantsjuhtimine, ärimudel ja turuniši valik oleksid läbimõeldud ja jooksvad kulud võimalikult madalal hoitud.

Peale keerulise majandusliku olukorra on viimasel ajal rõivatootmist mõjutanud Euroopa Liidu aina karmistuvad regulatsioonid, sest rõivatööstus on üks ressursimahukamaid ja saastavamaid tootmisvaldkondi Euroopas. Seega on äärmiselt oluline, et uuritaks rohkem võimalusi sektori keskkonnamõju vähendamiseks, muutmaks tootmist võimalikult keskkonnasõbralikuks ja tarneaahelat läbipaistvaks (Euroopa Liidu tekstiilistrateegia, s.a.; Eesti Rõiva- ja Tekstiililiit, 2025c). Euroopa Komisjon on loonud uued riiete ja jalanõude keskkonnajalajälje arvutamise võimalused, mis tähendab, et ettevõtjad peavad suutma hinnata kogu tootmise mõju vastavalt reeglitele (Eesti Rõiva- ja Tekstiililiit, 2025a). Lisaks kehtib alates 2028. aastast Euroopa Liidus laiendatud tootjavastutuse süsteem, mis tähendab, et kõik jätmete kogumise, sorteerimise ja ringlusse suunamisega seotud kulud jäävad tootja kanda (Eesti Rõiva- ja Tekstiililiit, 2025b). Kõige selle kontrollimiseks luuakse digitaalne tootepass, et tarbijad saaksid toote kohta detailset infot lugeda (Euroopa Liidu tekstiilistrateegia, s.a.). Seega peab rõivatootmine olema võimalikult keskkonnasäästlik, efektiivne ja maksejõuline, et ettevõtte suudaks ka keskkonnanõuetest tulenevaid kulusid katta.

Erinevad Euroopas läbi viidud uuringud (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pîrvu et al., 2024) näitavad, et rõivatootjad on pigem madala kasumlikkusega ning neid

mõjutavad tugevalt hindade muutused, kulude tõus ning makromajanduslikud šokid. Näiteks on Slovakkia rõivatööstus olnud pikalt madalseisus alates 1990. aastatest, kuna tootmismahud on vähenenud, traditsioonilised turud on lagunenud ja osa ettevõtteid on jäänud klientide maksejõuetuse tõttu ise keerulisse finantsseisu. Samast uuringust sai lugeda, et samal ajal, kui Slovakkia tööstus tervikuna kasvas, jäi tekstiili- ja rõivatööstuse areng justkui seisma ning sektori ettevõtete pankrotistumise tõenäosus kasvas. Sellest järeldasid autorid, et rahvusvahelisel turul püsimiseks tuleb vähendada võlakoormust, parandada juhtimiskvaliteeti ja liikuda kõrgema kvaliteediga nišitoodete tootmise suunas. (Csikósová et al., 2019) See näitab, et maksejõulisus on tugevalt seotud kapitalistruktuuriga ja juhtkonnapoolsete otsustega oma tooteportfelli valikutes.

Majandusšokkide mõju rõivatootjatele käsitlesid ka Pîrvu jt (2024). Nende Ida- ja Kesk-Euroopa tekstiiliettevõteteid hõlmav uuring näitas, et kasumlikkuse näitajad paranesid järjepidevalt aastatel 2012–2018, langesid järsult Covid-19 pandeemia ajal 2019–2020 ning taastusid 2022. aastaks üle pandeemiaeelse taseme. Sarnaselt eelnevalt Eesti ettevõtete kohta mainitud faktiga, et edukamad ettevõtted olid need, kes leidsid oma turuniši, ilmnes ka Pîrvu jt (2024) artiklis, et parimad majandustulemused olid spetsiifilise tegevusvaldkonna leidnud ettevõtetel ehk neil, kes tootsid tarka tekstiili ja kaitsevarustust. Poola börsiettevõteteid käsitlev uuring (Gajdka & Schabek, 2018) täiendas, et lisaks turuniši leidmisele on olulised efektiivne kulude juhtimine ja finantsvõimenduse piiramine. Ka muu majandussektori maksejõulisust käsitlev uuring näitas, et madalate marginaalidega sektorite puhul on ettevõtete maksejõulisus väga tundlik nii turu muutuste, finantsvõimenduse taseme kui ka likviidsuse kõikumise suhtes, mistõttu on oluline maksejõulisust uurida mitmete eri tüüpi suhtarvudega. (Yeo, 2016)

Kokkuvõtlikult, rõivatööstusettevõtete jaoks on maksejõulisus oluline, et ettevõtted suudaksid täita enda kohustusi olukorras, kus sektoris on üldiselt madalad kasumimarginaalid ja tugev konkurents. Samuti peavad ettevõtted toime tulema kasvavate kulude, majandusšoki mõjude ja suurenevate regulatiivsete nõuetega. Maksejõulisuse seisukohast on edukad need rõivatööstusettevõtted, kes suudavad ettevõtet juhtida nii, et kapitalistruktuur on tasakaalus, keskkonnanõuded täidetud ning toodangus keskendutakse turunišile, mis annab konkurentsieelise. Käesolevas töös hinnatakse maksejõulisust, kasutades suhtarve. See tähendab, et hinnatakse likviidsust, pikaajalist maksevõimet ning kasumlikkust, sest need kolm aspekti määravad, kas ettevõtte saab potentsiaalselt hakkama konkurentsitihtedas ärikeskkonnas, kuhu lisandub aina enam regulatiivseid nõudeid.

1.2. Rõivatootmisettevõtete maksejõulisuse hindamise metoodikad ja raamistik teaduskirjanduse põhjal

Ettevõtte hea maksejõulisus on rõivatootmisettevõtte kasumlikkuse alustala. Mitmed Euroopa tekstiili- ja rõivatootjate edukust analüüsinud uuringud (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pírva et al., 2024) on kasutanud selgitavate muutujatena maksejõulisuse näitajaid. Näiteks Poolas läbi viidud uuringu eesmärk oli hinnata Varssavi börsil noteeritud tekstiili- ja rõivatööstuse ettevõtete finantstulemuslikkust ning võrrelda neid nii turuindeksite kui ka kogu töötleva tööstuse keskmiste näitajatega. Autorid uurisid, kumb on atraktiivsem, kas investeerimine tekstiili- ja rõivaettevõtete aktsiatesse või hoopis fondid, mis koosnevad erinevate ettevõtete aktsiatest. Lisaks uuriti, kuidas mõjutavad ettevõtte edukust finantsstruktuur ja varade kasutamise efektiivsus. (Gajdka & Schabek, 2018)

Poola tekstiili- ja rõivatööstuse edukuse hindamisel kasutati DuPonti mudelit, mis jagab omakapitali rentabluse (ROE) kolmeks ehk puhaskasumimarginaaliks, varade käibeks ja omakapitali kordajaks ehk finantsvõimenduseks. Sealjuures näitab omakapitali puharentaablus ehk ROE puhaskasumi suurust, mis teenitakse ühe ühiku omakapitaliga, puhaskasumimarginaal näitab puhaskasumi suurust, mis teenitakse ühe ühiku müügituluga, varade käibekordaja näitab müügitulu suurust, mis teenitakse ühe ühiku varaga, ning omakapitali kordaja ehk finantsvõimendus näitab varasid, mis teenitakse ühe ühiku omakapitali (ehk kui palju kasutatakse võõrkapitali). Teiste meetoditena kasutati riski hindamiseks beetakoeffitsienti ja Sharpe'i suhtarvu. (Gajdka & Schabek, 2018)

Uuringus kasutati 24 tekstiili- ja rõivaettevõtte 16 aasta finantsandmeid, DuPonti analüüs tehti kaheksa aasta pikkuse perioodi kohta. Autorid leidsid, et börsil noteeritud tekstiili- ja rõivatootmisettevõtted olid kõrgema riskiga korrigeeritud tootlusega võrreldes turuindeksitega ning börsiettevõtetel olid kogu töötleva tööstusega võrreldes efektiivsem kulude juhtimine ja varade kasutus. DuPonti analüüsist tuli välja, et eduka ettevõtte aluseks olid kõrgem kasumimarginaali ja varade käibekordaja ja madalam finantsvõimendus ehk väiksem võõrkapitali kasutus. (Gajdka & Schabek, 2018)

Kuivõrd Slovakkia tekstiili- ja rõivatööstus oli pikka aega olnud madalseisus, löid Csikósová jt (2019) sektorile arengustsenaariumid, hinnates ettevõtete finantsseisundit ja maksejõulisust. Autorid soovisid teada, millised tegurid eristavad kõige paremini pankrotiohus olevaid ettevõtteid edukatest ettevõtetest. Maksejõulisust, mille all mõeldi pikaajalist finantsstabiilsust, hinnati Bonity indeksi ja Altmani Z-skooriga. Kui Bonity indeksi puhul tähendas positiivne tulemus head finantsilist olukorda, negatiivne tulemus aga maksejõuetusohu. Altmani Z-skoor aga näitas pankrotiriski. Kui selle väärtus oli üle 2,9, siis

pankrotioht puudus ning ettevõtte oli finantsiliselt „terve“. Kui skoor oli alla 1,8, tähendas see pankrotiohus olevat ettevõtet ning kui Altmani Z-skoori näitaja jäi 1,8 ja 2,9 vahele, paigutus ettevõtte ebakindlasse tsooni. (Csikósová et al., 2019)

Csikósová jt (2019) kasutasid analüüsimisel viie Slovakkia tekstiili- ja rõivaettevõtte kolme aasta finantsandmeid andmeid, mille hulgas olid näiteks müügitulu, kasum, varad, kohustused ja omakapital. Autorid viisid hindamise läbi kolmes etapis. Esimesena tehti PEST- ja SWOT-analüüsid, teisena kasutati finantsandmeid Altmani Z-skoori ja Bonity indeksi arvutamiseks ning kolmandana võrreldi viie ettevõtte tulemusi ja pandi kirja arengutsenaariumid. Csikósová jt (2019) leidsid, et ajal, mil üleüldiselt Slovakkia tööstusvaldkond kasvas, oli tekstiili- ja rõivatootjate seas vaid üks ettevõtte, mis oli pankrotiskoori järgi „terve“, teised ettevõtted olid kas suuremal või vähemal määral pankrotiohus. Autorid järeldasid, et kõrgema kvaliteediga ja luksuslike nišitoodete tootmine, madal võlakooormus ning efektiivne kapitalistruktuur on tegurid, mis loovad pinnase pikaajaliseks maksejõulisuseks (Csikósová et al., 2019).

Erinevalt ühe riigi rõivatootjate uurimisele, keskendusid Pîrvu jt (2024) laiemalt Kesk- ja Ida-Euroopa riikide börsil noteeritud tekstiili- ja rõivatööstusettevõtete kasumlikkuse uurimisele ning prognoositi kasumlikkuse muutust tehisnärvivõrkude abil. Autorid hindasid kasumlikkuse võtmenäitajate muutumist aja jooksul ning uuriti ettevõtete finantstulemuste seost majanduskasvuga. (Pîrvu et al., 2024) Kasumlikkuse hindamiseks kasutati EBITDA marginaali (kasum enne intresse, makseid, kulumit ja amortisatsiooni jagatud müügituluga) EBIT marginaali ehk tegevusmarginaali (kasum enne intresse ja makseid jagatud müügituluga), maksude-eelset varade tootlikkust (ROA) ning maksude-eelset omakapitali tootlust (ROE). Kasumlikkuse näitajate ja SKP per capita kasvutempo vahelise seose uurimiseks loodi regressioonmudel. (Pîrvu et al., 2024)

Uuringusse kaasati üheks Euroopa riigi (sealhulgas Eesti) 47 börsil noteeritud tekstiiliettevõtet ning uuriti nende kasumlikkust 12-aastase perioodi vältel. Sarnaselt Csikósová jt (2019) uuringuga jagasid Pîrvu jt (2024) uuringu kolmeks. Esiteks analüüsiti kasumlikkuse suhtarve keskmiste väärtuste põhjal, teiseks prognoositi maksude-eelset varade tootlust tehisnärvivõrkude programmis ning viimasena hinnati SKP elaniku kohta kasvutempo mõju ROA-le ühefaktorilise lineaarse regressioonmudeli abil. Tulemused näitasid, et uuritud tekstiiliettevõtete kasumlikkus muutus aina paremaks, vaid Covid-19 pandeemia ajal kukkus kasumlikkus järsult, mille järel toimus kasumlikkuse taastumine. Sarnaselt Csikósová jt (2019) uuringutulemustega leidsid ka Pîrvu jt (2024), et kasumlikkus oli suurem nendel tootjatel, kes olid leidnud tootmiseks nišitoodet. Enamikes riikides leiti

tugev positiivne seos maksude-eelse ROA ja SKP elaniku kohta kasvutempo vahel. See tähendab, et kasumlikkus ja seega ka maksejõulisus on tugevas seoses majandustsükliga. (Pîrvu et al., 2024)

Kuigi Yeo (2016) keskendus enda uuringus logistikaettevõtetele, uuris ta siiski maksejõulisust ja analüüsis, millised finantsnäitajad seda kõige paremini seletavad. Ta uuris, kuidas likviidsus, kapitalistruktuur ja kasumlikkus kirjeldavad ettevõtte pikaajalist võimet tasuda enda kohustuste eest. Mõistete osas eristab autor selgelt lühiajalist likviidsust ja pikaajalist maksejõulisust. Likviidsuse all mõtleb autor, kui edukalt suudab ettevõtte teenindada enda lühiajalisi kohustusi ning kas ja kui kiiresti suudab varasid müüa, et raha teenida. Pikaajalise maksejõulisuse all peab ta silmas positiivset netovara ja madalat finantsvõimendust. Artiklist järeldub, et isegi, kui ettevõtte likviidsusnäitajad on head, võib see tähendada ettevõtte jaoks liiga suurt võlakoorumust ja liikumist maksejõuetuse poole. (Yeo, 2016)

Uuringus kasutab Yeo (2016) paneelandmestikku. Selleks, et leida, millised finantsnäitajad on kõige tugevamas seoses maksejõulisusega, kasutab ta regressioonanalüüsi. Autor kasutab ka muid keerulisemaid mudeleid, kuid käesoleva töö puhul on tähtis just Yeo (2016) kasutatud suhtarvude raamistik. Likviidsuse hindamiseks kasutab ta nii näitajaid, mis seovad käibevara ja lühiajalised kohustused, kui ka varade likviidsust iseloomustavaid näitajaid, millest järeldub, kui kiiresti saab varasid realiseerida ja seeläbi raha teenida. Kapitalistruktuuri ja maksejõulisuse hindamiseks on autor valinud võlakordajate ja finantsvõimenduse näitajad, mis viitavad, kui suur osa varadest on teenitud laenukapitali abil. Kasumlikkust ja võimekust võlga tagasi maksta on autor kirjeldanud kasumi ja varade tootluse abil. (Yeo, 2016)

Yeo (2016) uuringu järeldus on, et maksejõulisust ei saa hinnata üksikute suhtarvude abil, vaid vaja on hinnata eraldi kolme tasandit: likviidsust, kapitalistruktuuri finantsvõimendusega ning kasumlikkust. Samuti järeldub, et kõrgem finantsvõimendus tähendab madalamat likviidsust (raha jääki), mistõttu ettevõtte on majandusšokkide suhtes vastuvõtlikum. Samas vähendab kõrge likviidsus laenukapitali kasutamist. (Yeo, 2016)

Tabel 2

Rõiva- ja tekstiilitööstuse maksejõulisuse hindamiseks varasemates uuringutes kasutatud andmed ja metoodika

Autor(id)	Andmed ja/või muutujad	Metoodika
(Gajdka & Schabek, 2018)	Varssavi börsil noteeritud tekstiili ja rõivaettevõtted. Kasutati müügitulu, puhaskasumit, koguvarasid, omakapitali, ROE-d, puhaskasumimarginaali, varade käibekordajat, omakapitali kordajat.	DuPonti analüüs ehk ROE tegemine kolmeks osaks: puhaskasumimarginaal, varade käive ja omakapitali kordaja, võrreldi kogu töötleva tööstuse näitajatega.
(Csikósová et al., 2019)	5 Slovakkia tekstiili- ja rõivatööstusettevõtte (2 tekstiili, 3 rõiva) finantsaruannete andmed 2013–2015. Kasutati müügitulu, kasumit, varasid, kohustisi, omakapitali, Bonity indeksit, Altmani Z-skoori, võlakooormuse näitajaid.	Finants- ja majandusanalüüs Bonity indeksi ja Altmani Z-skoori arvutamise ettevõtete maksejõulisuse ja pankrotiriski hindamiseks, võrdlus kogu töötleva tööstuse näitajatega.
(Pîrvu et al., 2024)	47 tekstiiliettevõtte (9 riiki: sh Eesti, Poola, Türgi jt) andmed 2011–2022. Kasutati EBITDA marginaali, tegevusmarginaali, maksude-eelset ROA-d ja ROE-d. Sõltumatu muutujana kasutati SKP <i>per capita</i> kasvutempot.	Dünaamika- ja struktuurianalüüs kasumlikkuse suhtarvude kohta. Kasutati tehisinärvivõrke ROA prognoosimiseks, lineaarne regressioon ROA ja SKP <i>per capita</i> kasvutempo vahel.
(Yeo, 2016)	Rahvusvaheliste ettevõtete finantsaruanded. Kasutati koguvarasid, käibevarasid, raha, koguvõlgasid, omakapitali, likviidsussuhtarve, võlakordajaid, kasumlikkuse suhtarve (ROA, ROE, marginaalid), ettevõtte suurust ja vanust.	Suhtarvupõhine raamistik, mis seob likviidsuse, kapitalistruktuuri ja kasumlikkuse. Regressioonanalüüs, et näidata nende näitajate seost finantsvõimenduse ja maksejõulisusega.

