

TARTU ÜLIKOOL

Pärnu kolledž

Ettevõtlusosakond

Helena Kerstina Tintse

ETTEVÕTTE FINANTSANALÜÜS AS PAJO NÄITEL

Lõputöö

Juhendaja: Margus Kõomägi, MA

Pärnu 2018

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “....“ a.

TÜ Pärnu kolledži ettevõtlusosakonna juhataja

.....

(osakonna juhataja nimi ja allkiri)

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

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

Sissejuhatus	5
1. Finantsanalüüsi komponentide teoreetilised alused	8
1.1. Raha konversioonitsükkel ja selle analüüs	8
1.2. Likviidsus, maksevõime ja rentaablus	17
1.3. Rahavoogude aruande analüüsi meetodid	24
2. Finantsanalüüs ettevõtte AS Pajo näitel	29
2.1. Ettevõtte tutvustus	29
2.2. AS Pajo finantsanalüüs	32
2.3. Järeldused ja ettepanekud	47
Kokkuvõte	49
Viidatud allikad	52
Lisad	57
Lisa 1. Uurimismeetodite tabel	57
Lisa 2. Varude juhtimise mudelite valemid	58
Lisa 3. Loobumiskulu määra valem	59
Lisa 4. AS Pajo kasumiaruanne 2014-2017.a.	60
Lisa 5. AS Pajo bilanss 2014-2017.a.	61
Lisa 6. AS Pajo rahavoogude aruanne 2014-2017.a.	62
Lisa 7. AS Pajo kasumiaruande horisontaalanalüüs baasaastata 2014-2017.a.	63
Lisa 8. AS Pajo bilansi horisontaalanalüüs baasaastata 2014-2017.a.	64
Lisa 9. AS Pajo rahavoogude aruande horisontaalanalüüs baasaastata 2014-2017.a.	65
Lisa 10. AS Pajo kasumiaruande vertikaalanalüüs 2014-2017.a.	66
Lisa 11. AS Pajo bilansi vertikaalanalüüs 2014-2017.a.	67
Lisa 12. AS Pajo rahavoogude aruande vertikaalanalüüs 2014-2017.a.	68

Lisa 13. AS Pajo efektiivsuse, likviidsuse, maksevõime ja rentabluse suhtarvude analüüs 2014-2017.a.	69
Lisa 14. Ettevõtete asendikeskmised statistikaameti järgi ja AS Pajo suhtarvud 2014-2016.a.	70
Lisa 15. AS Pajo rahavoo aruande mudelid 2014-2017.a.	71
Lisa 16. Intervjuu AS Pajo tegevjuhiga	72
Summary	76
Lihtlitsents.....	79

SISSEJUHATUS

Kasumi teenimine on omanike ja juhtkonna seisukohast üks peamisi ettevõtte eesmärke lisaks ettevõtte väärtuse kasvatamisele. Kasum annab ettevõttele võimaluse investeerida ettevõtte arengusse ja maksta omanikele oodatavat tulu. Tihenevas konkurentsisis muutub käibekapitali juhtimine aina tähtsamaks osaks ettevõtete igapäevases töös, et suurendada vabasid rahavooge.

Vahel saab ka igati kasumlikul ettevõttel igapäevatööks vajalik raha otsa. See võib kinni olla uue kauba soetamise või klientidelt laekuvate maksete all. Taoliste olukordade vältimiseks on oluline välja selgitada tekkinud olukorra põhjused ning vastavalt põhjustele tegeleda vastavate käibekapitali komponentide juhtimisega.

Antud lõputöö raames analüüsitaval ettevõttel AS Pajo esineb perioode, mil vähenenud rahavood tekitavad puudust rahalistes ressurssides. Sellised perioodid võivad ettevõttele olla kulukad, kuna kohustuste täitmiseks peab ettevõtte kasutama kallemaid finantseerimisvahendeid või kohustuste täitmise tähtaja ületamisel maksma viiviseid. Kuna antud ettevõttes ei ole seda probleemi põhjalikult analüüsitud, on oluline uurida, mis põhjustab eelmainitud probleemseid perioode. Käesoleva lõputöö eesmärgiks on uuringus läbiviidavate analüüside tulemuste põhjal selgitada välja, mis põhjustab ettevõttel AS Pajo perioode, mil ettevõttel tekib puudus ettevõtte kõige likviidsemast varast ehk rahast ja tulemuste põhjal teha ettepanekuid AS Pajole olukorra parandamiseks.