Märkus: Autori koostatud tabel

Allikas: (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pîrvu et al., 2024; Yeo, 2016)

Kõigist neljast maksejõulisuse hindamist uurivast teadusartiklist (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pîrvu et al., 2024; Yeo, 2016) järeldub, et ettevõtete, sealhulgas tekstiili- ja rõivatööstusettevõtete maksejõulisust mõjutavad nii finantsjuhtimise otsused kui ka majanduskeskkond, kus ettevõtte tegutseb. Uuringud näitasid, et maksejõulisust, sealhulgas kasumlikkust ja pankrotiriski mõjutavad nii kulude ja

võlakoormuse juhtimine kui ka likviidsus ja ettevõtte võime leida keerulises majanduskeskkonnas turunišš. Samuti selgus, et maksejõulisust ei saa hinnata vaid üksikute suhtarvudega, vaid siduda tuleb likviidsuse, kapitalistruktuuri ja kasumlikkuse näitajad.

Tabelid 2 ja 3 (ning Lisa A) annavad täpsema ülevaate analüüsitud artiklite andmetest ja/või muutujatest, metoodikast ning tulemustest.

Tabel 3

Rõiva- ja tekstiilitööstuse maksejõulisuse hindamise varasemate uuringute tulemused

Autor(id)	Tulemused
(Gajdka & Schabek, 2018)	Tekstiili- ja rõivaettevõtted pakkusid pikka aega kõrgemat tootlust kui laiapõhised turuindeksid, kuid DuPonti analüüs näitas, et kõrgem ROE tulenes peamiselt varade käibest. Börsiettevõtted olid kulude ja varade juhtimisel efektiivsemad kui töötleva tööstuse keskmine, mis viitab, et parem kasumlikkus ja varade kasutus võivad vähendada maksejõulisuse riski isegi madalate marginaalidega sektoris.
(Csikósová et al., 2019)	Slovakkia tekstiili- ja rõivatööstuse kohta kinnitati, et sektor on pikas plaanis madala kasumlikkuse ja kõrge pankrotiriskiga: tootmine stagneerus, samal ajal kui kogu tööstus kasvas, ning Altmanni Z-skoor paigutas paljud ettevõtted ebakindla tuleviku või pankrotitsooni. Positiivsete näidetena tõusid esile ettevõtted, kes vähendasid võlakoormust ja parandasid Z-skoori nii, et liikusid pankrotitsoonist välja, mis rõhutab kapitalistruktuuri korrastamise tähtsust.
(Pîrvu et al., 2024)	Uuring arenevate Euroopa riikide ettevõtete kohta näitas, et kasumlikkus (EBITDA marginaal, ROA, ROE) on selgelt tsükliline: näitajad paranesid 2012–2018, langesid järsult koroonakriisi ajal ning taastusid 2022. aastaks üle pandeemiaeelse taseme. Enamikes riikides leiti tugev positiivne seos maksude-eelse ROA ja SKP elaniku kohta kasvu vahel, mis tähendab, et ettevõtete maksejõulisus sõltub otseselt majandustsüklisest ja välisõudlusest. Parimad tulemused olid rõivatootjatel ning tehnilise tekstiili tootjatel, kes leidsid kõrgema lisandväärtusega turuniši.
(Yeo, 2016)	Tulemused näitasid, et suurem võlakoormus seostus madalamate raha ja muude likviidsete varade jääkidega, mis suurendas haavatavust šokkide vastu. Samal ajal näitas suhtarvude analüüs, et maksejõulisuse hindamisel tuleb korraga vaadata likviidsussuhtarve, võlakordajaid ja kasumlikkuse näitajaid, kuna ühe mõõdiku põhjal võib ettevõtte näida tugev, kuigi tegelikult on ettevõttel suurenenud pankrotirisk.

Märkus: Autori koostatud tabel

Allikas: (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pîrvu et al., 2024; Yeo, 2016)

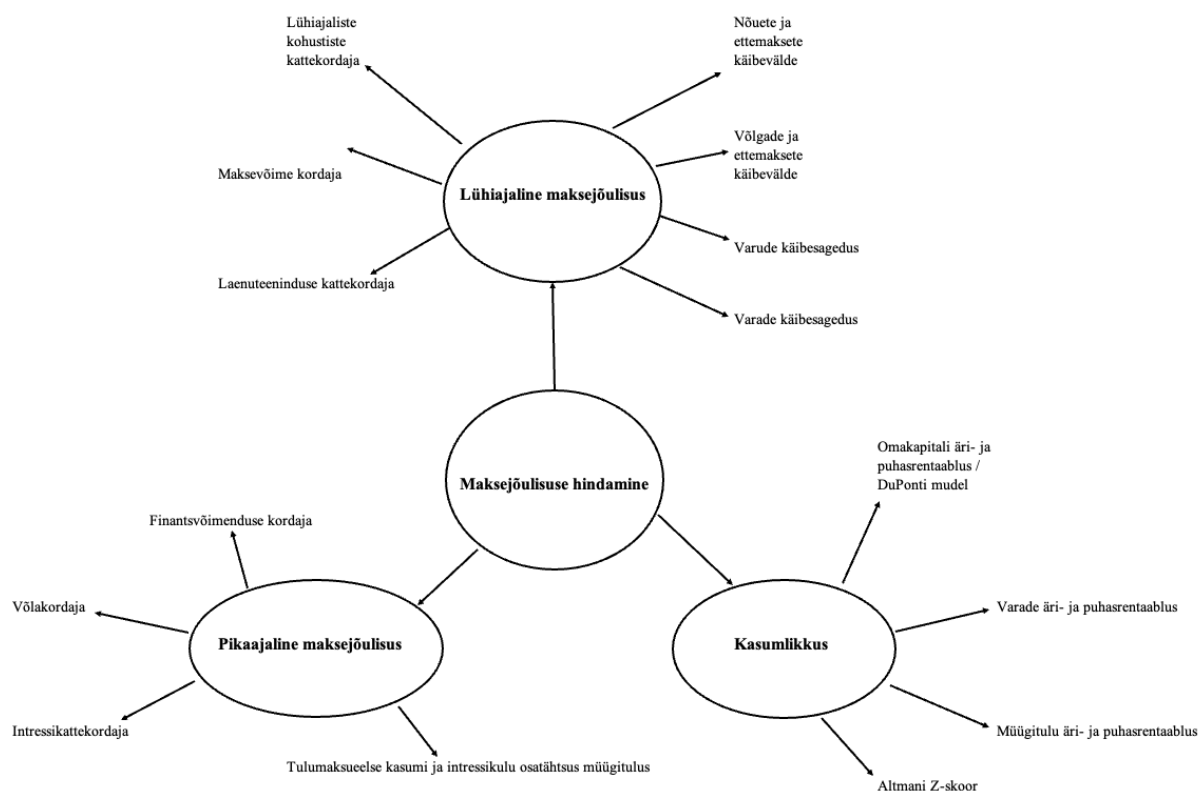
Käesoleva töö praktilises osas hinnatakse maksejõulisuse raamistiku abil Eesti rõivatootmisettevõtte Protex Balti AS-i maksejõulisust. Raamistik tugineb avalikult kättesaadavate majandusaasta aruannete põhjal arvutatavatele finantssuhtarvudele, mida on omakorda võrreldud Eesti Statistikaametist saadavate antud sektori keskmiste näitajatega. Raamistik on loodud nii, et selle põhjal saavad maksejõulisust hinnata kõik rõivatööstusettevõtted, mille kohta on olemas vähemalt kümne aasta finantsandmed. Loodava raamistiku meetodika on universaalne ja tulemusi saab võrrelda nii Eesti rõivatootmissektori keskmiste näitajate kui ka rahvusvaheliste tulemustega. Käesolevas töös ei kasutata maksejõulisuse hindamisel tehisnärvivõrkude abil prognoosimist või regressioonianalüüsi, kuna usaldusväärset mudelit ei saa luua ühe ettevõtte info põhjal.

Kuivõrd Yeo (2016) kirjutatud teadusartiklist järeldub, et maksejõulisus kujuneb lühiajalise maksevõime, kapitalistruktuuri ning kasumlikkuse koosmõjul, on ka käesolevas töös kasutatud kolme etappi maksejõulisuse hindamiseks: (1) lühiajaline maksejõulisus ehk likviidsus, (2) pikaajaline maksejõulisus ehk kapitalistruktuur ja finantsvõimendus ning (3) kasumlikkus, mille hulka kuulub ka pankrotirisk.

Töö empiirilises osas kasutatud maksejõulisuse raamistikus hinnatakse esimese etapina lühiajalist maksejõulisust ehk likviidsust, mis näitab, kui edukas on ettevõtte lühiajaliste kohustiste täitmisel. Hindamisel kasutatakse lühiajaliste kohustiste kattekordaja, maksevõime kordaja ja laenuteeninduse kattekordaja suhtarve. Lisaks leitakse likviidsuse hindamiseks nii nõuete ja ettemaksete ning võlgade ja ettemaksete käibevältsed kui ka varude ja varade käibesagedused. Lühiajalise maksejõulisuse olulisust rõhutasid ka Csikósová jt (2019), kelle uurimusest järeldus, et likviidsed ning kiire varade ja varude käibesagedusega ettevõtted olid edukamad oma maksevõime parandamisel.

Teine etapp raamistikus on pikaajalise maksejõulisuse hindamine, mis analüüsib kapitalistruktuuri ja finantsvõimendust ehk võõrkapitali kasutust. Raamistikus kasutatakse võlakordajat, finantsvõimenduse kordajat, tulumaksueelse kasumi ja intressikulu osatähtsust müügitulus ning intressikattekordajat. Nende suhtarvude abil saab kirjeldada kapitali struktuuri ja/või ettevõtte suutlikkust võlgu teenindada. Csikósová jt (2019) uuringust ilmnes, et kõrge võlakordaja ja suur võõrkapitali kasutus suurendavad rõivatööstuses pankrotiriski ka olukorras, kus likviidsust on hinnatud heaks. Põrvi jt (2024) lisasid, et Kesk- ja Ida-Euroopa riikide rõivatootjate seas on finantsvõimenduse kasutamine üsna tavapärane, mis tõstab omakapitali tootlust, kuid muudab ettevõtte haavatavamaks majanduskriiside suhtes. Seetõttu on kapitalistruktuuri analüüsimine pikaajalise maksejõulisuse seisukohast oluline.

Kolmanda etapina on raamistikus kasumlikkus ja pankrotirisk, mida hinnatakse varade ja omakapitali tootluse (ROA ja ROE) abil. ROE analüüsis kasutatakse sarnaselt Gajdka ja Schabeki (2018) artiklis tooduga DuPonti mudelit, mis kirjeldab, missugused tegurid mõjutavad omakapitali tootlust enim. Kuivõrd Pîrvu jt (2024) kasutasid enda uuringus nii EBIT marginaali (müügitulu ärirentaablus) kui ka EBITDA marginaali, on raamistikus kasutatud neist esimest ning lisaks ka müügitulu puhasrentaablust, et oleks võimalik kasutada Eesti Statistikaameti võrdlusnäitajaid. Samuti on kasutusel teaduskirjanduses (Csikósová et al., 2019) välja toodud Altmani Z-skoor pankrotiriski hindamiseks.



Joonis 1. Maksejõulisuse hindamise raamistik. Autori koostatud.

Allikas: (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pîrvu et al., 2024; Yeo, 2016)

Esimeses peatükis selgitati välja, et rõivatööstusettevõtete maksejõulisus sõltub nii finantsstruktuurist (likviidsus, pikaajaline maksejõulisus, kasumlikkus) kui ka laiemast majanduskeskkonnast, mida mõjutavad aina enam ranged keskkonnanõuded. Eesti rõivatööstussektori on viimasel kümnendil keerulisse seisu pannud nii maksutõusud kui ka tööjõu- ja keskkonnakulude kasv, mistõttu on ettevõtete maksejõulisuse parem mõistmine eriti oluline. Rahvusvaheliste uuringute analüüs tõi esile, et maksejõulisust hinnatakse peamiselt finantssuhtarvude, pankrotiriski mudeli ehk Altmani Z-skoori ja vajadusel

keerukamate mudelite abil. Sellest järeldub, et ka maksejõulisuse hindamise raamistik koosneb likviidsuse, kapitalistruktuuri ja kasumlikkuse hindamisest.

2. Protex Balti AS-i maksejõulisuse hindamine

2.1. Andmed ja metoodika

Bakalaureusetöö empiirilises osas kasutatakse teoreetilises osas kirjeldatud raamistikku (vt Joonis 1), mille abil hinnatakse Protex Balti AS-i maksejõulisust.

Uurimisülesanded selle hindamiseks on järgnevad:

1. tutvustada Protex Balti AS-i ja selle maksejõulisuse hindamiseks kasutatavaid andmeid ja metoodikat;
2. analüüsida Protex Balti AS-i lühiajalist maksejõulisust perioodil 2015–2024, võrreldes tulemusi Eesti rõivatootmissektori keskmiste näitajatega;
3. hinnata Protex Balti AS-i kapitalistruktuuri ja finantsvõimendust, et selgitada välja ettevõtte pikaajaline maksevõime ja sõltuvus võõrkapitalist;
4. analüüsida Protex Balti AS-i kasumlikkust ja pankrotiriski, kasutades muuhulgas DuPonti mudelit ning Altmani Z-skoori, et mõista majandustulemuste mõju maksejõulisusele;
5. sünteesida eelnevalt analüüsitud teadusartiklite tulemusi Protex Balti AS-i maksejõulisusega, et näidata loodud raamistiku rakendatavust ja anda lõplik hinnang ettevõtte finantsilisele jätkusuutlikkusele.

Ettevõtte maksejõulisust hinnatakse e-Äriregistrist avalikult leitavate majandusaasta aruannetes sisalduva info abil arvutatavate finantsnäitajate alusel. Samuti kasutatakse töös Altmani Z-skoori arvutust, mida on rakendatud ka varasemates rõivatööstuste uurimustes. Raamistikku rakendatakse Protex Balti AS-i peal, et võrrelda, kuidas on ettevõtte maksejõulisus ajan muutunud võrdluses Eesti rõivatööstussektori keskmiste näitajatega.

Lähtuvalt esimeses peatükis kirjeldatud teadusartiklite analüüsimetoodikatest (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pîrvu et al., 2024; Yeo, 2016), kasutatakse bakalaureusetöös dokumendianalüüsi (ettevõtte majandusaasta aruanded) ja kvantitatiivset majandusanalüüsi (finantsanalüüs, suhtarvuanalüüs), kuna maksejõulisus on otseselt seotud ettevõtte finantsnäitajatega. Tulemuste visualiseerimise eesmärgil kasutatakse trendianalüüsi. Kvantitatiivse analüüsi kõrval kasutatakse ka kvalitatiivset analüüsi intervjuu näol, mis viiakse läbi Protex Balti AS-i finantsjuhiga. Eesmärk on kasutada finantsilisi põhinäitajaid, mis annavad koos arusaadava ülevaate ettevõtte rahalisest tugevusest. Selleks seotakse omavahel likviidsuse, kapitalistruktuuri ja kasumlikkuse suhtarvud ning Altmani Z-skoor,

mis peegeldab pankrotiriski. Kvalitatiivse analüüsi alusel selgitatakse Protex Balti AS-i näitajate olulisi erinevusi võrreldes sektori keskmistega.

Maksejõulisuse hindamise raamistik on kolmeetapiline: lühiajaline ja pikaajaline maksejõulisus ning kasumlikkus (täpsemalt lahti selgitatud peatükis 1.2.). Raamistiku rakendamiseks arvutatakse järgmised peamised suhtarvud (vt Tabel 4):

1. likviidsusnäitajad (näiteks lühiajaliste kohustiste kattekordaja ja maksevõime kordaja), mis näitavad, kas ettevõtte on piisavalt varasid oma kohustiste maksmiseks;
2. kapitalistruktuuri näitajad (näiteks võlakordaja ja finantsvõimenduse kordaja), mis näitavad, kui suure osa ettevõtte rahast on saadud väljastpoolt;
3. kasumlikkuse suhtarvud (näiteks ROA, ROE, EBIT marginaal), mis näitavad, kui efektiivselt suudab ettevõtte oma tegevusega kasumit teenida. Raamistiku põhjal saadud tulemusi võrreldakse Eesti rõivatööstuse keskmiste näitajatega ja varasemates uurimustes avaldatud rahvusvaheliste tulemustega mõistmaks, kas ettevõtte maksejõulisus on tugev, keskmine või nõrk.

Tabel 4

Maksejõulisuse hindamisel kasutatavad suhtarvude valemid

Suhtarv	Arvutusvalem
Lühiajaliste kohustiste kattekordaja (korda)	$\frac{\text{käibevarad}}{\text{lühiajalised kohustised}}$
Maksevõime kordaja ehk kiirtest (korda)	$\frac{\text{käibevarad} - \text{varud}}{\text{lühiajalised kohustised}}$
Lühiajaliste võlgade ja ettemaksete käibevälde (päeva)	$\frac{\text{lühiajalised võlad ja ettemaksed}}{\left(\frac{\text{müügitulu}}{360}\right)}$
Nõuete ja ettemaksete käibevälde (päeva)	$\frac{\text{lühiajalised nõuded ja ettemaksed}}{\left(\frac{\text{müügitulu}}{360}\right)}$
Varade käibesagedus (korda aastas)	$\frac{\text{müügitulu}}{\text{keskmised varad}}$
Varude käibesagedus (korda aastas)	$\frac{\text{müügitulu}}{\text{keskmised varud}}$

Laenuteeninduse kattekordaja (korda)	$\frac{\text{ärikasum} + \text{perioodi kulum}}{\text{laenumakse} + \text{intressikulu}}$
Omakapitali kordaja ehk finants- võimenduse kordaja (korda)	$\frac{\text{keskmised varad}}{\text{keskmise omakapital}}$
Võlakordaja (korda)	$\frac{\text{keskmised lühiajalised laenud} + \text{keskmised pikaajalised laenud}}{\text{keskmise omakapital}}$
Maksueelse kasumi ja intressikulu osatähtsus müügitulus (%)	$\frac{\text{kasum enne tulumaksustamist} + \text{intressikulu}}{\text{müügitulu}} \times 100$
Intresside kattekordaja (korda)	$\frac{\text{kasum enne tulumaksustamist} + \text{intressikulu}}{\text{intressikulu}}$
ROE / omakapitali puhasrentaablus (%)	$\frac{\text{puhaskasum}}{\text{keskmise omakapital}} \times 100$
Omakapitali ärirentaablus (%)	$\frac{\text{ärikasum}}{\text{keskmise omakapital}} \times 100$
ROA / varade puhasrentaablus (%)	$\frac{\text{puhaskasum}}{\text{keskmised varad}} \times 100$
Varade ärirentaablus (%)	$\frac{\text{ärikasum}}{\text{keskmised varad}} \times 100$
Müügitulu ärirentaablus (%)	$\frac{\text{ärikasum}}{\text{müügitulu}} \times 100$
Müügitulu puhasrentaablus (%)	$\frac{\text{puhaskasum}}{\text{müügitulu}} \times 100$
Altmani Z-skoor	$1,2 \times A + 1,4 \times B + 3,3 \times C + 0,6 \times D + 1 \times E$

Märkus: Autori koostatud tabel; Altmani Z-skoori valemi tõlgendus on leitav Lisast D.
Allikas: (Ettevõtte likviidsuse analüüsimisel..., s.a.; Csikósová et al., 2019)

Raamistikku rakendatakse Eesti rõivatootmisettevõtte Protex Balti AS-i peal, mille finantssuhtarvude arvutamise aluseks oleva andmestiku leiab ettevõtte majandusaasta aruannetest. Analüüsi mõte on näidata, et raamistik ei jää ainult teoreetiliseks, vaid seda on võimalik kasutada konkreetse ettevõtte hindamisel. Analüüsitakse 10 järjestikust

majandusaastat, et periood sisaldaks nii stabiilsemaid aastaid kui ka võimalikke raskemaid aegu, ning vaadeldakse, kuidas maksejõulisuse näitajad nendes tingimustes muutuvad. Iga aasta kohta arvutatakse samad suhtarvud, mis teeb tulemused ajas ja omavahel hästi võrreldavaks.

Raamistiku rakendamiseks Protex Balti AS-i puhul vajatakse valitud perioodi iga aasta kohta ettevõtte bilansi ja kasumiaruande andmeid. Bilansist kasutatakse näiteks käibevara ja põhivara summasid, lühiajaliste ja pikaajaliste kohustiste mahtu ning omakapitali suurust, sealhulgas jaotamata kasumit, sest nende abil arvutatakse likviidsus- ja võlanäitajad. Kasumiaruandest kasutatakse müügitulu, ärikasumit (EBIT), puhaskasumit, et arvutada kasumlikkuse suhtarve. Rahavoogude aruande andmeid ei kasutata, kuna Protex Balti AS-i puhul on tegu väikeettevõttega, millel ei ole kohustust antud aruannet koostada. Vajalikud on ka Eesti Statistikaameti andmed Eesti tekstiili- ja rõivatööstuse sektori keskmiste näitajate kohta, mida kasutatakse võrdlusalusena. Altmani Z-skoori arvutamiseks on lisaks vaja käibekapitali (käibevara - lühiajalised kohustised), jaotamata kasumi, EBIT-i, omakapitali ja koguvõlgade mahu ning müügitulu näitajaid.

Valitud meetodika ja andmestik sobivad bakalaureusetööle, sest kasutatavad näitajad põhinevad standardsetel finantsaruannetel ning nende valemid on olemasolevas kirjanduses laialt käsitletud. Samas on raamistik piisavalt põhjalik, et anda terviklik pilt maksejõulisusest, mitte ainult üksikutest finantssuhtarvudest. Avalike finantsaruannete kasutamine annab raamistikule läbipaistvuse ja universaalsuse, sest samal viisil saab hiljem analüüsida ka teisi rõivatootjaid.

Protex Balti AS, mille maksejõulisust käesolevas töös hinnatakse, kuulub Eesti tekstiili- ja rõivatootmise sektorisse, millel on küll Eestis pikk ajalugu, kuid mis on sel sajandil sattunud keerulisse seisu majanduses toimunud muutuste tõttu, nagu näiteks tootmise liikumine Euroopast välja ja sellele järgnev toodete hindade langus (Plamus et al., 2021). Tegemist on ühe väikseima tööstusharuga Eestis, mille koondkäive püsis perioodil 2023. aasta II kvartal kuni 2024. aasta I kvartal ligikaudu 466,4 miljoni euro tasemel (Kelt & Kõiv, 2024). 2024. aasta majandustulemused näitasid aga langust, sest rõivatootmise müügitulu kahanes 12 protsenti (149,2 miljoni euron) ja tekstiilitööstuse maht langes 9,2 protsenti (249,9 miljoni euron) (Äripäeva Infopank, 2025).

Sektoris tegutseb praegu üle 350 ettevõtte, kus töötab üle 4000 inimese. Sealhulgas on oluline rõhutada, et Eesti tekstiilitööstus loob väga olulise osa tööhõivest väljaspool suuri linnasid. Äripäeva 2025. aastal avaldatud raport väidab, et sektori tulemused hakkavad stabiliseeruma, kuigi ettevõtete juhtkonnad vaatavad tulevikku pigem negatiivselt. Tootjad

loodavad, et nõudlus nende toodangule väljaspool Eestit hakkab tõusma. (Äripäeva Infopank, 2025).

Eesti rõivatootjate hulka kuuluv Protex Balti AS, mille ainuaktsionär on Texpro Holding OÜ, on Norra kontserni Protex AS-i tütarettevõte, mis tegeleb peamiselt allhankena õmblustoodete valmistamisega. Ettevõtte laienes Eestisse 1996. aastal ja on siin turul spetsialiseerunud tehnilisest ja targast tekstiilist rõivaste ja muude tekstiilitoodete tootmisele. Protex Balti AS pakub klientidele tervikteenust alates tootearendusest ja lõikamisest õmblemise, kvaliteedikontrolli, ladustamise ning logistika korraldamiseni välja. Ettevõtte kuulub väikeettevõtete kategooriasse, mistõttu koostab lühendatud raamatupidamise aastaaruande rahavoogude aruandeta. (AS Protex Balti, 2022; AS Protex Balti, 2023; AS Protex Balti, 2024; Intervjuu finantsjuhiga, 2026; vt Lisa 2)

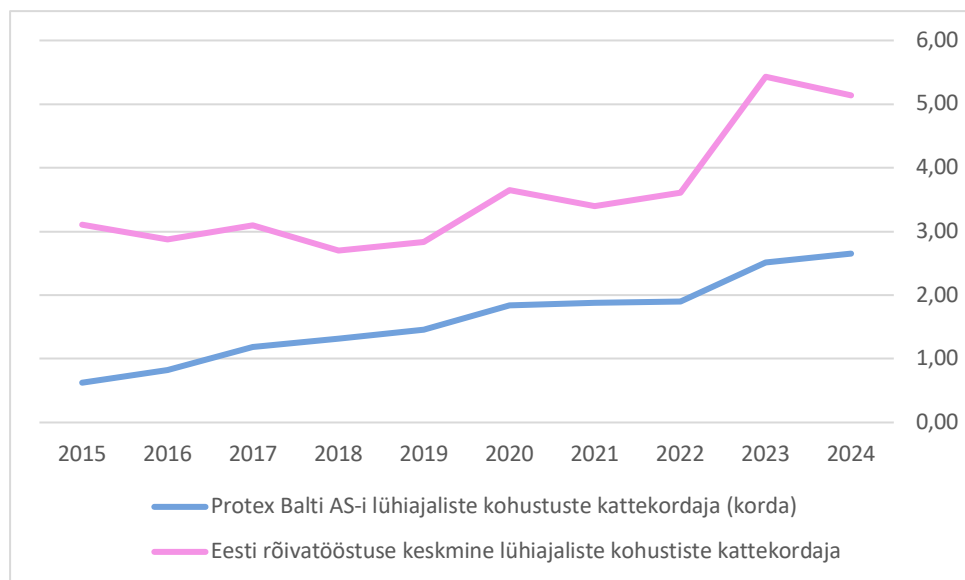
Ettevõttel on Eestis kolm tehist mis asuvad Tallinnas, Pärnus ja Pärnu-Jaagupis. Kõigis tehastes asuvad tootmisüksused on sertifitseeritud ISO 9001 ja ISO 14001 standardite kohaselt, mis tähendab, et ettevõtte rakendab kvaliteedi- ja keskkonnajuhtimise nõudeid. Ettevõttel on kaks tootmisvaldkonda: ProtexTech ja ProtexWear. ProtexTech alla liigituvad tehnilised spordirõivad koos muu tehnilise varustusega ja targa tekstiili tooted, mis moodustasid 2024. aastal 87% ettevõtte kogutuludest. Väiksema mahuga ProtexWear toodete hulka kuuluvad funktsionaalsed töö- ja vormirõivad ning moeriided. (AS Protex Balti, 2022; AS Protex Balti, 2023; AS Protex Balti, 2024)

Ettevõtte on suunatud peamiselt Euroopa Liidu turule, täpsemalt Eesti, Soome ja Rootsi turgudele. Lisaks on Protex Balti AS-il kliente väljaspool Euroopa Liitu, eelkõige Norras, kuhu müüakse tehnilisi tekstiili- ja rõivatooteid. Maksejõulisuse seisukohast on oluline, et ettevõtte keskendub tehniliste tekstiilitoodete mahu suurendamisele, vähendades tavapäraste (moe)rõivaste osakaalu käibes ja seeläbi pakkudes kõrgema lisandväärtusega ning stabiilsema nõudlusega tooteid. Ettevõtte panustab äritegevuse digitaliseerimisse ja automatiseerimisse, mille abil kasvatada tootlikkust ning kasumlikkust. (AS Protex Balti, 2022; AS Protex Balti, 2023; AS Protex Balti, 2024; Intervjuu finantsjuhiga, 2026; vt Lisa 2)

2.2. Protex Balti AS-i lühiajalise maksejõulisuse analüüs

Vastavalt maksejõulisuse hindamise raamistikule (vt Joonis 1) on esimene hinnatav tegur likviidsus ehk lühiajaline maksejõulisus. Likviidsuse hindamisel vaadatakse nii likviidsuskordajaid, käibevälteid ja -sagedusi kui ka laenu teenindamise võimekust. Need näitajad annavad selge arusaama, kui edukalt suudab ettevõtte oma igapäevaseid kohustusi täita ja enda äritegevusega raha teenida. Seega võib järeldada, et likviidsus ehk lühiajaline maksejõulisus on eduka ettevõtte alustala.

Protex Balti AS-i lühiajalise maksejõulisuse hindamisel on hea alustada maksevõime üldise taseme näitajast ehk lühiajaliste kohustuste kattekordajast. Uuritavas, 10-aastases ajavahemikus on see näitaja Protex Balti AS-il olnud vahemikus 0,62-2,65, kusjuures näitaja on olnud pidevalt tõusuteel (vt Joonis 2). Kui perioodi alguses oli lühiajaliste kohustuste kattekordaja nõrk (väiksem kui 0,9) ehk käibevaradega ei suudetud lühiajalisi kohustusi katta, siis mida aasta edasi, seda rahuldavamaks on näitaja muutunud. Alates 2017. aastast on ettevõtte suutnud edukalt tasuda käibevaradega lühiajaliste kohustuste eest, kuna näitaja on olnud suurem kui 1. Lühiajaliste kohustuste kattekordaja on 2024. aastaks tõusnud heale tasemele, kus käibevarade maht on enam kui kaks korda kõrgem kui lühiajalised kohustised. Samas järeldeb Eesti Statistikaameti tabelist EM001, mis käsitleb ettevõtete majandusnäitajaid tegevusala ja tööga hõivatud isikute arvu järgi, et Protex Balti AS-i lühiajaliste kohustuste kattekordaja väärtused on võrreldes Eesti rõivatööstuse keskmiste näitajatega analüüsitaval perioodil madalamad (vt Joonis 2). See tähendab, et Eesti rõivatootjatel on olnud keskmiselt suurem käibevahendite puhver kui Protex Balti AS-il.

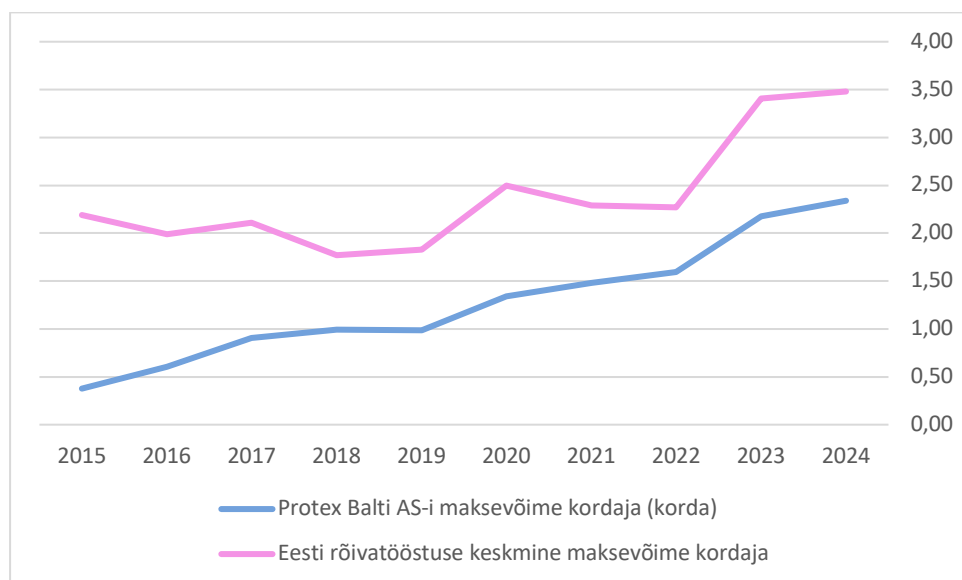


Joonis 2. Protex Balti AS-i lühiajaliste kohustuste kattekordaja võrdlus Eesti rõivatootjate keskmisega. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äreregister, s.a.; EM001, s.a.).

Lisaks üldise maksevõime taseme näitajale annab likviidsusest hea ülevaate kiireloomuliste maksete tase ehk maksevõime kordaja, mille valemist on eemaldatud kõige vähem likviidsed käibevarad ehk varud. Analüüsitava ettevõtte maksevõime kordaja puhul paistab silma, et selle näitajad on sarnaselt lühiajaliste kohustuste kattekordajale Eesti keskmisest madalamad (vt Joonis 3), mis viitab keskmisest nõrgemale maksejõulisusele.

Samas kui 2015. aastal oli kiireloomuliste maksete taseme näitaja vaid 0,38, siis 2024. aastaks tõusis see järk-järgult 2,34-ni, mis tähendab, et negatiivsest olukorrast jõuti heale tasemele. Perioodi lõpuks suudeti kõige likviidsemate varadega ehk varusid arvestamata katta lühiajalisi kohustisi. See näitab taaskord, et ettevõtte suutis 10 aastaga tugevalt parandada oma lühiajalist maksejõulisust, kuigi Eesti rõivatööstuse keskmisest likviidsustasemest jäadi siiski allapoole.

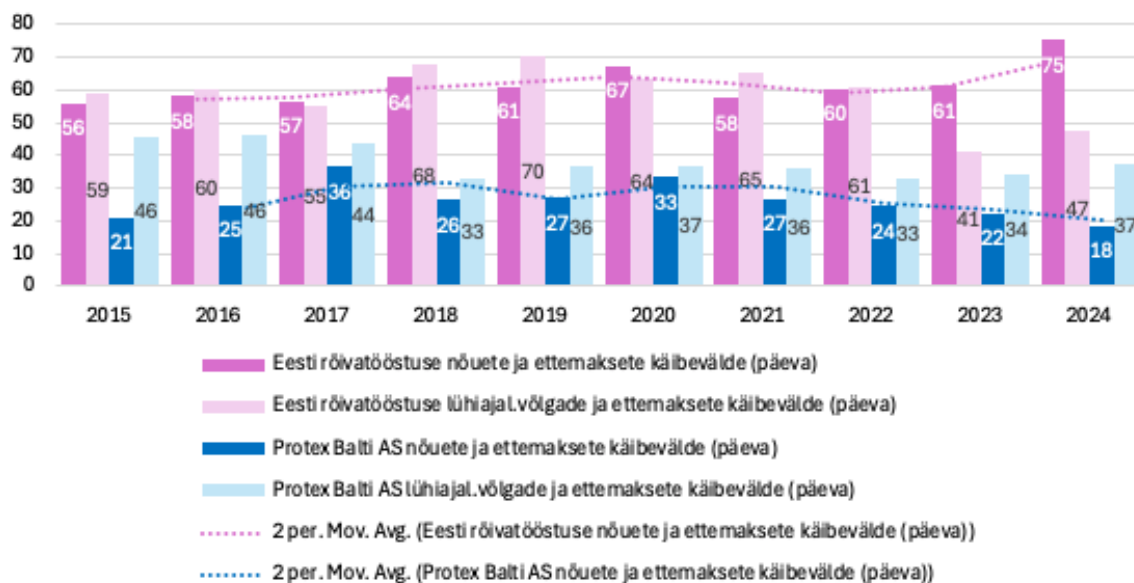


Joonis 3. Protex Balti AS-i maksevõime kordaja võrdlus Eesti rõivatootjate keskmisega. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äreregister, s.a.; EM001, s.a.).