Teoreetilise osa koostamisel kasutatakse erinevaid teemakohaseid teaduslikke allikaid, sealhulgas teadusartikleid, varasemalt läbiviidud uuringuid ning sobivaid internetiallikaid. Teoreetilise osa eesmärgiks on anda lugejale ülevaade raha

konversioonitsüklist, likviidsuse ja maksevõime mõõdikutest, rentaablustest ja rahavoogude aruannetest, nende analüüsist ja nende kasutusest praktikas.

Töö uurimisülesanded on järgmised:

- kirjeldada raha konversioonitsükli ja selle komponente;
- teadus artiklite põhjal selgitada välja raha konversioonitsükli teoreetilisi lühendamise võimalusi;
- tuua välja likviidsus-, maksevõime ja rentaabluste mõõdikud;
- anda ülevaade rahavoogude analüüsi meetoditest;
- kirjeldada ettevõtet AS Pajo;
- viia läbi finantsanalüüs ettevõtte AS Pajo näitel;
- teha analüüsi tulemustel põhinedes järeldusi ja ettepanekuid olukorra parandamiseks.

Töö empiiriline osa viiakse läbi nii kvalitatiivse kui ka kvantitatiivse uurimistöö põhimõtetel. Kvantitatiivset meetodit kasutatakse AS Pajo detailsel finantsanalüüsil. Kvalitatiivset meetodit kasutatakse ettevõtte tegevjuhiga intervjuud läbi viies, kuna intervjuu läbiviimisel kasutatakse avatud küsimusi. Uuringu meetodina kasutatakse juhtumiuuringut, kuna käesolev töö keskendub konkreetse juhtumi kontekstile, milleks on ettevõttel AS Pajo periooditi rahaliste ressursside puuduse tekkimine. Uurimismeetodid koos ajakavaga on väljatoodud lisas 1.

Lõputöö on jaotatud kaheks peatükiks. Töö esimene peatükk jaotub kolmeks alapeatükiks. Esimeses alapeatükis kirjeldatakse raha konversioonitsükli teoreetilisi aluseid, mille eesmärk on anda ülevaade raha konversioonitsükli komponentidest ja nende olemusest. Teises alapeatükis kirjeldatakse likviidsuse, maksevõime ja rentaabluste mõõdikute teoreetilisi aluseid. Alapeatükkides 1.1 ja 1.2 tuuakse välja ka olulisemad arvutusvalemid, mis on vajalikud uurimisprobleemi lahendamiseks. Kolmas alapeatükk keskendub rahavoogude aruande analüüsi meetoditele ning antud peatükis kirjeldatud analüüsimeetodeid kasutatakse ka uurimistöö probleemi lahendamisel.

Lõputöö teises peatükis kirjeldatakse ettevõtet AS Pajo ja antud ettevõtte põhjal viiakse läbi ka finantsanalüüs. Analüüsi käigus selgitatakse välja teoreetilised põhjused, mis on ettevõttes periooditi rahaliste ressursside puudust tekitanud. Töö empiiriline osa jaguneb

kaheks. Esmalt kogutakse vajalikud andmed, seejärel viiakse läbi finantsanalüüs ning selgitatakse välja võimalikud põhjused antud töö probleemile. Seejärel viiakse finantsanalüüsi tulemustel põhinedes läbi intervjuu ettevõtte tegevjuhiga. Läbiviidud intervjuu tulemused on olulised, et määratleda võimalikult täpsed põhjused probleemile, kuna ettepanekud ja soovitused tehakse ettevõtte uurimistulemustel põhinedes.