Ettevõtte lühiajalist maksejõulisust väljendavad ka nii nõuete ja ettemaksete kui ka võlgade ja ettemaksete käibevälde. Protex Balti AS-i nõuete ja ettemaksete käibevälde on 2015.-2024. aastal kõikunud 18 ja 36 päeva vahel (vt Joonis 4), mis tähendab, et krediitpoliitika pole igal aastal olnud võrdselt range. Valdavalt on käibevälde olnud ligikaudu 20-27 päeva, mis tähendab, et ettevõtte kliendid tasuvad just sellise perioodi jooksul enda arved ära. Võrdluses Eesti rõivatööstuse keskmiste näitajatega paistab silma, et kliendid tasuvad oma arved Protex Balti AS-ile ära kiiremini kui sektoris keskmiselt, mis on positiivne näitaja, kuna ettevõttele laekub likviidne vara (antud juhul raha) keskmisest kiiremini. Samal ajal on ka võlgade ja ettemaksete käibevälde olnud vaadeldaval perioodil Eesti keskmiste näitajatega võrreldes madalam, jäädes 33-46 päeva vahele (vaata Joonis 4), mis tähendab, et ettevõtte ei hoia võlgu olevat raha enda käes nii kaua kui rõivatööstussektoris keskmiselt. Võime kiiremini arveid tasuda tekitab tarnijate hulgas usaldust ettevõtte suhtes.

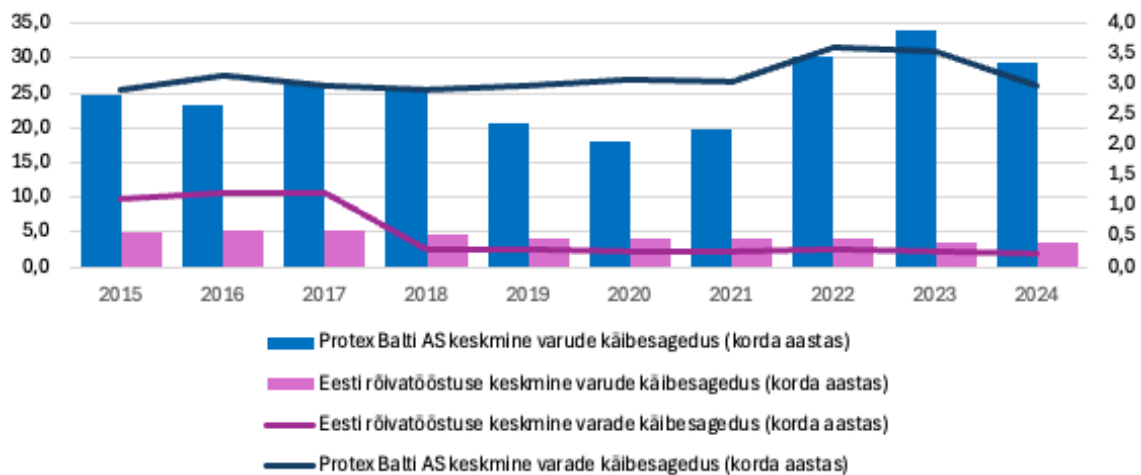
Ettevõtte seisukohast on kindlasti tugevus, et keskmiselt laekuvad Protex Balti AS-ile nõuded kiiremini, kui ise tarnijatele võlgasid tasutakse.



Joonis 4. Protex Balti AS-i nõuete ja ettemaksete ning võlgade ja ettemaksete käibeväldete võrdlus Eesti rõivatööstuse keskmisega koos nõuete ja ettemaksete käibeväldete kahe jooksva aasta keskmiste trendidega. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äreregister, s.a.; EM001, s.a.).

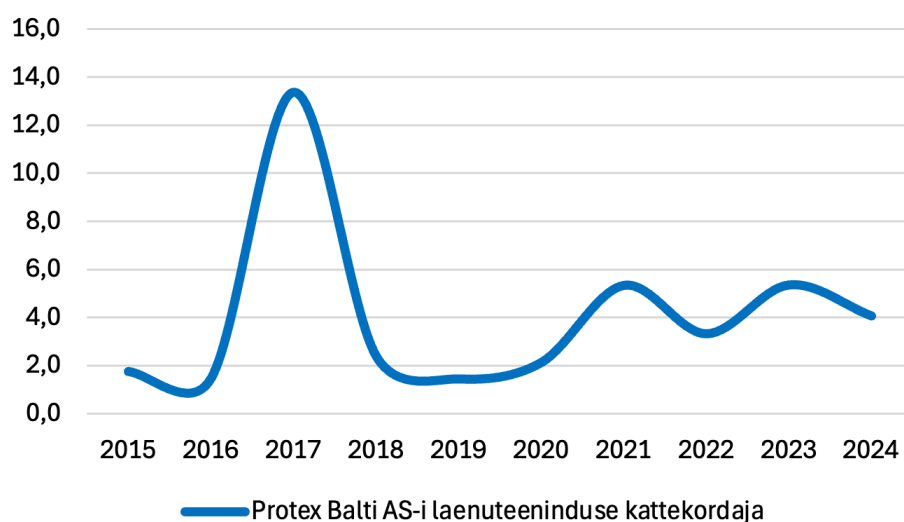
Varude käibesagedus kõikus Protex Balti AS-il perioodil 2015-2024 vahemikus 18-34 korda aastas, enamikel kordadel jäi see 20 ja 30 vahele ehk ladu müüdi tühjaks täpselt nii mitu korda aastas. Eesti rõivatööstuse keskmine varude käibesagedus jääb 3 ja 6 vahele (vt Joonis 5). Seega liiguvad Protex Balti AS-i varud laos oluliselt kiiremini kui sektoris keskmiselt, mis tähendab ka seda, et raha on oluliselt vähem aega laos kaubavarude all kinni. Kuigi varude kõrge käibesagedus toetab tugevalt lühiajalist maksejõulisust, peab ettevõtte olema hoolas, et laoseis liiga väikeseks ei jääks. Samal ajal on varude käibesagedus püsinud Protex Baltil üsna sarnasel tasemel – 3 ja 4 ringis. Eesti Statistikaametist saadud keskmistest näitajatest (vt Joonis 5) saab järeldada, et Eesti rõivatööstusettevõtetel on varude käibesagedus keskmiselt 0,2 ja 1,3 vahel ehk mitu korda madalam kui Protex Balti AS-il. Seega kasutab analüüsitud ettevõtte enda varasid müügitulu teenimiseks oluliselt intensiivsemalt, kui seda tehakse sektoris keskmiselt. Nii kõrge varude kui ka varude käibesagedus näitavad, et ettevõtte lühiajaline maksevõime toetub tugevalt varude ja varude tõhusale kasutusele.



Joonis 5. Protex Balti AS-i keskmiste varade ning keskmiste varude käibesageduste võrdlus Eesti rõivatootjate keskmisega. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.; EM001, s.a.).

Viimaseks lühiajalise maksejõulisuse analüüsinäitajaks on autor valinud laenude tagasimaksmise edukust näitava laenuteeninduse kattekordaja (vt Joonis 6). Aastatel 2015-2024 on Protex Balti AS-il olnud antud näitaja minimaalselt 1,4, mitmetel aastatel on see ületanud 4 ning ühel aastal ületas näitaja 13 (laenu tagasimakse oli erandlikult madal). Protex Balti AS-i näitaja püsimine valdavalt üle 2 viitab sellele, et laenukoormus ei ole ettevõtte jaoks kujunenud liiga suureks. Pigem toetab see lühiajalist maksejõulisust ning vähendab ohtu, et ettevõtte peab laenu teenindamiseks kasutama näiteks uue laenu võtmist.



Joonis 6. Protex Balti AS-i laenuteeninduse kattekordaja. Autori koostatud.

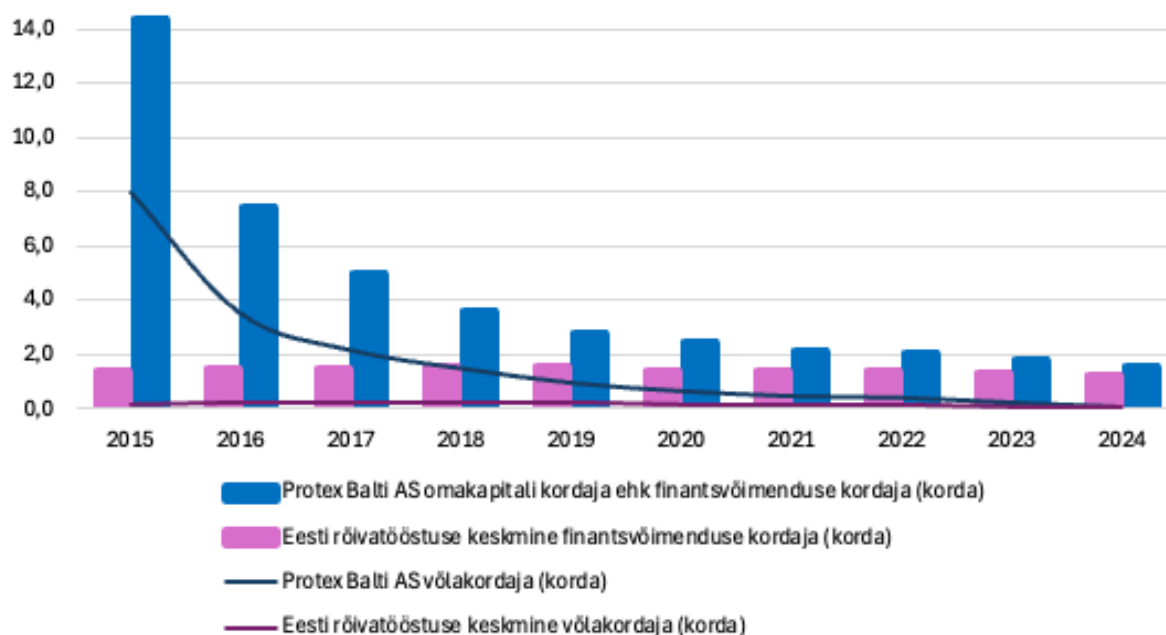
Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.).

Kokkuvõttes saab öelda, et lühiajaline maksejõulisus on Protex Balti AS-il 2015.-2024. aastal selgelt paranenud ning tegevus efektiivistunud. Paranes ettevõtte võime katta lühiajalisi kohustisi nii kõigi käibevarade kui ka likviidsemate käibevarade arvelt. Kuigi need näitajad jäid Eesti rõivatootmissektori keskmistele näitajatele alla, kompenseeris ettevõtte seda tõhusa varade kasutusega. Lisaks laekusid nõuded Protex Balti AS-ile kiiremini, kui tasuti tarnijatele enda võlgu. Varud vahetusid laos kiiresti ning varasid kasutati intensiivselt müügitulu teenimiseks. Ettevõtte suutis enda laenukohustisi teenindada ilma suurema finantsriskita.

2.3. Protex Balti AS-i kapitalstruktuuri ja finantsvõimenduse analüüs

Maksejõulisuse hindamise raamistiku (vt Joonis 1) teine tasand on pikaajalise maksejõulisuse analüüsimine, mille puhul pannakse rõhku kapitalstruktuurile ja finantsvõimenduse kasutusele. Jooniselt 7 on näha, kuidas Protex Balti AS-i finantsvõimenduse kordaja on liikunud perioodil 2015-2024 väga tugevast võimendusest mõõdukama kapitalstruktuuri poole ja on langenud Eesti rõivatööstuse keskmise taseme suunas. Perioodi algul oli finantsvõimenduse kordaja üle 14, mis tähendab, et varade maht ületas omakapitali rohkem kui 14 korda. Kui Eesti rõivatööstuse keskmine finantsvõimendus püsis antud perioodil 1,2 ja 1,6 vahel, siis sellisele tasemele langes Protex Balti AS-i näitaja alles 2024. aastaks. Sellest võib järeldada, et ettevõtte suutis 10-aastase perioodi jooksul tugevalt vähendada enda finantsriske ja jõudis olukorda, kus varade maht on umbes pooleteisekordne võrreldes omakapitaliga.

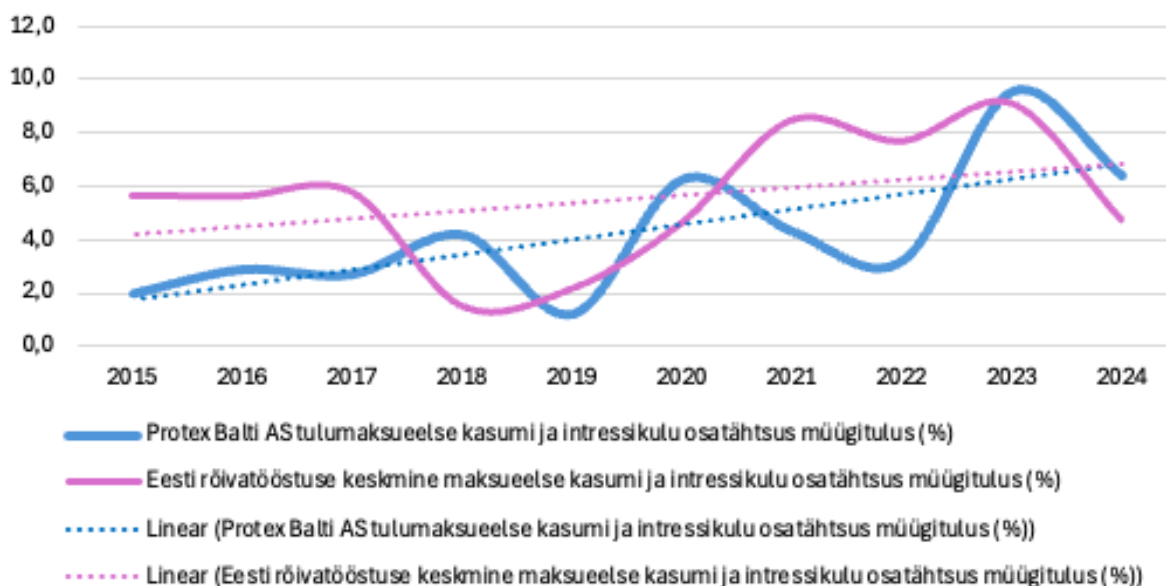
Sarnaselt finantsvõimenduse kordajale on võlakordaja ehk keskmiste laenude ja keskmise omakapitali suhe analüüsitaval perioodil (2015-2024) langenud Eesti rõivatööstuse keskmisega sarnasele tasemele (vt Joonis 7). Protex Balti AS-i võlakoormuse vähenemine antud 10-aastase perioodi jooksul olnud positiivne ja tugevdanud ettevõtte finantsseisu. Samas selgub, et 2024. aastal langes ettevõtte võlakordaja lausa tasemele 8% (samal aastal oli Eesti keskmine 11%), mis tähendab, et laenujäägi mahtu vähendati olulisel määral.



Joonis 7. Protex Balti AS-i keskmise finantsvõimenduse kordaja ja keskmise võlakordaja võrdlus Eesti rõivatootjate keskmisega. Autori koostatud.

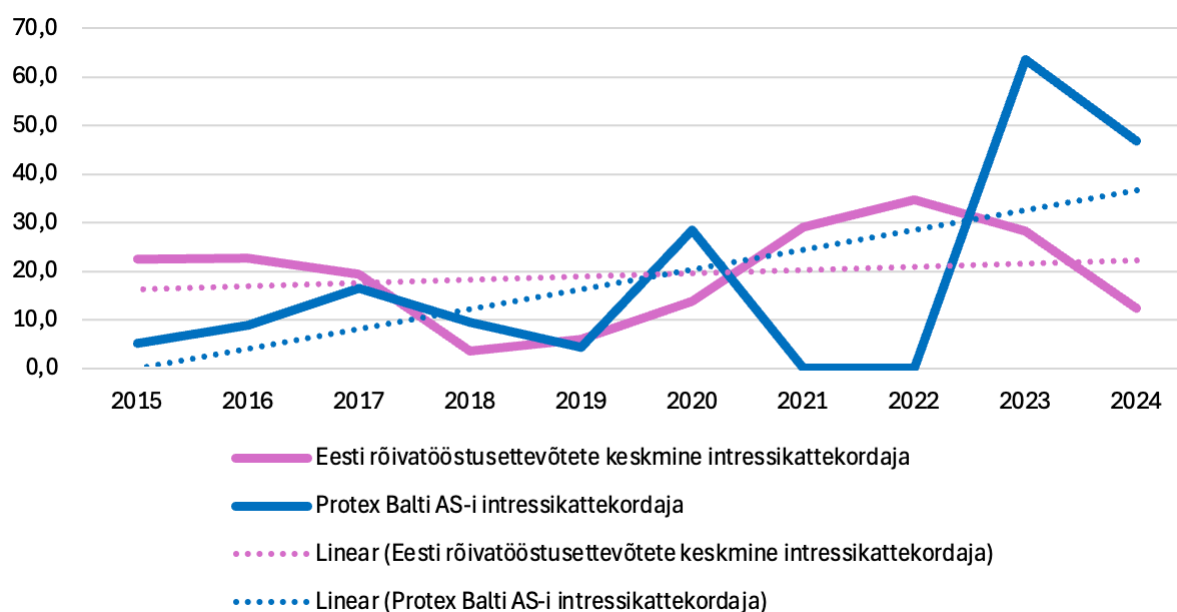
Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.; EM001, s.a.).