1. FINANTSANALÜÜSI KOMPONENTIDE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Raha konversioonitsükkel ja selle analüüs

Töö esimene alapeatükk keskendub raha konversioonitsüklile ja selle analüüsile, kuna antud töö probleemi lahendamisel, milleks on periooditi puudus kõige likviidsemast varast ehk rahast, on just raha konversioonitsükkel analüüsi kõige operatiivsemaks aspektiks. Mõistmaks raha konversioonitsükli spetsiifikat ja selle rolli käibekapitali juhtimises, on vajalik selgitada esmalt raha konversioonitsükli ja selle komponentide teoreetilisi aluseid. Eesmärk on anda ülevaade raha konversioonitsükli komponentidest ja nende olemusest, tuuakse välja raha konversioonitsükli mõjutavad tegurid ning kajastamist leiavad raha konversioonitsükli ja selle komponentide arvutusvalemid.

Käibekapitali juhtimise efektiivsuse mõõtmise üheks meetodiks on raha konversioonitsükli leidmine. Käibekapitali juhtimise kaudu tagatakse äritegevuses vajalikud vahendid, mis on vajalikud ettevõtte kasumi maksimeerimiseks. (Garcia-Teruel, Martinez-Solano, 2007, lk 164)

Fabozzi ja Petersoni (2003, lk 627) järgi tähendab käibekapitali juhtimine ettevõttele igapäevaseid operatsioone ja otsuseid, mis on seotud firma käibevarade juhtimise, lühiajaliste finantseerimisvahendite tasakaalus hoidmise, lühiajaliste kohustuste taseme ning igasse käibekapitali komponenti investeerimise otsuse juhtimisega. Karu (2000, lk 60) käsitlese kohaselt on käibekapitali juhtimises soovitatav lähtuda järgmisest põhimõttest: “klientidelt saada raha kätte nii kiiresti kui võimalik ja hankijatele tasuda nii hilja kui võimalik, lähtudes kokkulepetest.”

Käibekapitali juhtimises on raha konversioonitsükkel efektiivne mõõdik, kuna selle alusel saab otsustada, kui palju ettevõtte võib investeerida varudesse ja kui pikk maksetähtaeg tarnijate poolt on ettevõtte jaoks aktsepteeritav. (Garcia-Teruel, Martinez-Solano, 2007, lk 164) Lisaks sellele saab raha konversioonitsükli alusel otsustada, kui pikka klientidele antavat maksetähtaega saab ettevõtte endale lubada. Raha konversioonitsükli definitsioon on ajas muutunud ning erinevate autorite definitsioonid on väljatoodud tabelis 1.

Tabel 1.1. Raha konversioonitsükli definitsioonid

Autor	Definitsioon
Richards, V. D., Laughlin, E. J. (1980, lk 34)	Raha konversioonitsükkel on ajavahemik, mis jääb ettevõtte tehtud kulutuste tootmisvarude soetamiseks ja müüdud toodete eest raha laekumise vahele.
Churchill, N. C, Mullins, J. W. (2001, lk 136)	Raha konversioonitsükkel näitab aega päevades, kui pikalt on ettevõtte raha seotud varude ja teiste käibevaradega enne ostjatelt raha laekumist müüdud kaupade või teenuste eest.
Kõomägi, M. (2006, lk 118)	Raha konversioonitsükkel on päevade arv, mille jooksul ettevõtte peab otsima täiendavaid rahalisi vahendeid, et finantseerida ettevõtte äritegevuse tsükli materjali ja kauba eest maksmisest kuni raha laekumiseni klientidelt.
Lin, W. D., Chan, E. S. Kwan, L. F. (2017, lk 2063)	Raha konversioonitsükkel on ajaperiood, mis jääb ettevõtte tarnijatele materjalide eest tasumise ja klientidelt kauba eest raha laekumise vahele.

Allikas: Autori koostatud

Shin ja Soenen (1998, lk 43) arvutavad raha konversioonitsükli valemi (1) järgi. Valemi (1) näitab, kuidas raha konversioonitsükli (*CCC - cash conversion cycle*) arvutamine toimub kolme käibekapitali komponendi kaudu.

Raha konversioonitsükkel avaldub (Shin, Soenen, 1998, lk 43):

$$CCC = DIO + DSO - DPO \quad (1)$$

kus *DIO* – varude käibevälde (*days inventory outstanding*),

DSO – debitoorse võlgnevuse käibevälde (*days sales outstanding*),

DPO – kreditoorse võlgnevuse käibevälde (*days payable outstanding*).

Varude käibevälte ja debitoorse võlgnevuse käibevälte summa moodustab ettevõtte tegevustsükli. Ettevõtte tegevustsükkel näitab, mitu päeva keskmiselt kulub, et varud muutuksid debitoorseks võlgnevuseks ja debitoorne võlgnevus rahaks. (Fabozzi, Peterson, 2003, lk 733)

Raha konversioonitsükli esimene komponent on varude käibevälde, mis näitab keskmist aega päevades, kui kaua kulub varude soetamisest kauba müügini ehk aega kauba ostmise ja müümise vahel. Seega varude käibevälde näitab, mitme päevaga keskmiselt varud vahetuvad. (Muscettola, 2014, lk 28)

Varude käibevälde avaldub (Muscettola, 2014, lk 28):

$$DIO = \frac{IRY \times 365}{VC}, \quad (2)$$

kus IRY – varud (*inventory*),

VC – müüdud kaupade kulud.

Keskmisest pikem varude käibeperiood näitab, et ettevõtte ostab sisse liiga palju toorainet, mida ei jõuta töödelda või ei kulge valmistoodangu müük plaanipäraselt või on tootmisprotsess liiga pikk. Autor pöörab tähelepanu ka sellele, et kui ettevõtete aruannetes ei ole müüdud kaupade kulu eraldi väljatoodud, võib valemis selle kirje asemel kasutada ka müügikäivet. (Kõomägi, 2006, lk 116-117)

Raha konversioonitsükli teine komponent on debitoorse võlgnevuse käibevälde ehk ostjatelt laekumata arvete konversiooniperiood, mis näitab keskmist nõuete laekumise aega perioodis. (Kõomägi, 2006, lk 115) Sisuliselt saadakse teada keskmine päevade arv, kui kiiresti suudab ettevõtte nõudeid koguda. (Fabozzi, Peterson, 2003, lk 659) Kui tootmisettevõtetel laekuvad arved keskmiselt 30 päeva jooksul, siis kaubandus- ja teenindusettevõtetel on see aeg oluliselt lühem või puudub üldse, kui arveldatakse sularahas (Kõomägi, 2006, lk 115 - 116). Ettevõtja huvi on selle näitaja puhul võimalikult lühike periood.

Debitoorse võlgnevuse käibevälde avaldub (Talonpoika, Monto, Pirttilä, & Kärri, 2014, lk 342):

$$DSO = \frac{AR \times 365}{S}, \quad (3)$$

kus AR – debitoorne võlgnevus (*accounts receivable*).

Autor pöörab tähelepanu, et valemi (3) kohaselt soovitab Talonpoika (2014, lk 342) DSO leidmisel kasutada kirjet „S“ ehk „müügitulu“, aga Kõomäe (2006, lk 116) järgi on soovitatav kasutada kirjet „S*“, mis on krediitmüügi käive. Kuna nõuded ostjatele on bilansis erinevalt müügikäibest käibemaksuga, siis tuleks ühte neist korrigeerida (tavaliselt eraldatakse nõuetest käibemaksu osa). Vastasel korral saadakse tegelikust suurem suhtarv. (Kõomägi 2006, lk 116)