Pikaajalise maksejõulisuse hindamisel on oluline analüüsida ka intressikulude mõju ja seda, kuidas ettevõtte saab hakkama finantskohustuste täitmisega. Positiivsena paistab silma, et kuigi tulumaksueelse kasumi ja intressikulu osatähtsus müügitulus on analüüsitava kümneaastase perioodi jooksul olnud üsna kõikuv, on see näitaja tõusnud 2%-lt (2015) üle 9%-ni (2023), langedes 2024. aastal 6% lähedale. Protex Balti tulumaksueelse kasumi ja intressitulu osatähtsus müügitulus jooniselt (vt Joonis 8) selgub ka, kuidas pärast Covid-19 kriisi algust langes antud näitaja rohkem kui Eesti rõivatööstuses keskmiselt, kuid ettevõtte tuli madalseisust 2023. aastal väga edukalt välja. Samuti jääb silma ettevõtte kõrge intressikattekindluse kordaja (vt Joonis 9), mis on küll perioodi algul olnud Eesti keskmisest madalam, kuid perioodi teises pooles (alates aastast 2020) tõusnud kordades kõrgemaks kui Eesti rõivatööstuse keskmine, mis näitab paranenud võimet äritegevusest teenitud kasumiga intresse teenindada.



Joonis 8. Protex Balti AS-i tulumaksueelse kasumi ja intressikulu osatähtsus müügitulus võrdlus Eesti rõivatootjate keskmisega. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.; EM001, s.a.).



Joonis 9. Protex Balti AS-i intressikattekindaja võrdlus Eesti rõivatootjate keskmisega. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.; EM001, s.a.).

Märkus: 2021. ja 2022. aastal on Protex Balti AS-i intressikattekindaja 0, kuna intresse ei makstud (vt Lisa C)

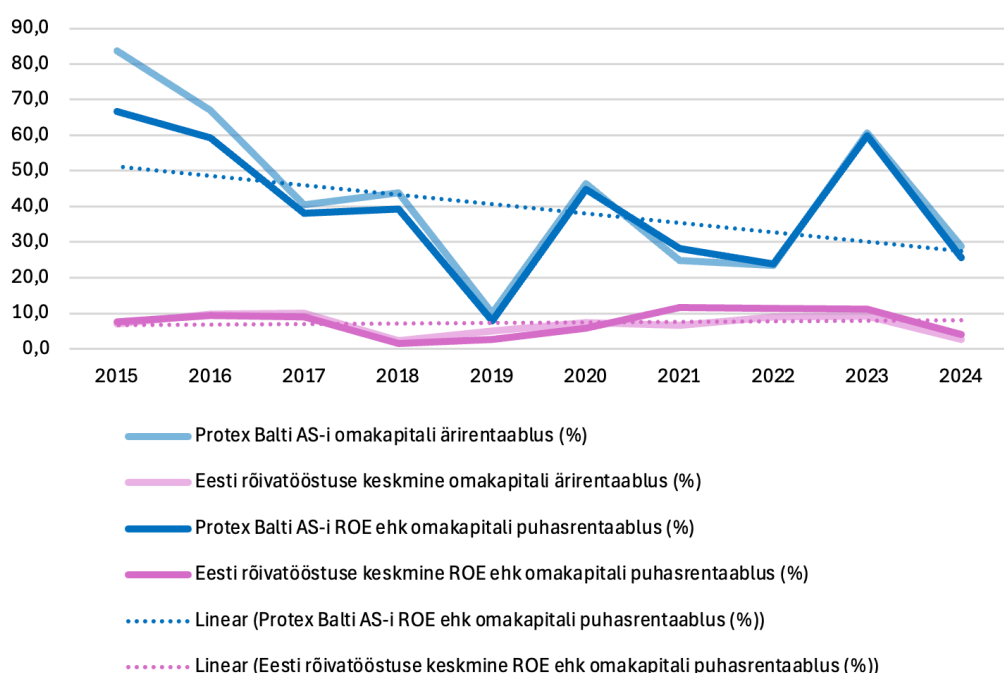
Kokkuvõttes on Protex Balti AS suutnud kümne aasta jooksul oluliselt parandada pikaajalist maksejõulisust võõrkapitaliga sõltuvuse ning võlakordaja vähendamise abil.

Paranesid Covid-19 kriisi tõttu langenud tulumaksueelse kasumi ja intressikulu ning

müügitulu suhtarv ning suutlikkus katta intressikuludid. Perioodi lõpuks näitavad analüüsitavad suhtarvud, et ettevõtte tegevus on jätkusuutlik ja finantsriskid on madalad.

2.4. Protex Balti AS-i kasumlikkuse ja maksejõulisuse seos, pankrotirisk

Viimase etapina on maksejõulisuse raamistikus oluline hinnata kasumlikkust ja pankrotiriski, mida tehakse erinevate rentaablusnäitajate ning Altmani Z-skoori abil. Omakapitali tootluse ehk ROE puhul paistab silma (vt Joonis 10), et Protexi näitaja on aastatel 2015–2024 püsinud kogu perioodi vältel Eesti rõivatööstuse keskmisest oluliselt kõrgem, kõikides 7% ja 67% vahel. Sektori keskmine ROE ei ületa samal ajal ühelgi aastal 12%. Kõrge ROE protsent viitab, et ettevõtte tegutseb kasumlikult või kasutab suhteliselt väikest omakapitali mahtu, mis tähendab suuremat sõltuvust võõrkapitalist.



Joonis 10. Protex Balti AS-i keskmise omakapitali äri- ja puhasrentaabluse võrdlus Eesti rõivatootjate keskmisega. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.; EM001, s.a.).

DuPonti mudeli rakendamine (vt Tabel 5) võimaldab ROE jagada kasumlikkuseks, varaefektiivsuseks ja finantsvõimenduseks ning seeläbi paremini mõista, milline komponent Protexi omanike tootlust tegelikult kujundab. Analüüs näitab, et perioodi alguses tulenes ettevõtte kõrge ROE eeskätt väga tugevast finantsvõimendusest. See küll kasvas omanike tootlust, kuid suurendas samal ajal ka riskitaset. Kasumimarginaal oli samal ajal pigem tagasihoidlik, mistõttu ei olnud kasumlikkus ise ROE peamine vedaja.

Aastate jooksul Protex Balti AS-i finantsvõimendus aga vähenes märkimisväärselt, mis viitab konservatiivsemale kapitalstruktuurile ja väiksemale riskile. Samal ajal muutus ROE kõrge tase üha enam sõltuvaks varade efektiivsest kasutusest. Juba peatükist 2.2. selgus ning DuPonti mudel kinnitab, et Protexi varade käibekordaja on kogu perioodi vältel püsinud väga kõrgel tasemel, ületades sektori keskmist ligi kolm korda. See kinnitab, et ettevõtte suudab oma varasid kasutada oluliselt tõhusamalt kui konkurendid. Seetõttu on perioodi teises pooles just varaefektiivsus see komponent, mis kompenseerib mõõdukat kasumimarginaali ja vähenenud finantsvõimendust ning hoiab ROE jätkuvalt kõrgel.

Tabel 5

Protex Balti AS-i omakapitali puhasrentaabluse ehk ROE arvutus DuPonti mudeli alusel.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Puhaskasum/müügitulu (marginaal)	0,02	0,03	0,03	0,04	0,01	0,06	0,04	0,03	0,09	0,06
X										
Müügitulu/varad (käibekordaja)	2,94	3,16	2,75	2,99	3,02	2,95	3,03	3,44	3,19	2,91
X										
Varad/omakapital (võimendus)	10,60	5,65	4,58	2,94	2,63	2,25	2,06	2,09	1,62	1,48
ROE DuPonti mudeli alusel	0,50	0,46	0,32	0,33	0,08	0,40	0,27	0,23	0,48	0,24

Märkus: Autori koostatud tabel Gajdka & Schabek, 2018 põhjal

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 (AS Protex Balti | e-Ärireister, s.a.)

Võrreldes sektoriga on Protexi ROE nii absoluutväärtuselt kui ka selle eri komponente analüüsides tugevam. Sektori keskmiste andmete põhjal loodud DuPonti mudeli (vt Tabel 6) põhjal on näha, et rõivatööstuse ettevõtete madal ROE tuleneb nii madalast kasumimarginaalist kui ka madalamast varade käibekordajast. Ainsana hoiab sektori keskmist ROE-d veidi kõrgemal finantsvõimendus, kuid siiski puudub sektoril üks komponent, mis suudaks omanike tootlust märkimisväärselt kergitada. Protexi puhul on aga näha, et ROE kõrge tase ei ole üheselt ühe komponendi tulemus, vaid muutub ajas: perioodi alguses oli selleks kõrge finantsvõimendus, hiljem aga efektiivne varade kasutus.

Tabel 6

Eesti rõivatootmissektori keskmise omakapitali puhasrentaabluse ehk ROE arvutus DuPonti mudeli alusel.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Puhaskasum/müügitulu (marginaal)	0,05	0,05	0,05	0,01	0,02	0,04	0,08	0,07	0,08	0,03
X										
Müügitulu/varad (käibekordaja)	1,06	1,16	1,19	1,16	1,15	1,03	1,00	1,10	1,02	0,92
X										
Varad/omakapital (võimendus)	1,43	1,52	1,49	1,60	1,55	1,41	1,39	1,39	1,26	1,27
ROE DuPonti mudeli alusel	0,07	0,09	0,09	0,02	0,03	0,06	0,11	0,11	0,11	0,04

Märkus: Autori koostatud tabel Gajdka & Schabek, 2018 põhjal
Allikas: Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (EM001, s.a.).

Seega tähendab Protexi kõrge ja ajas kõikuv omakapitali tootlus (vt ka Tabelis 7 DuPonti mudeli tõlgendust), et ettevõtte suudab kapitali kasumlikult rakendada, kuid selle taga olevad tegurid on ajas muutunud. Perioodi alguses oli ROE kõrge tase suuresti seotud finantsvõimendusega, mis suurendas maksejõulisuse tundlikkust. Perioodi teises pooles toetub ROE aga peamiselt varade intensiivsele kasutusele, mis viitab tugevamale ja jätkusuutlikumale ärimudelile. Selline struktuur näitab, et ettevõtte maksejõulisus sõltub nii kasumlikkuse kõikumistest kui ka varade kasutuse efektiivsusest, mistõttu on jätkusuutlikkuse hindamisel oluline jälgida kõiki kolme DuPonti mudeli komponenti koos.

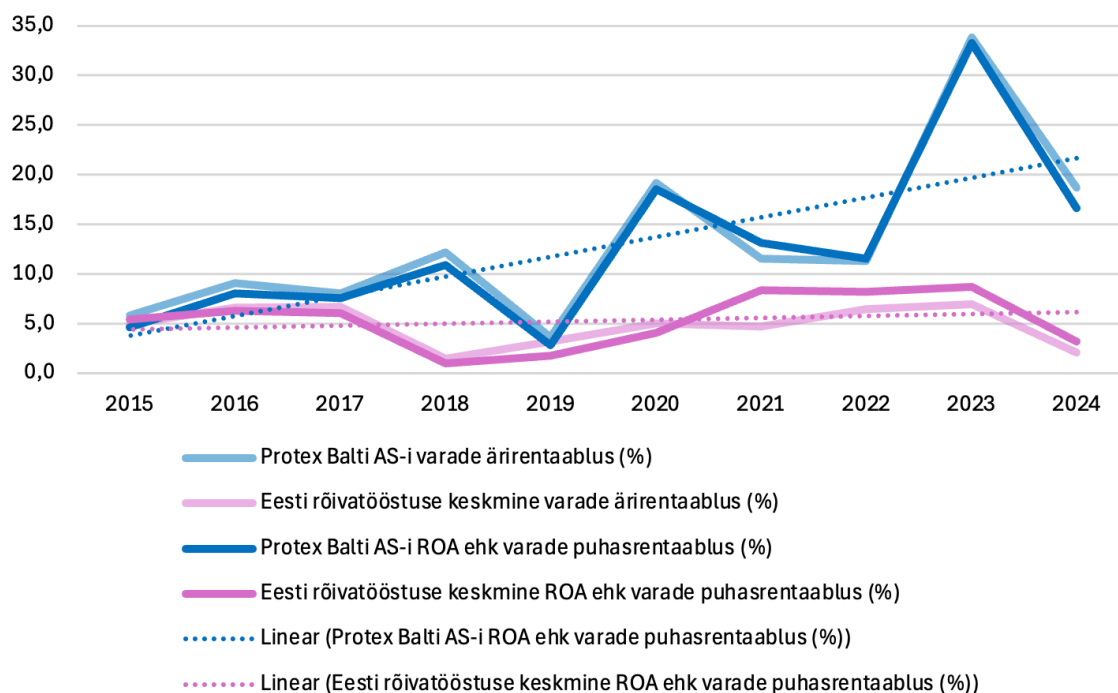
Tabel 7
DuPonti mudeli tõlgendus

Komponent	Tähendus	Mida näitab kõrge väärtus?
Netokasumi marginaal	Kasumlikkus	Tugev hinnastamine, kuluefektiivsus, parem võime iga teenitud ühiku pealt kasumit teenida.
Varade käive	Varade efektiivsus	Tõhus varade kasutus, kõrge müügivõime, varade kiire ringlus.
Omakapitali kordaja	Finantsvõimendus	Suurem ROE tänu võõrkapitali kasutamisele, kuid lisandub ka finantsrisk.

Märkus: Autori koostatud tabel
Allikas: (Gajdka & Schabek, 2018)

Varade puhasrentaablus ehk ROA, mis jagab puhaskasumi koguvaradega, näitab hästi ära, kas eduka omakapitali tootluse taga on efektiivne varakasutus või pigem tuleneb see finantsvõimendusest. Kui Protex Balti ROA kõigub 2% ja 34% protsendi vahel (vt Joonis 11), siis Eesti keskmine ei jõua ühelgi aastal 9%-ni. Kuivõrd ettevõtte on teadlikult suurendanud targa ja tehnilise tekstiili tootmist ning ettevõtte suutis Covid-19 kriisi alguses ümber orienteeruda meditsiinitarvete tootmisele (Intervjuu finantsjuhiga, 2026; vt Lisa B), võib see olla põhjuseks, miks suudab ettevõtte keskmisest efektiivsemalt oma varasid kasutada. Seeläbi suudetakse ka edukamalt võlga teenindada ning hoida pikaajalist maksejõulisust kõrgel tasemel. Samas viitab kõikuv ROA, et ettevõtte reageerib

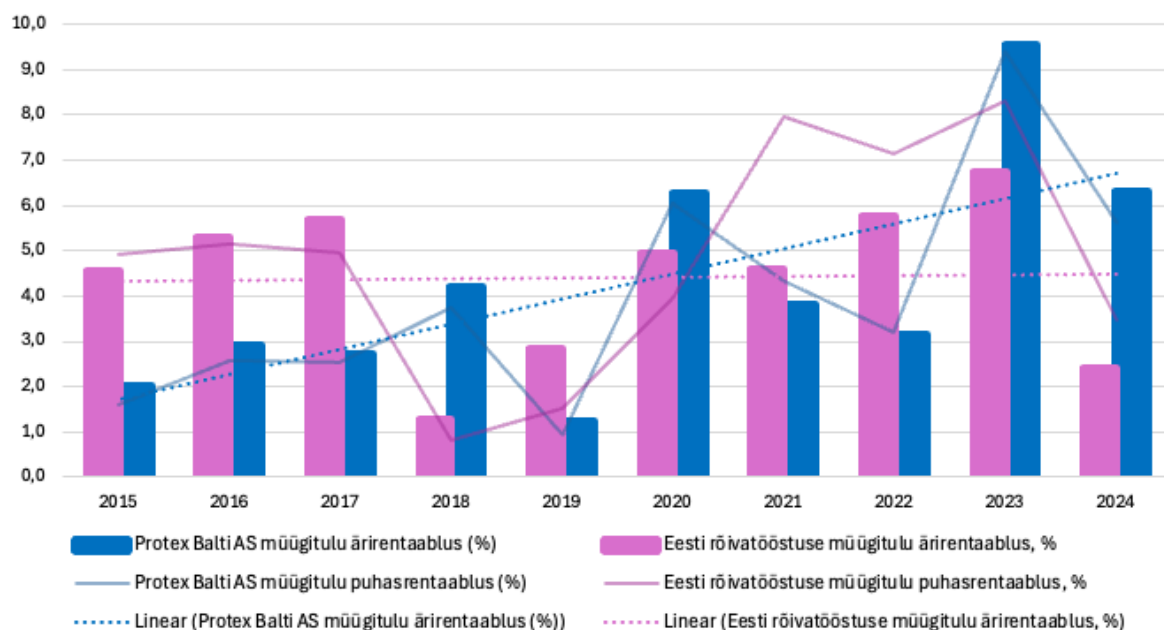
majandusšokkidele ning finantsvõimenduse vähendamine oli pikaajalise maksejõulisuse tugevdamiseks hädavajalik.



Joonis 11. Protex Balti AS-i keskmise varade äri- ja puhasrentaabluse võrdlus Eesti rõivatootjate keskmisega. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.; EM001, s.a.).