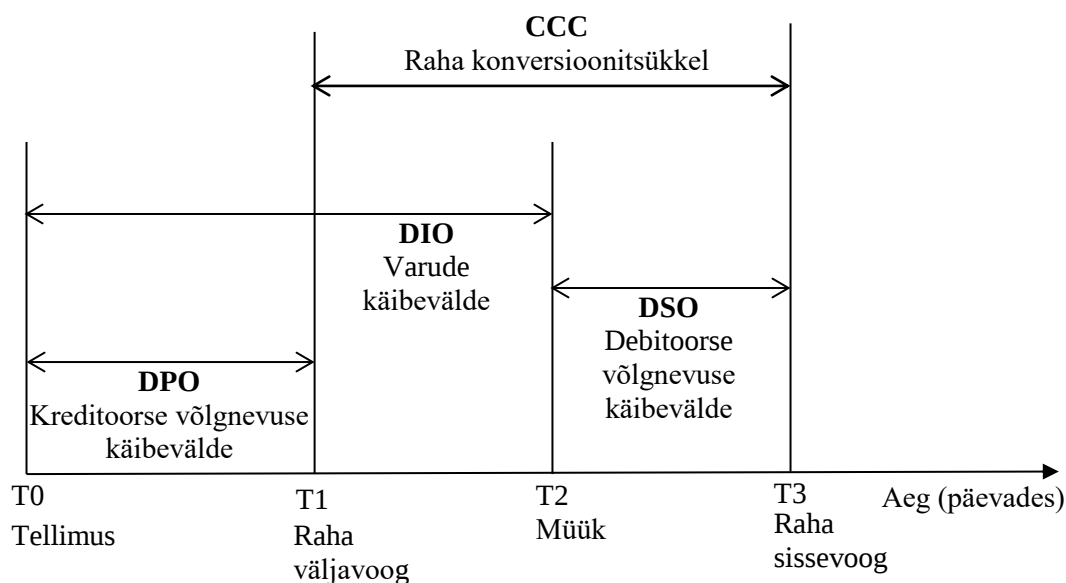
Raha konversioonitsükli kolmas komponent on kreditoorse võlgnevuse käibevälde ehk tarnijatele tasumata arvete konversiooniperiood, mis näitab keskmist kreditoorse võlgnevuse maksetähtaja perioodi (mitme päeva pärast tasub ettevõtte tarnijatele ostetud kauba eest) (Muscettola, 2014, lk 28). Seda võib vaadelda ka kui aega päevades, mis jääb materjalide ostu ja materjalide eest tasumise vahele (Kõomägi, 2006, lk 117).

Kreditoorse võlgnevuse käibevälde avaldub (Muscettola, 2014, lk 28):

$$DPO = \frac{AP \times 365}{VC}, \quad (4)$$

kus AP – kreditoorne võlgnevus (*accounts payable*).

Joonisel 1 on näha, kuidas raha konversioonitsükkel koosneb eelmainitud kolmest olulisest komponendist. Raha konversioonitsükli (CCC) lühendamiseks peab ettevõtte lühendama varude käibeväldet (DIO) ja ostjatelt arvete laekumise perioodi (DSO) ning pikendama kreditoorse võlgnevuse perioodi (DPO).



Joonis 1. Raha konversioonitsükkel (Talonpoika *et al*, 2014, lk 345)

Raha konversioonitsükkel võib olla nii positiivne kui ka negatiivne. Positiivne raha konversioonitsükkel näitab päevade arvu, mille jooksul ettevõtte peab otsima täiendavaid rahalisi vahendeid, et finantseerida ettevõtte tegevust enne, kui klientidelt laekub raha kaupade või teenuste eest. Negatiivne raha konversioonitsükkel aga tähendab, et ettevõttele laekub ostjatelt raha enne, kui ettevõtte on tasunud tarnijatele. Üldiselt on enamus ettevõtete eesmärgiks võimalikult lühike või isegi negatiivne raha konversioonitsükkel, sõltuvalt sellest, kui mõistlik see oleks antud majandusharus, kus ettevõtte tegutseb. (Hutchison, Farris, & Anders, 2007, lk 42-43)

Mida pikem on raha konversioonitsükkel, seda pikemalt on raha kinni käibevarades ning seda kulukam see ettevõtte jaoks on (Brigham, Gapenski, 1996, lk 697). Kui ettevõtte suudab raha tsüklis kiiremini ringleva panna, siis ettevõtte kasumlikkus tõuseb ja ettevõtte laenab vähem raha käibekapitali jaoks (Flaganan, 2005, lk 26).

Raha konversioonitsükli kiirendamisega vähendatakse täiendava finantseerimise vajadus ja selle hankimisega seotud kulud. Mida pikemaid maksetähtaegasid ettevõtte oma klientidele annab, seda rohkem peab see ettevõtte leidma vahendeid, millega oma tegevust

rahastada. Väga oluline mõju raha konversioonitsükli pikkusele ongi just klientidele antav müügikrediit. (Brigham, Houston, 2007, lk 552)

Raha konversioonitsükli keskmine pikkus võib majandusharude kaupa erineda, kuna iga majandusharu raha konversioonitsükli komponentidel on oma iseloomulikud tunnused. Kõomägi (2006, lk 119) on välja toonud, et näiteks tootmisele on enamasti iseloomulikud suured varud, debitoorne ja kreditoorne võlgnevus.

Chang (2017, lk 5) viis läbi rahvusvahelise uuringu, milles osales kokku 31 612 ettevõtet 46-st erinevast riigist. Uuringu käigus vaadeldi uuringus osalevate ettevõtete majandustulemusi perioodil 1994-2011. Erinevaid majandusharusid oli uuringus välja toodud 43. Kõige pikema CCC-ga majandusharu oli uuringu põhjal meditsiiniseadmete tootmine ja müük (151,25 päeva). Kõige madalama CCC-ga majandusharu oli restoranid, hotellid ja motellid (20,54 päeva).

Oma uuringus vaatles ka Uyar (2009, lk 192) erinevate majandusharude raha konversioonitsükli pikkust. Uuringus vaadeldi 166 ettevõtet seitsmest erinevast majandusharust ning uuringu tulemusena toodi välja, et jaekaubanduse või hulgimüügiga tegelevatel ettevõtetel on raha konversioonitsükkel lühem kui tootmisettevõtetel. Peamiseks põhjuseks on antud uuringus väljatoodud see, et jaekaubanduse ja hulgimüügiga tegelev ettevõtte ise kaupa ei tooda, vaid müügivalmis kaup ostetakse sisse ja hoitakse seda laos. Kuna tootmist ei toimu, on ka varude käibevälde lühem kui tootmisettevõttel. Samuti on ka kreditoorse võlgnevuse käibevälde jae- ja hulgikaubandusega tegelevates ettevõtetes lühem, kuna ostjad tasuvad kauba eest tavaliselt kas kohe või lühikese aja jooksul. (Uyar, 2009, lk 192)

1998. aastal läbiviidud uuringus leidsid Shin ja Soenen (1998, lk 43) negatiivse seose ettevõtte raha konversioonitsükli pikkuse ja kasumlikkuse vahel. Sellest ajast alates on viidud läbi palju käibekapitali juhtimisel ja sealhulgas raha konversioonitsükli põhinevaid uuringuid, milles on otsitud seost käibekapitali juhtimise ja ettevõtte kasumi vahel ning sellele järgnenud uuringud teiste autorite poolt on andnud sarnaseid tulemusi.

Raha konversioonitsükli mõju ettevõtte kasumile ja selle mõju suuruse uurimiseks viidi ka Rootsis läbi vastav uuring. Uuringut viisid läbi Yazdanfar ja Öhman (2014, lk 450).

Valimiks olid väikese ja keskmise suurusega ettevõtted ning uuringut viidi läbi aastatel 2008-2011. Antud uuringuga kinnitati, et raha konversioonitsükli pikkus mõjutab ettevõtte kasumlikkust ning mida pikem on ettevõtte raha konversioonitsükkel, seda madalam on tulusus. Samas toodi välja, et liiga kõrge ettevõtte likviidsus mõjutab kasumit negatiivselt. Antud uuringu autorid väidavad, et kasumlikumad on need ettevõtted, kes hoiavad oma raha konversioonitsükli tulemust optimaalsuse piirides. (Yazdanfar, Öhman, 2014, lk 450)

Samuti peavad enda poolt läbiviidud uuringu põhjal ka mitmed teised autorid (Nobanee, Abdullatif, & AlHajjar, 2011, lk 154; Kieschnick, Laplante, & Moussawi, 2006, lk 10) raha konversioonitsükli oluliseks mõõdikuks käibekapitali juhtimise efektiivsuse hindamisel ning soovitatakse ettevõtte kasumlikkuse tõstmiseks muuta varud võimalikult kiiresti rahaks. Raha konversioonitsükli kui käibekapitali juhtimise tööriista kiire populaarsuse tõusu mainivad ka Ebben ja Johnson (2011, lk 382), kuna raha konversioonitsükli lühendamise ja ettevõtte kasumi tõusu vahel on leitud seos nii suurte ettevõtetel põhinevates uuringutes (Lazaridis, Tryfonidis, 2006, lk 27; Deloof, 2003, lk 574) kui ka väikestel ettevõtetel põhinevates uuringutes (Padachi, 2006, lk 46).