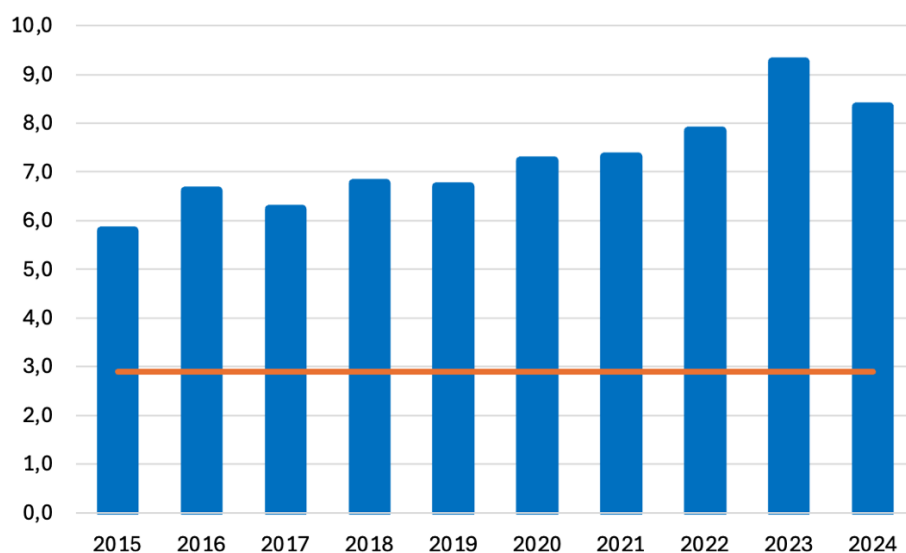
Protex Balti AS-i müügitulu äri- ja puhastootluse ehk -rentaabluse võrdlus Eesti Statistikaametist saadud rõivatööstussektori keskmiste näitajatega toob välja, et ettevõtte ärirentaablus on kasvutrendis võrreldes sektori keskmisega, jäädes tüüpiliselt 1% ja 10% vahele (vt Joonis 12). Paremat kasumlikkust on toonud lisaks tehnilise tekstiili tootmisele ka moerõivaste tootmise vähendamine, sest nende puhul on üldiselt kasumimarginaalid madalamad. Samuti on sektori keskmiste rentaablusteni jõudmist toetanud tootearendusvõimekus ja rangete kvaliteedinõuete täitmine. (Intervjuu finantsjuhiga, 2026; vt Lisa B) Seega on Protex Balti AS-i keskmise taseme müügitulu tootluse põhjuseks nišitoodete tootmismahu kasvatamine tooteportfellis, mis on tugevdanud ka ettevõtte maksejõulisust.



Joonis 12. Protex Balti AS-i müügitulu ärirentaabluse ja puhasrentaabluse võrdlus Eesti rõivatööstjate keskmistega. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 ning Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.; EM001, s.a.).

Maksejõulisust näitab ka asjaolu, kas ettevõttel on oht minna pankrotti. Seda mõõdetakse Altmani Z-skooriga, mis seob kasumlikkuse, likviidsuse ja kapitalistruktuuri. Kuivõrd Protex Balti AS-i skoor on terve analüüsitava perioodi jooksul olnud tugevalt üle 2,9 (vt Joonis 13), siis võib prognoosida, et lähiaastatel ettevõtet pankrot ei ohusta.



Joonis 13. Protex Balti AS-i Altmani Z-skoori tulemused. Oranžiga on märgitud finantsiliselt terve ettevõtte alampiir 2,9. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.).

Kokkuvõttes saab öelda, et muutused kasumlikkuse suhtarvudes on tugevdanud Protex Balti AS-i maksejõulisust. Finantsvõimenduse osakaalu on tugevalt vähendatud ning omanikud teenivad kasumit suuresti tänu sellele, et ettevõtte varade efektiivsus on kõrgel tasemel. Maksejõulisust on 10-aastase perioodi jooksul parandanud keskendumine nišitoodete tootmisele, mis on suurendanud müügitulu tootlust ja vähendanud pankrotiriski.

2.5. Protex Balti AS-i kokkuvõtlik maksejõulisuse hinnang

Protex Balti AS-i finantsanalüüs näitab, et perioodil 2015-2024 on ettevõtte suutnud parandada maksejõulisust niivõrd, et jõutud on selgelt nõrgemalt maksejõulisuse tasemelt Eesti rõivatööstuse keskmisega sarnasele tasemele. See on peamiselt saavutatud läbi likviidsuse parandamise, finantsvõimenduse vähendamise ning kasumlikkuse säilitamise. Jooniselt 14 näeb viimase analüüsitud aasta finantssuhtarve maksejõulisuse hindamise raamistikus.

Wei ja Naysary (2021) töid enda kirjutatud artiklis välja, et kõrgem likviidsus tähendab ka kõrgemat kasumlikkust, mis parandab ühtlasi maksevõimet. Protex Balti AS-i lühiajaliste kohustiste kattekordaja ning maksevõime kordaja tõusid analüüsitava perioodil niivõrd, et perioodi lõpuks suudeti nii varudega kui ka varudeta käibevaraga katta lühiajalisi kohustusi. Sellest järeldub, et ettevõtte maksejõulisus paranes märgatavalt. Lisaks tugevdab nii varude kui ka varade sektori keskmisest kõrgem käibevälde maksejõulisust, kuna raha ei ole laovarudes pikalt kinni.

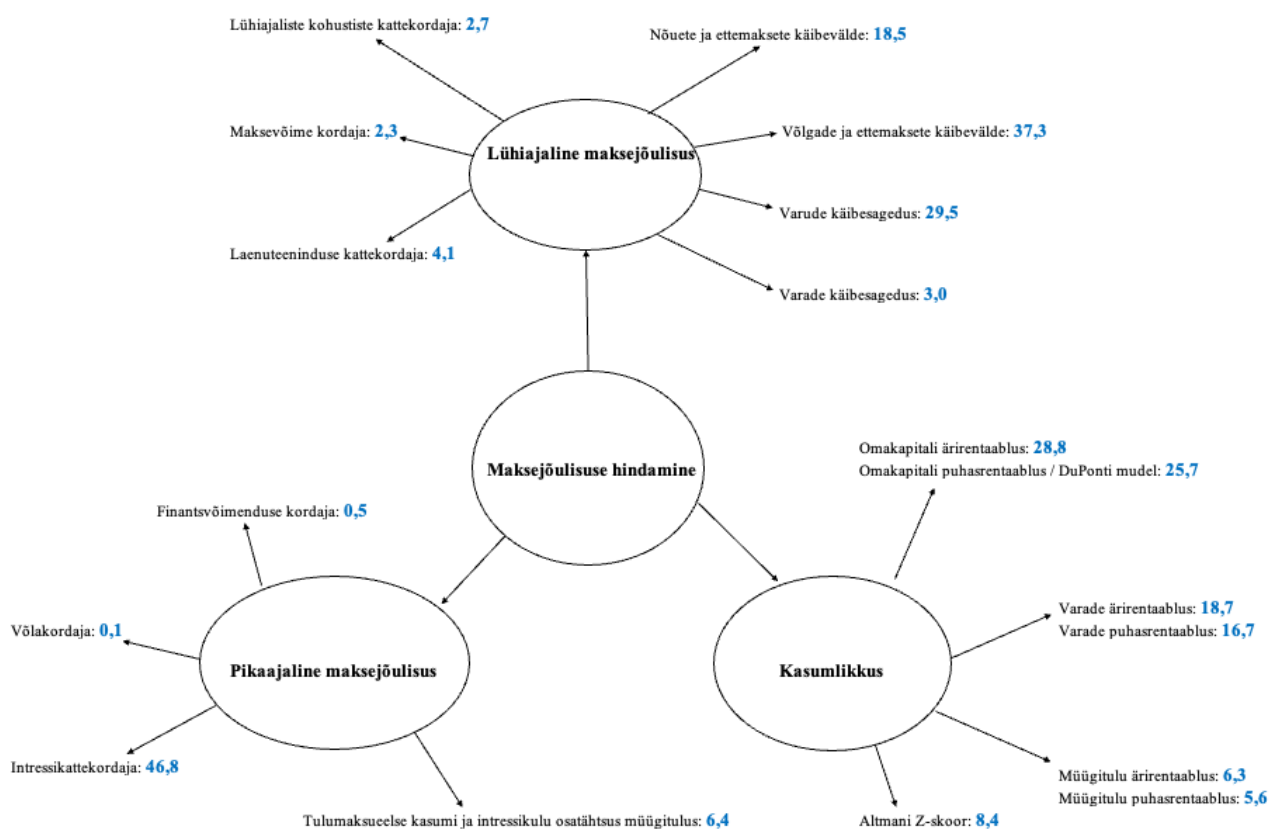
Pikaajalist maksejõulisust analüüsides selgus, et hinnatava perioodi alguses olid finantsvõimenduse kordaja (üle 14) ja võlakordaja (üle 8) liiga kõrged, mistõttu oli ettevõtte tundlikum finantsšokkide suhtes. Samuti oli Altmani Z-skoori väärtus siis madalam kui perioodi lõpus. Ka Slovakkia rõivatööstuse uuring kinnitas, et suurema võlakoormusega ettevõtted sattusid majandusšoki toimumise korral suuremasse kahjumisse kui need ettevõtted, mille võlakoormus oli eelnevalt olnud madalam (Csikósová et al., 2019). Seega on positiivne, et ettevõtte suutis vähendada võlga ja sõltuvust võõrvahenditest nii, et 2024. aastaks olid finantsvõimenduse kordaja ja võlakordaja väärtused sektori keskmistega sarnasel tasemel. Ka intressikattekindluskordaja, mis on alates 2020. aastast olnud Protex Balti AS-il kõrgem kui Eesti rõivatööstuses keskmiselt, näitab, et ettevõtte maksejõulisus on tugevnenud, kuna Protex Balti AS suudab pärast intresside tasumist kasvatada omakapitali ning vajadusel keerulises majandusolukorras katta kahjumit.

Slovakkia rõivatööstuse uuring väitis, et antud valdkond on madala kasumlikkusega, mida mõjutab suurelt ka hinnakonkurents (eriti Aasiaga) (Csikósová et al., 2019). Hinnates Protex Balti kasumlikkust ja maksejõulisust, jääb aga silma, et 10 aasta jooksul paranenud

finantsstabiilsus ei tugine vaid võla vähendamisele, vaid ka kasumlikkuse säilitamisele vähemalt sektoriga samal tasemel. Näiteks on ettevõtte omakapitali tootlus olnud terve aja sektori keskmisest kõrgem. DuPonti analüüs näitas, et selle taga on perioodi alguses olnud tugev finantsvõimenduses. Ka Pîrvu jt (2024) uuringust järeldus, et Kesk- ja Ida-Euroopa rõivatööstustes on üsna tavaline, et ROE on kõrge just finantsvõimenduse tõttu. Samas näitasid DuPonti mudeli tulemused, et analüüsitud perioodi teises pooles aitas omakapitali tootlust kõrgel hoida ettevõtte suutlikkus varadest efektiivselt müügitulu teenida.

Majandusteadlased kinnitavad, et rõivatootjad, kes on leidnud endale turuniši ja on strateegiliselt spetsialiseerunud, on näidanud ka paremaid varade tootluse tulemusi ja seeläbi kõrgemat kasumlikkust (Pîrvu et al., 2024). Protex Balti kõrge varade efektiivsuse taga on ettevõtte otsus keskenduda targa ja tehnilise tekstiili tootmisele.

Läbimõeldud tooteportfell peegeldub ka varade tootluses ehk ROA-s, mille väärtused on sektori keskmisest kõrgemad. Tänu sellele on ettevõtte suutnud enda võlgasid edukalt teenindada ning Altmani Z-skoor on olnud piisavalt kõrge ehk ettevõtet pankrot ohustanud ei ole. Müügitulu tootlust hinnates jääb silma, et see on ettevõttel sektori keskmisega võrreldes sarnasel tasemel, mis on saavutatud tehnilise ja targa tekstiili tootmise, moerõivaste väikese osakaalu ja kriisiolukorras kõrge nõudlusega toodete tootmisega (näiteks meditsiinivarustus).



Joonis 14. Maksejõulisuse hindamise raamistik Protex Balti AS-i 2024. aasta andmetega. Joonise 1 edasiarendus. Autori koostatud.

Allikas: Protex Balti AS-i 2024. aasta majandusaasta aruanne ja esimeses peatükis analüüsitud teadusartiklid (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.; Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pîrvu et al., 2024; Yeo, 2016).

Seega saab järeldada, et Protex Balti AS-i maksejõulisus on 10-aastase perioodi vältel tugevalt paranenud. Likviidsus on suurenenud, finantsvõimendus vähenenud, kasumlikkus ja varade tootlus on valdavalt üle Eesti rõivatööstussektori keskmise ning ettevõtte pankrotistumise tõenäosus lähiaastatelt on madal. Samas joonistub välja, et ettevõtte maksejõulisus sõltub rohkem varade ja varude intensiivsest kasutamisest ning turuniši leidmisest. Seetõttu peab tulevikus kindlasti jälgima, et varude tase oleks hoolikalt juhitud, nõuete laekumine hoitaks kontrolli all, investeringuid tehtaks läbimõeldult ning võlatase hoitaks sektori keskmisega sarnasel tasemel. Need tegevused aitavad keerulisemates majanduslikes tingimustes hoida ettevõtte likviidsust stabiilsemana ning vältida liialt suure finantsvõimenduse kasutamist.

Kokkuvõte

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk on luua rõivatootmisettevõtetele sobiv maksejõulisuse hindamise raamistik ning rakendada seda Protex Balti AS-i peal ettevõtte maksejõulisuse hindamiseks. Töö eesmärgi saavutamiseks püstitati järgmised uurimisülesanded:

1. selgitada maksejõulisuse, likviidsuse, kapitalistruktuuri ja kasumlikkuse olemus ning selgitada nende mõistete omavahelisi seoseid rõivatootmisettevõtte finantsseisundi hindamisel, arvestades sektori majanduslikku ja regulatiivset eripära;
2. analüüsida tekstiili- ja rõivatööstuse maksejõulisuse hindamise kohta avaldatud teaduskirjandust, et selgitada välja kasutatud andmed, suhtarvud ja meetodikad ning järeldada selle põhjal Eesti rõivatootmisettevõtte maksejõulisuse hindamiseks sobiv raamistik;
3. tutvustada Protex Balti AS-i ja selle maksejõulisuse hindamiseks kasutatavaid andmeid ja meetodikat;
4. analüüsida Protex Balti AS-i lühiajalist maksejõulisust perioodil 2015–2024, võrreldes tulemusi Eesti rõivatootmisesektori keskmiste näitajatega;
5. hinnata Protex Balti AS-i kapitalistruktuuri ja finantsvõimendust, et selgitada välja ettevõtte pikaajaline maksevõime ja sõltuvus võõrkapitalist;

6. analüüsida Protex Balti AS-i kasumlikkust ja pankrotiriski, kasutades muuhulgas DuPonti mudelit ning Altmani Z-skoori, et mõista majandustulemuste mõju maksejõulisusele;

7. sünteesida eelnevalt analüüsitud teadusartiklite tulemusi Protex Balti AS-i maksejõulisusega, et näidata loodud raamistiku rakendatavust ja anda lõplik hinnang ettevõtte finantsilisele jätkusuutlikkusele.

Töö teema on aktuaalne, kuna Eesti rõivatootjad tegutsevad ülemaailmselt väga konkurentsitihedas valdkonnas ning peavad enda äritegevuses arvestama aina kasvavate kulude ja karmistuvate regulatsioonidega, mistõttu on ettevõtte maksejõulisuse hindamine kriitilise tähtsusega. Uurimisprobleem tuleneb asjaolust, et Eesti rõivatootmisettevõtete jaoks puudus seni ühtne hindamismetoodika, mis koondaks olulisemad finantsnäitajad terviklikuks hindamisraamistikuks.

Töö teoreetilisest peatükis selgitati maksejõulisuse olulisust ja selle tausta, arvestades rõivatööstussektori eripärasid. Samuti analüüsiti rõivatööstusettevõtete ja maksejõulisuse teemalisi teadusartikleid, millest järeldati Eesti rõivatööstusettevõtte hindamiseks sobiv raamistik. Teoreetilisest peatükist selgus, et maksejõulisust ei saa hinnata vaid üksikute eraldiseisvate näitajatega, vaid analüüsimisel tuleb vaadelda nii likviidsuse, kapitalistruktuuri kui ka kasumlikkuse tulemusi. Teaduskirjanduse analüüs kinnitas, et madalate marginaalidega rõivasektoris aitab pikaajalisele maksevõimele kaasa efektiivne varade kasutus ja finantsvõimenduse piiramine. Samuti annab konkurentsieelise ning toetab kasumlikkust spetsialiseerumine nišitoodetele.

Empiirilises osas, kus hinnati raamistiku põhjal Protex Balti AS-i maksejõulisust, kasutati kvantitatiivset finantsanalüüsi ja suhtarvuanalüüsi, millele lisandus dokumendianalüüs ning intervjuu läbiviimine ettevõtte finantsjuhiga. Tulemuste visualiseerimiseks kasutati trendianalüüsi. Raamistikust lähtuvalt hinnati Protex Balti AS-i maksejõulisust kolmeetapilisena (likviidsus, kapitalistruktuur ja kasumlikkus) ning võrreldi saadud tulemusi Eesti rõivatööstuse keskmiste näitajatega. Ettevõtte hindamiseks arvutati finantssuhtarvud e-Äriregistrist leitavate majandusaasta aruannete andmestiku põhjal. Eesti rõivatööstussektori keskmised näitajad võeti Eesti Statistikaameti andmebaasist.

Maksejõulisuse hindamisest selgus, et Protex Balti AS on suutnud kümne aasta jooksul oma lühiajalist maksejõulisust oluliselt parandada, liikudes kriitilise likviidsuse tasemelt olukorrani, kus suudeti luua käibevaradega märkimisväärne likviidsuspuhver. Analüüsitud teadusartiklitest järeldus, et maksejõulisusel ja varade efektiivsel kasutamisel on tugev seos, mida kinnitas ka empiirika. Protex Balti varade ja varude käibesagedus osutus

sektori keskmisest mitu korda kõrgemaks, mis kinnitas, et kiire varade ja varude ringlus toetab likviidsust ja üldist maksejõulisust. Kapitalistruktuuri analüüsides selgus, et ettevõtte suutis vaadeldaval perioodil (2015-2024) vähendada sõltuvust võõrkapitalist ehk alandada finantsvõimendust, mis omakorda vähendas finantsriske ja tõenäosust tulevikus makseraskustesse sattuda. Selle tulemusena muutus ettevõtte finantsiline olukord pikaajaliselt stabiilsemaks.