25-aastase perioodi jooksul aastatel 1980-2005 vaadeldi USA tootmisettevõtetes nii varude kui ka selle komponentide (toormaterjalid, tööprotsess, valmistoodang) seost ettevõtte finantsilise tulemuslikkusega. Uuringu tulemustest selgus, et ettevõtte kasumlikkusega on seoses kõik varude komponendid. Aga igal komponendil oli erineva tugevusega mõju. Varude komponentidest kõige suuremat mõju ettevõtte finantsilisele tulemuslikkusele avaldas valmistoodangu osa. Võrreldes tootmisprotsessi ja valmistoodangu mõju, siis tootmisprotsesside mõju oli finantstulemustes kogukasumiga tugevamas seoses, samas valmistoodangu mõju oli tugevamas seoses ärikasumiga. (Capkun, Hameri, & Weiss, 2009, lk 802) Seega ärikasumi suurendamiseks läbi varude käibevälte on tootmisettevõtte jaoks kõige olulisem keskenduda võimalikult kiirele valmistoodangu müügile, aga tegelema peaks ka toormaterjalide varustamise ja tootmisprotsessi efektiivsemaks muutmisega.

Läbiviidud uuringute põhjal raha konversioonitsükli lühendamine küll suurendab ettevõtte kasumlikkust, kuid samas on võimalik raha konversioonitsükli kasutada ka

viisil, mis soodustab uute klientide leidmist ja ettevõtte kasvu. Pikemate maksetähtaegade andmine võib tuua ettevõttele juurde uusi kliente ja seeläbi suurendada müüki. See võib anda eelise konkurentide ees, kuid samas võib selline tegevus oluliselt raha konversioonitsüklit pikendada. Klientidele aga lühemaid maksetähtaegasid andes tekib ettevõttel võimalus vähendada debitoorset võlgnevust ja seeläbi kiirendada raha konversioonitsüklit. (Lazaridis, Tryfonidis, 2006, lk 27)

Debitoorse võlgnevuse juhtimine on ettevõttele keerulisem kui kreditoorse võlgnevuse juhtimine, kuna debitoorse võlgnevuse puhul on ettevõttel väike kontroll selle üle, kuidas või millal otsustavad kliendid maksta (Kelly, 2015, lk 6). Tuleb mees pidada, et ettevõtte debitoorne võlgnevus on samas kellegi kreditoorne võlgnevus, kes võib-olla samuti püüab maksetega võimalikult kaua viivitada, et enda kulusid vähendada. (Fabozzi, Peterson, 2003, lk 692)

Klientidelt kogumata jäänud arved on peamiseks kohaks, kuhu ettevõtte raha seisma jääb. Tänapäevases majanduses aga klientidele krediidi andmine on ettevõttele vajalik, et püsida konkurents. Paraku väga paljud ettevõtted võtavad tarnijatelt saadud krediiti kui tasuta laenu ning taktikaliselt venitatakse maksetega võimalikult kaua. Selle tulemusena on ettevõtted sunnitud tegema ülemääraseid investeeringuid debitoorsete võlgnevuste katteks. (Narayanan, 2008, lk 10) Seega majandusraskustesse võib sattuda ka muidu kasumlik ettevõtte, kus raskuste põhjuseks on suutmatus kontrollida debitoorse võla kasvu ning mille tulemusena puuduvad vahendid enda kohustuste õigeaegseks täitmiseks.

Debitoorse võlgnevuse käibevalte lühendamiseks on mitmeid nõuandeid, aga paljude soovitude valesi järgimisel võivad kliendi ja ettevõtte vahelised suhted hoopis halveneda. Tuleb mees pidada, et arve tasumise protsess on tavaliselt viimane osa kliendi ja ettevõtte vahelisest suhtlusest ja seda loodetavasti kuni järgmise tellimuseni. Seega, et klient lahkuks rahulolevana ja sooviks ka edaspidi ettevõttega koostööd teha, peab kliendiga suhtlus olema läbimõeldud ja viisakas ka siis, kui klient on arve tasumisega hilinenud. (Wilson, 2013, lk 55) Tabelis 1.2 on kirjeldatud, millised on võimalused muuta ettevõttes raha konversioonitsükli komponente efektiivsemaks ja seeläbi lühendada raha konversioonitsüklit.