Kasumlikkuse hindamisel, milles pandi rõhku DuPonti mudeli tulemuste analüüsimisele, ilmnas, et sektori keskmisest kõrgemat omakapitali tootlust juhtis 10-aastase perioodi esimeses pooles finantsvõimendus, kuid teises pooles varaefektiivsus. Sarnaselt kapitalistruktuuri hindamise tulemustele sai sellest järeldada, et perioodi jooksul vähendas ettevõtte enda finantsriske. Seda toetas teooriast lähtuv järeldus, et jätkusuutlik maksejõulisus tähendab tasakaalu võõrkapitali kasutamise osakaalus ning efektiivset varade rentaablust. Altmani Z-skoor ehk pankrotiskoor kinnitas, et ettevõtte on suutnud analüüsitud perioodi vältel pankrotiohtu vältida, sealhulgas ka majanduskriisi tingimustes, näiteks Covid-19 pandeemia ajal.

Töö olulisemad järeldused viitavad sellele, et Protex Balti AS-i paranenud maksejõulisuse taga on juhtkonna teadlik valik spetsialiseeruda kõrgema lisandväärtusega tehnilisele ja targale tekstiilile. Nišitoodetele keskendumine võimaldas ettevõttel teenida sektori keskmisest kõrgemat tootlust ja efektiivistada äritegevust. Empiirilises osas teostatud ettevõtte hindamine tõestas, et analüüsitud teadusartiklite põhjal Eesti rõivatööstusettevõtte maksejõulisuse hindamiseks loodud kolmetasandiline raamistik on usaldusväärne meetoodika ettevõtte maksejõulisuse mõistmiseks. Töö eesmärk sai täidetud. Teoreetilise materjali baasil loodud maksejõulisuse hindamise raamistik on sobilik kasutamiseks ka teistele rõivatööstusettevõtetele. Protex Balti AS-i maksejõulisuse hinnang on abiks ettevõtte juhtkonnale tulevikus äritegevusega seotud otsuste langetamisel. Bakalaureusetöö teoreetilise ja empiirilise osa seos kinnitab, et tulemused on akadeemiliselt usaldusväärsed.

Viidatud allikad

1. *AS Protex Balti* | *e-Äriregister*. (s.a.). Salvestatud 14. aprill 2026
<https://ariregister.rik.ee/est/company/10081761>
2. AS Protex Balti. (2022). *AS Protex Balti aruanne 2023*. Salvestatud 13.03.2026
<https://ariregister.rik.ee/est/company/10081761>
3. AS Protex Balti. (2023). *AS Protex Balti aruanne 2024*. Salvestatud 13.03.2026
<https://ariregister.rik.ee/est/company/10081761>
4. AS Protex Balti. (2024). *AS Protex Balti aruanne 2025*. Salvestatud 13.03.2026
<https://ariregister.rik.ee/est/company/10081761>
5. Bruwer, J.-P. (2018). Do Internal Control Activities Adversely Influence the Profitability and Solvency of South African SMMes? *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 10(1), 49–58. <https://ideas.repec.org/a/rnd/arjeb/v10y2018i1p49-58.html>
6. Correa-Mejía, D. A., & Lopera-Castaño, M. (2020). Financial ratios as a powerful instrument to predict insolvency; a study using boosting algorithms in Colombian firms. *Estudios Gerenciales*, 229–238.
<https://doi.org/10.18046/j.estger.2020.155.3588>
7. Csikósová, A., Janošková, M., & Čulková, K. (2019). Prediction of Developments in the Textile and Clothing Industry in Slovakia by Selected Indicators of Financial Analysis. *Fibres and Textiles in Eastern Europe*, 27(4(136)), 9–16.
<https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.1814>
8. Dumilah, R. (2026). The Influence of Liquidity ratio and Leverage ratio on Financial Distress in The Apparel and Luxury Goods Sub-sector. *International Journal of Managemen Analytics (IJMA)*, 4(1), 121–130. <https://doi.org/10.59890/ijma.v4i1.221>
9. Eesti Rõiva- ja Tekstiililiit. (2025a, 28. mai). *Eesti Rõiva- ja Tekstiililiidu infoleht* (nr 05-25)
10. Eesti Rõiva- ja Tekstiililiit. (2025b, 31. oktoober). *Eesti Rõiva- ja Tekstiililiidu infoleht* (nr 09-25)
11. Eesti Rõiva- ja Tekstiililiit. (2025c, 28. november). *Eesti Rõiva- ja Tekstiililiidu infoleht* (nr 10-25)
12. *EM001: Ettevõtete Majandusnäitajad tegevusala ja tööga hõivatud isikute arvu järgi*. (s.a.). Eesti Statistikaamet. Salvestatud 29. aprill 2026
https://andmed.stat.ee:443/pxweb/et/stat/stat__majandus__ettevetete-majandusnaitajad__ettevetete-tulud-kulud-kasum__aastastatistika/EM001.px/

13. *Ettevõtte likviidsuse analüüsimisel ja juhtimisel kasutatavad suhtarvud*. (s.a.). Eesti Statistikaamet. Salvestatud 25. aprill 2026 <https://stat.ee/sites/default/files/2024-10/Suhtarvude%20valemid%20ettev%C3%B5tete%20majandusnC3%A4itajate%20avaldamisel.pdf>
14. *Euroopa Liidu tekstiilistrateegia*. (s.a.). Ringmajandus. Salvestatud 29. detsember 2025, <https://ringmajandus.envir.ee/et/euroopa-liidu-tekstiilistrateegia>
15. Gajdka, J., & Schabek, T. (2018). Performance of Textile and Apparel Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange. *Fibres and Textiles in Eastern Europe*, 26(6(132)), 8–15. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0012.5161>
16. Kelt, T., & Kõiv, S. (2024, 6. juuni). Rõiva- ja tekstiilitööstuse käibe TOP: Kasvu töid militaarsektori tellimused. *Tööstusuudised*. Salvestatud 29. detsember 2025, <https://www.toostusuudised.ee/uudised/2024/06/06/roiva-ja-tekstiilitoostuse-kaibe-top-kasvu-toid-militaarsektori-tellimused>
17. Kelt, T., & Suu, J. (2025, 18. detsember). Tekstiilitööstuse TOP 2025 | Osa tootjaid kasvab, kuid koondpilt on surve all. *Tööstusuudised*. Salvestatud 29. detsember 2025, <https://www.toostusuudised.ee/top/2025/12/18/tekstiilitoostuse-top-2025-osa-tootjaid-kasvab-kuid-koondpilt-on-surve-all>
18. Moreira, D. (2016). The Microeconomic Impact on Growth of SMEs When the Access to Finance Widens: Evidence from Internet & High-tech Industry. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 220, 278–287. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.500>
19. Pîrvu, D., Bondoc, M.-D., & Apostol, L. M. (2024). Forecasting the Profitability of the Textile Sector in Emerging European Countries Using Artificial Neural Networks. *Fibres & Textiles in Eastern Europe*, 32(5), 39–48. <https://doi.org/10.2478/ftce-2024-0035>
20. Plamus, T., Worth, K., & Mäe, T. (2021). *Eesti ringmajanduse tulevikupotentsiaali ja vajalike meetmete uuring. Lisa 3—Tekstiilitööstus*.
21. *PROTEX BALTI*. (s.a.). PROTEX BALTI. Salvestatud 12. mai 2026 <https://www.protexbalti.com>
22. Putri, R. L., & Willim, A. P. (2024). Analysis of the effect of assets structure, earning volatility and financial flexibility on capital structure in consumer goods industry sector companies on the Indonesia stock exchange. *LBS Journal of Management & Research*, 22(1), 25–36. <https://doi.org/10.1108/LBSJMR-11-2022-0069796149>
23. Wei, L. Z., & Naysary, B. (2021). An empirical analysis of liquidity, solvency, capital

- structure and financial health of small and medium enterprises in Malaysia. *Journal of Business and Social Sciences*, 2021(05).
<http://ipublishing.intimal.edu.my/journal/index.php/jobss/article/view/106>
24. Yendrawati, R., & Mahendra, V. W. (2018). The Influence of Profitability, Solvability, Liquidity, Company Size and Size of Public Accountant Firm on Audit Report Lag. *International Journal of Social Sciences and Humanities Invention*, 5(12), 5170–5178. <https://doi.org/10.18535/ijsshi/v5i12.13>
25. Yeo, H. (2016). Solvency and Liquidity in Shipping Companies. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 32(4), 235–241. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2016.12.007>
26. Äripäeva Infopank. (2025). *Rõiva- ja tekstiilitööstus: üksik aastaraport 2025. Konkurentsiraport. Äripäev.*

LISA A

Analüüsitud artikleid kokkuvõttev tabel

Tabel 8

Ülevaatlük tabel analüüsitud artiklitest

Autor(id)	Andmed ja/või muutujad	Metoodika	Tulemused
(Gajdka & Schabek, 2018)	Varssavi börsil noteeritud tekstiili ja rõivaettevõtted. Kasutati müügitulu, puhaskasumit, koguvarasid, omakapitali, ROE-d, puhaskasumimargi naali, varade käibekordajat, omakapitali kordajat.	DuPonti analüüs ehk ROE tegemine kolmeks osaks: puhaskasumimargi naal, varade käive ja omakapitali kordaja, võrreldi kogu töötleva tööstuse näitajatega.	Tekstiili- ja rõivaettevõtted pakkusid pikka aega kõrgemat tootlust kui laiapõhised turuindeksid, kuid DuPonti analüüs näitas, et kõrgem ROE tulenes peamiselt varade käibest. Börsiettevõtted olid kulude ja varade juhtimisel efektiivsemad kui töötleva tööstuse keskmine, mis viitab, et parem kasumlikkus ja varade kasutus võivad vähendada maksejõulisuse riski isegi madalate marginaalidega sektoris.
(Csikósová et al., 2019)	5 Slovakkia tekstiili- ja rõivatööstusettevõtte (2 tekstiili, 3 rõiva) finantsaruannete andmed 2013–2015. Kasutati müügitulu, kasumit, varasid, kohustisi, omakapitali, Bonity indeksit, Altmani Z-skoori, võlakooormuse näitajaid.	Finants- ja majandusanalüüs Bonity indeksi ja Altmani Z-skoori arvutamise ja ettevõtete maksejõulisuse ja pankrotiriski hindamiseks, võrdlus kogu töötleva tööstuse näitajatega.	Slovakkia tekstiili- ja rõivatööstuse kohta kinnitati, et sektor on pikas plaanis madala kasumlikkuse ja kõrge pankrotiriskiga: tootmine stagneerus, samal ajal kui kogu tööstus kasvas, ning Altmani Z-skoor paigutas paljud ettevõtted ebakindla tuleviku või pankrotitsoonini. Positiivsete näidetena tõusid esile ettevõtted, kes vähendasid võlakooormust ja parandasid Z-skoori nii, et liikusid pankrotitsoonist välja, mis rõhutab kapitalistruktuuri korrastamise tähtsust.
(Pîrvu et al., 2024)	47 tekstiiliettevõtte (9 riiki: sh Eesti, Poola, Türgi jt) andmed 2011–2022. Kasutati EBITDA marginaali,	Dünaamika- ja struktuurianalüüs kasumlikkuse suhtarvude kohta. Kasutati tehishärvivõrke ROA	Uuring arenevate Euroopa riikide ettevõtete kohta näitas, et kasumlikkus (EBITDA marginaal, ROA, ROE) on selgelt tsükliline: näitajad paranesid 2012–2018, langesid järsult koroonakriisi ajal ning

	tegevusmarginaali, maksude-eelset ROA-d ja ROE-d. Sõltumatu muutujana kasutati SKP <i>per capita</i> kasvutempot.	prognoosimiseks, lineaarne regressioon ROA ja SKP <i>per capita</i> kasvutempo vahel.	taastusid 2022. aastaks üle pandeemiaeelse taseme. Enamikes riikides leiti tugev positiivne seos maksude-eelse ROA ja SKP elaniku kohta kasvu vahel, mis tähendab, et ettevõtete maksejõulisus sõltub otseselt majandustsüklis ja välisnõudlusest. Parimad tulemused olid rõivatootjatel ning tehnilise tekstiili tootjatel, kes leidsid kõrgema lisandväärtusega turuniši.
(Yeo, 2016)	Rahvusvaheliste ettevõtete finantsaruanded. Kasutati koguvõlgasid, käibevarasid, raha, koguvõlgasid, omakapitali, likviidsussuhtarve, võlakordajaid, kasumlikkuse suhtarve (ROA, ROE, marginaalid), ettevõtte suurust ja vanust.	Suhtarvupõhine raamistik, mis seob likviidsuse, kapitalistruktuuri ja kasumlikkuse. Regressioonianalüüs, et näidata nende näitajate seost finantsvõimenduse ja maksejõulisusega.	Tulemused näitasid, et suurem võlakoormus seostus madalamate raha ja muude likviidsuse varade jääkidega, mis suurendas haavatavust šokkide vastu. Samal ajal näitas suhtarvude analüüs, et maksejõulisuse hindamisel tuleb korraga vaadata likviidsussuhtarve, võlakordajaid ja kasumlikkuse näitajaid, kuna ühe mõõdiku põhjal võib ettevõtte näida tugev, kuigi tegelikult on ettevõttel suurenenud pankrotirisk.

Märkus: Autori koostatud tabel

Allikas: (Csikósová et al., 2019; Gajdka & Schabek, 2018; Pîrvu et al., 2024; Yeo, 2016)

LISA B

Intervjuu Protex Balti AS-i finantsjuhiga

Küsimus 1: Perioodi algul oli finantsvõimendus väga tugev ja laenukohustuste tase oli kõrge. Kas oskad öelda, mis sellise finantsotsuse taga oli ja kuidas suutsite selle finantsvõimenduse vähendada sektoriga sarnasele tasemele?

Vastus 1: Jaa, Protex Balti omanike otsustest tulenevalt siis anti laen juba enne perioodi algust. Selleks, et just tekitada finantsvõimendust ja võimekust ettevõttel investeerida oma tegevusse ja toetada siis nii-öelda strateegiliselt olulise suuna võtmist. See siis tähendaski tehnilist tekstiili. Juba tollel ajal alustati koostööd Rootsi ettevõttega, kes tootis targa tekstiili

tooteid. Need on siis sellised tooted, mis sisaldavad, neid nimetatakse ka e-tekstiiliks ehk tekstiilitooted, mida õmmeldakse traditsioonilisel viisil ja seejärel paigaldatakse neile ka mingisugused siis elektroonikaseadmed. Antud juhul Protex alustas selliste meditsiiniseadmete tootmist, mis sisaldasid elektroode, mida kasutavad näiteks lihashaiged patsiendid.

Küsimus 2: Varude käibesagedus on Protexil kõrge. Mis seda põhjustab, kas oskate öelda?

Vastus 2: Varude käibesagedus on tõepoolest sektoriga võrreldes oluliselt erinev ja see on ka tulnud sellisest pikaajalisest ärimudelist, mis on juurutatud klientidega, kus on eesmärgiks võetud mitte omada kõiki materjale, millest kliendile toodetakse, vaid on osa kliente, kellele Protex Balti ise hangib materjalid ja need tarnitakse siis Protexi kulul. Seejärel müüakse need kliendile edasi. Ehk see tähendab seda, et varudes on nende väärtus null. Siis on ka kliente, kes soovivad ise osta materjalid, ehk et soovivad ise kontrollida materjali kulutaset, materjali nii-öelda kvaliteedinõudeid ja tarnekulusid, nii et need materjalid kuuluvad kliendile samamoodi, nii et see tegelikult vähendab oluliselt varude mahtu.

Küsimus 3: Protex on suutnud hoida nii nõuete kui ka võlgade käibevältes sektori keskmisest madalamal. Kas oskad öelda, mis selle taga on olnud?

Vastus 3: Tõepoolest, see on ka olnud huvitav võrdlus, et sektoris on see pigem oluliselt kõrgem ja pigem sektori keskmine väljendab tootmisettevõtete keskmist, on sellele lähemal. Protex Balti puhul on nüüd jällegi kliendibaasist tulenev spetsiifika, kui me räägime nõuetest. Meil on aastate jooksul ja just sellel vaadeldud perioodi jooksul on oluliselt kahanenud moeriiete tootmise osakaal portfellis ja kasvatatud on tehnilise tekstiili ja targa tekstiili tootmismahu. Sealsete klientidega on tehtud spetsiifilised kokkulepped maksetingimuste osas, mis ongi tegelikult madalamad ja kuna need kliendid moodustavad põhiosa tooteportfelliga, siis tegelikult need defineerivad ka selle keskmise taseme, see toob ka keskmise oluliselt alla. Väikeklientide osakaal, moekliendid üldiselt on väiksemad kliendid oma mahtudelt ja käibelt ka, nende pikemad maksetähtajad ei mõjuta nii palju seda Protexi keskmist kui see põhiosa portfelliga, millest TOP 5 klienti on kõik tehnilise tekstiili või targa tekstiili kliendid. Kui me räägime võlgade käibevältest, siis selles on materjalide ostude osakaal märgatavalt madalam ilmselt kui sektori keskmiselt ja see toob selle käibevälte madalamaks selle tõttu, et lihtsalt kuluarvete hulgas on suurem osakaal näiteks Eestist ostetud muudel teenustel ja kaupadel, mis ei pruugi olla otseselt seotud tootmisega, aga mis on seotud näiteks ruumirendiga ja kus ongi need maksetähtajad lühemad. Või siis näiteks muud sellised

teenused, mida ostetakse Eestis. Tavapärane maksetähtaeg on ettevõtetel neliteist kuni kolmkümmend päeva, üle selle pigem Eestis on vähem levinud. Erandiks on muidugi ütleme, tootmismaterjalide sisseost, aga nagu ma ütlesin, meil on nende materjalide osakaal üldiselt ostudes sektori keskmisest madalam, mis mõjutab ka varude käibeväldet. Seega see mõjutab ühtlasi ka meil võlgnevuste käibeväldet.

Küsimus 4: Ettevõttel on nii omakapitali kui ka varade puhasrentaablused olnud põhimõtteliselt terve perioodi jooksul kõrgemad kui Eestis keskmiselt. Mis sellise tulemuse taga on olnud?

Vastus 4: Lühike vastus on, et seda mõjutab keskmisest enam Protex Balti puhul lihtsalt kliendiportfell ja spetsialiseerumine tehnilisele tekstiilile, mis nõuab rohkem tehnoloogilisi oskusi, mis nõuab vastavust kvaliteedi- ja teatud protseduurilistele nõuetele, sest me räägime targa tekstiili tootmisest, kus on ranged nõuded elektroonika paigaldamisele alates näiteks staatilise elektri vältimisest. Meil on klientidega kokku lepitud väga selged kvaliteedinõuded, mida me järgime ja monitoorime pidevalt. Samuti on olulised tehnoloogilised teadmised ja kliendiga koos toote arendamise võimekus, mis on Protex Baltil olemas. Tegelikult see on ka üks, ma arvan, oluline põhjus, miks on ettevõtte tulemused olnud sektori keskmisest kõrgemad, et lihtsalt portfellis on oluliselt väiksem moeklientide ja ka näiteks vormiriiete või niisuguste toodete osakaal, mille kasumimarginaalid ongi madalamad. Samuti oleme me kriisi ajal tootnud meditsiiniseadmeid, millest enne juttu oli. COVID-19 pandeemia ajal hakati tootma kitleid, mis aitas ka sellest raskest perioodist välja tulla. Nii et lihtsalt tuleb kohaneda nende keeruliste oludega ja teha õigeid otsuseid ja teha kiiresti neid otsuseid.

LISA C

Jooniste aluseks olevad andmed ja arvutuste tulemused

Tabel 9

Protex Balti AS-i bilanss aastatel 2015-2024

BILANSS	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
VARAD											
Käibevarad											
Raha	1 110 401	1 215 313	638 047	516 515	328 027	209 883	241 736	145 003	153 129	88 783	135 640
Finantsinvesteeringud	414 392	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Nõuded ja ettemaksed	395 364	500 792	469 264	413 093	494 174	376 483	376 850	499 587	325 739	264 486	297 213
Varud	257 031	265 666	209 410	251 029	308 381	282 058	201 870	201 617	174 668	232 628	132 643
Kokku käibevarad	2 177 188	1 981 771	1 316 721	1 180 637	1 130 582	868 424	820 456	846 207	653 536	585 897	565 496
Põhivarad											
Nõuded ja ettemaksed	40 000	64 000	88 000	112 000	136 000	160 000	184 000	208 000	20 149	26 587	26 587
Materiaalsed põhivarad	396 912	432 020	537 600	457 439	496 634	581 877	652 661	726 113	810 430	890 683	977 935
Immateriaalsed põhivarad	33 437	49 662	73 234	87 446	43 554	54 980	59 309	16 878	25 101	33 672	2 122
Kokku põhivarad	470 349	545 682	698 834	656 885	676 188	796 857	895 970	950 991	855 680	950 942	1 006 644
KOKKU VARAD	2 647 537	2 527 453	2 015 555	1 837 522	1 806 770	1 665 281	1 716 426	1 797 198	1 509 216	1 536 839	1 572 140
KOHUSTISED JA OMAKAPITAL											
Lühiajalised kohustised											
Laenukohustised	23 941	21 411	64 929	72 241	70 150	70 544	153 339	108 917	178 039	367 062	172 925
Võlad ja ettemaksed	796 948	767 079	628 670	556 078	545 141	509 116	468 955	601 902	613 621	570 882	579 545
Sihtfinantseerimine	0	0	0	0	0	15 062	0	0	0	0	0
Kokku lühiajalised kohustised	820 889	788 490	693 599	628 319	615 291	594 722	622 294	710 819	791 660	937 944	752 470
Pikaajalised kohustised											
Laenukohustised	31 964	175 376	336 527	296 634	368 874	438 390	509 391	693 715	450 383	453 920	747 248
Sihtfinantseerimine	0	0	18 944	18 944	18 944	0	0	0	0	0	0
Kokku pikaajalised kohustised	31 964	175 376	355 471	315 578	387 818	438 390	509 391	693 715	450 383	453 920	747 248
Kokku kohustised	852 853	963 866	1 049 070	943 897	1 003 109	1 033 112	1 131 685	1 404 534	1 242 043	1 391 864	1 499 718
Omakapital											
Aktiivkapital nimiväärtuses	51 200	51 200	51 200	51 200	51 200	51 200	51 200	51 200	51 200	51 200	51 200
Kohustuslik reservkapital	5 113	5 113	5 113	5 113	5 113	5 113	5 113	5 113	5 113	5 113	5 113
Muud reservid	0	0	128 746	278 745	428 746	578 746	578 746	578 746	578 746	578 746	578 746
Eelmiste per. jaotamata kasum (kahjum)	1 307 273	750 749	558 566	318 603	-2 891	-50 318	-242 395	-367 887	-490 084	-562 637	-599 484
Aruandeaasta kasum (kahjum)	431 098	756 525	222 860	239 964	321 493	47 428	192 077	125 492	122 198	72 553	36 847
Kokku omakapital	1 794 684	1 563 587	966 485	893 625	803 661	632 169	584 741	392 664	267 173	144 975	72 422
KOKKU KOHUSTISED JA OMAKAPITAL	2 647 537	2 527 453	2 015 555	1 837 522	1 806 770	1 665 281	1 716 426	1 797 198	1 509 216	1 536 839	1 572 140

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.).

Tabel 10

Protex Balti AS-i kasumiaruanded aastatel 2015-2024

KASUMIARUANNE	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Müügitulu	7 696 362	8 054 981	6 932 912	5 568 200	5 321 164	5 025 128	5 123 639	4 934 672	4 767 351	4 512 001	4 258 434
Muud äritulud	63 437	24 828	24 150	28 442	215 006	15 910	15 030	21 299	16 133	20 168	49 203
Valmis- ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus	-42 498	50 317	39 030	-72 293	-1 159	60 621	13 131	-9 686	11 423	29 025	-17 413
Kaubad, toore, materjal, teenused	-2 227 342	-2 311 567	-2 665 011	-1 687 251	-1 794 295	-1 409 882	-1 448 076	-1 397 077	-1 365 049	-1 329 290	-1 121 400
Mitmesugused tegevuskulud	-534 852	-483 094	-388 601	-379 711	-248 594	-283 627	-236 067	-213 386	-226 252	-218 773	-165 693
Tööjõukulud	-4 337 901	-4 289 075	-3 548 893	-3 083 245	-2 999 738	-3 164 915	-3 078 007	-3 044 898	-2 895 326	-2 749 277	-2 761 835
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-131 002	-274 802	-175 282	-163 210	-156 761	-180 734	-174 649	-154 978	-163 812	-164 230	-154 752
Muud ärikulud	-2 818	-2 960	-57	-303	-2 467	-922	-378	-2 329	-6 393	-8 618	-24 360
Ärikasum (-kahjum)	483 386	768 628	218 248	210 629	333 156	61 579	214 623	133 617	138 075	91 006	62 184
Intressitulud	9 365	0	4 612	29 335	0	0	0	0	0	0	0
Intressikulud	-10 497	-12 103	0	0	-11 663	-14 151	-22 546	-8 125	-15 493	-17 111	-25 575
Muud finantstulud ja -kulud	-1 156	0	0	0	0	0	0	0	-384	-1 342	238
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	481 098	756 525	222 860	239 964	321 493	47 428	192 077	125 492	122 198	72 553	36 847
Tulumaks	-50 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aruandeaasta kasum (kahjum)	431 098	756 525	222 860	239 964	321 493	47 428	192 077	125 492	122 198	72 553	36 847

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.).

Tabel 11

Protex Balti AS-i finantssuhtarvud

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Kasumlikkus, finantstulemuslikkus										
ROE ehk omakapitali puhasrentaablus (%)	25,67	59,80	23,96	28,28	44,78	7,79	39,30	38,04	59,30	66,75
ROA ehk varade puhasrentaablus (%)	16,66	33,31	11,57	13,17	18,52	2,80	10,93	7,59	8,02	4,67
Varade ärirentaablus (%)	18,68	33,84	11,33	11,56	19,19	3,64	12,22	8,08	9,07	5,85
Omakapitali ärirentaablus (%)	28,79	60,76	23,47	24,82	46,41	10,12	43,92	40,50	67,00	83,72
Müügitulu ärirentaablus (%)	6,28	9,54	3,15	3,78	6,26	1,23	4,19	2,71	2,90	2,02
Müügitulu puhasrentaablus (%)	5,60	9,39	3,21	4,31	6,04	0,94	3,75	2,54	2,56	1,61
Altmani Z-skoor	8,35	9,27	7,84	7,32	7,23	6,70	6,78	6,24	6,61	5,78
Pikaajaline maksevõime										
Omakapitali kordaja ehk finantsvõimenduse kordaja (korda)	1,54	1,80	2,07	2,15	2,42	2,78	3,59	5,01	7,39	14,30
Võlakordaja (korda)	0,08	0,24	0,41	0,48	0,66	0,96	1,50	2,17	3,52	8,01
Tulumaksueelse kasumi ja intressikulu osatähtsus müügitulus (%)	6,39	9,54	3,21	4,31	6,26	1,23	4,19	2,71	2,89	1,99
Intressikattekindlus	46,83	63,51			28,57	4,35	9,52	16,45	8,89	5,24
Lühiajaline maksevõime										
Lühiajaliste kohustiste kattekordaja (korda)	2,65	2,51	1,90	1,88	1,84	1,46	1,32	1,19	0,83	0,62
Maksevõime kordaja (korda)	2,34	2,18	1,60	1,48	1,34	0,99	0,99	0,91	0,60	0,38
Võlgade ja ettemaksete käibevälde (päeva)	37,28	34,28	32,64	35,95	36,88	36,47	32,95	43,91	46,34	45,55
Nõuete ja ettemaksete käibevälde (päeva)	18,49	22,38	24,37	26,71	33,43	26,97	26,48	36,45	24,60	21,10
Varude käibesagedus (korda aastas)	29,45	33,91	30,11	19,91	18,02	20,77	25,40	26,23	23,41	24,70
Vara käibesagedus (korda aastas)	2,97	3,55	3,60	3,06	3,07	2,97	2,92	2,98	3,13	2,90
Laenu teeninduse kattekordaja	4,06	5,35	3,32	5,33	2,12	1,44	2,40	13,36	1,45	1,75

Märkus: Autori tehtud arvutused

Allikas: Protex Balti AS-i majandusaasta aruanded 2015-2024 (AS Protex Balti | e-Äriregister, s.a.).

Tabel 12

Eesti rõivatööstussektori keskmised finantssuhtarvud ja DuPonti mudelis kasutatavad näitajad

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Kasumlikkus, finantstulemuslikkus										
ROE ehk omakapitali puhasrentaablus (%)	4,01	11,17	11,34	11,68	5,82	2,73	1,52	8,97	9,42	7,66
ROA ehk varade puhasrentaablus (%)	3,18	8,75	8,18	8,33	4,08	1,76	0,98	6,04	6,27	5,39
Varade ärirentaablus (%)	18,68	33,84	11,33	11,56	19,19	3,64	12,22	8,08	9,07	5,85
Omakapitali ärirentaablus (%)	28,79	60,76	23,47	24,82	46,41	10,12	43,92	40,50	67,00	83,72
Müügitulu ärirentaablus (%)	2,38	6,73	5,75	4,57	4,92	2,81	1,28	5,69	5,3	4,54
Müügitulu puhasrentaablus (%)	3,45	8,31	7,13	7,96	3,94	1,53	0,81	4,94	5,13	4,91
Pikaajaline maksevõime										
Omakapitali kordaja ehk finantsvõimenduse kordaja (korda)	1,26	1,28	1,39	1,4	1,42	1,55	1,55	1,49	1,5	1,42
Võlakordaja (korda)	0,11	0,12	0,13	0,15	0,16	0,22	0,24	0,22	0,22	0,18
Tulumaksueelse kasumi ja intressikulu osatähtsus müügitulus (%)	4,72	9,09	7,67	8,46	4,6	2,13	1,48	5,76	5,61	5,63
Intressikattekindlus	12,45	28,18	34,71	29,00	13,81	5,92	3,53	19,41	22,76	22,50
Lühiajaline maksevõime										
Lühiajaliste kohustiste kattekordaja (korda)	5,14	5,43	3,61	3,4	3,65	2,83	2,7	3,1	2,87	3,11
Maksevõime kordaja (korda)	3,48	3,41	2,27	2,29	2,5	1,83	1,77	2,11	1,99	2,19
Võlgade ja ettemaksete käibevälde (päeva)	47,35	41,39	61,03	65,21	63,66	70,17	67,73	55,39	60,25	58,99
Nõuete ja ettemaksete käibevälde (päeva)	75,28	61,29	60,27	57,59	67,30	61,11	63,76	56,58	58,17	55,75
Varude käibesagedus (korda aastas)	3,38	3,58	4,22	4,06	4,01	4,22	4,69	5,21	5,31	5,05
Vara käibesagedus (korda aastas)	0,23	0,26	0,29	0,26	0,26	0,29	0,30	1,22	1,22	1,10
DuPonti mudelis kasutatavad näitajad										
Puhaskasum (tuhat eurot)	6 707,40	18 077,20	15 707,20	14 715,30	6 944,30	3 012,70	1 572,70	8 941,70	9 231,70	6 949,80
Müügitulu (tuhat eurot)	194 658,80	217 365,30	220 179,10	184 634,00	175 620,70	197 056,60	193 075,20	181 172,90	179 832,40	141 450,30
Koguvare (tuhat eurot)	211 715,60	212 349,90	200 971,30	184 209,20	170 745,90	171 331,20	165 827,80	152 450,50	155 245,00	132 824,80
Omakapital (tuhat eurot)	166 907,10	168 384,50	144 354,00	132 546,40	121 270,70	110 664,50	103 881,70	102 621,10	101 826,00	93 186,90

Märkus: Autori tehtud arvutused

Allikas: Eesti Statistikaameti andmebaas EM001 (EM001, s.a.)

LISA D

Altmani Z-skoori valem

$$1,2 \times \frac{(\text{käibevarad} - \text{lühiajalised kohustised})}{\text{koguvard}} + 1,4 \times \frac{(\text{müügitulu} - \text{kaubad, toore, materjal, teenused})}{\text{koguvard}} + 3,3 \times \frac{\text{ärikasum}}{\text{koguvard}} \\ + 0,6 \times \frac{\text{omakapital kokku}}{\text{kohustised kokku}} + 1 \times \frac{\text{müügitulu}}{\text{keskmised koguvard}}$$

Allikas: (Csikósová et al., 2019)

Summary

ASSESSMENT OF THE SOLVENCY OF THE CLOTHING MANUFACTURING COMPANY PROTEX BALTI AS

Kadri Johanna Kuuskmaa

The aim of this bachelor's thesis is to develop a solvency assessment framework suitable for apparel manufacturing companies, and to apply it to Protex Balti AS with a purpose of evaluating the company's solvency. The research problem arises from the absence of a unified assessment framework for Estonian textile and apparel manufacturers which would combine the key financial indicators into a comprehensive evaluation model.

The theoretical chapter explains the concept and importance of solvency, considering the specifics of the textile and apparel manufacturing industry. Scientific articles about solvency and about sector-specific companies are analysed to derive a suitable assessment framework for evaluating an apparel manufacturing company. The theory reveals that solvency cannot be assessed solely through isolated indicators; instead, liquidity, capital structure, and profitability must be examined together.

In the empirical chapter, the solvency of Protex Balti AS is assessed by using quantitative financial ratio analysis, document analysis and trend analysis, and by interviewing the company's chief financial officer. Following the framework, the solvency of Protex Balti AS is evaluated through three stages: liquidity, capital structure, and profitability. The company results are compared with average indicators of the Estonian apparel manufacturing industry. Financial ratios are calculated by using statutory annual reports from the Estonian e-Business Register, while sector averages are obtained from Statistics Estonia.

The solvency assessment shows that, over the 10-year period, Protex Balti AS has significantly improved its short-term solvency, moving from low liquidity to maintaining a substantial buffer of current assets. Scientific articles emphasize a strong link between solvency and efficient utilisation of assets, a relationship which was also confirmed by empirical findings. Asset turnover and inventory turnover ratios are several times above the sector's average, confirming that rapid circulation of assets and inventory supports both liquidity and solvency. The capital structure analysis shows that, during 2015–2024, the company successfully reduced its dependence on loan capital, lowered its financial leverage, which reduced the likelihood of future financial distress. This shift strengthened the company's long-term financial stability.

The profitability assessment shows that the company's return on equity, which exceeded the sector's average, was initially driven by financial leverage but later by improved asset efficiency. This fact supports the theoretical conclusion that sustainable solvency requires a balanced use of debt capital and efficient asset profitability. Bankruptcy score results confirm that the company has managed to avoid bankruptcy risk throughout the entire period.

This thesis concludes that the improved solvency of Protex Balti AS is based on the management's strategic decision to specialize in technical and smart textiles. This focus enabled to achieve results above the sector's average and improved operational efficiency. The three-level solvency assessment framework developed in this thesis, covering liquidity, capital structure and profitability, is a reliable tool for analysing a company's solvency in the Estonian apparel manufacturing sector. This solvency assessment framework is also suitable for analysing any other company in the industry. The solvency assessment of Protex Balti AS can support management in decision making in the future.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Kadri Johanna Kuuskmaa,

annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose
„Rõivatootmisettevõtte Protex Balti AS-i maksejõulisuse hindamine“,

mille juhendaja on
Maire Nurmet,

reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

Annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 3.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

Olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Kadri Johanna Kuuskmaa
14.05.2026