Tabel 1.2. CCC lühendamise võimalused

Mõõdik	Varude käibevälde (DIO)	Debitoorse võlgnevuse käibevälde (DSO)	Kreditoorse võlgnevuse käibevälde (DPO)
Eesmärk	Hoida võimalikult lühike	Hoida võimalikult lühike	Hoida võimalikult pikk
Eesmärgi saavutamine	Rakendada sobivat varude juhtimise mudelit: EOQ ehk optimaalse tellimuse koguse mudel (valem leitav lisast 2); JIT ehk täppisajastatud varude tellimise meetod; ABC-meetod ehk klassifitseerida materjalid nende strateegilise tähtsuse järgi kolme gruppi – a) kõige tähtsamad, b) keskmise tähtsuse ja c) väikese tähtsusega kaubaartiklid. Seejärel vastavalt gruppidele määrata sellele sobiv juhtimise meetod.	Hinnata uue kliendi maksevõimekust enne krediidi andmist; määrata ettevõttele sobiv krediitipoliitika; jälgida, et müügiosakond peaks krediitipoliitikast kinni; väljastada arved võimalikult kiiresti; pakkuda klientidele varakult maksmiseks stiimuleid; e-arvete süsteemi kasutamine; luua ettevõttes nõuete haldamise protsess; jälgida regulaarselt maksete laekumist; mõõta nõuete kogumisega seotud tulemusi vastavalt seatud eesmärkidele.	Tasuda arved täpselt õigel ajal, ei varem ega hiljem; kaubelda tarnijatelt pikemaid maksetähtaegasid; võtta vastu tarnijate poolt pakutavad allahindlused ja boonused, kuid kõigepealt peab seda loobumiskulu määra valemil abil analüüsima (valem leitav lisast 3); regulaarselt küsida tarnijatelt väljavõtteid, mis näitavad kõiki tegevusi ja sealhulgas saadaolevat krediiti, (sealt võib selguda, et ettevõttel on veel tarnija poolt pakutavaid boonuseid või allahindluseid välja lunastamata).

Allikas: Schaeffer, 2010, lk 35; Narayanan, 2008, lk 10-11; Hatefi, Torabi, & Bagheri, 2014, lk 776; Fabozzi, Peterson, 2003, lk 667-669 (autori koostatud)

Krediitipoliitika kujundamisel tuleb arvestada selle mõjuga müügile. Range krediitipoliitika võib müügitulu vähendada ning liberaalne krediitipoliitika võib seda jällegi suurendada. Klientidele krediidi andmisel tuleb arvestada mõjuga ka sellega seonduvatele kuludele. (Fabozzi, Peterson, 2003, lk 661) Krediidi andmisega seonduvaid kulusid tekitab eelkõige see, kui ettevõttel on raha debitoorse võlgnevuse all kinni ning

sellest tulenevalt on ettevõtte sunnitud näiteks pangalaenu võtma või arvelduskrediiti kasutama, et maksta oma kreditoridele. (Kõomägi, 2006, lk 168)

Krediidipoliitika liberaliseerimisel võivad arvete tasumisega hakata viivitama ka need kliendid, kes varem tasusid kiiremini. Samuti võib liberaalne krediidipoliitika meelitada kohale küll uusi kliente, kellele pikem maksetähtaeg meeldib, kuid samas võib see ka meelitada riskantse krediidikäitumisega kliente, millest tulenevalt võib tõusta lootusetute nõuete hulk. Seega liberaalne krediidipoliitika tõenäoliselt suurendab ettevõtte käivet, aga ettevõtte peab arvestama ka sellega seonduvate kuludega, milleks võivad olla suurenenud alternatiivkulud või maksete kogumisega seotud kulude suurenemine. (Fabozzi, Peterson, 2003, lk 661-663)

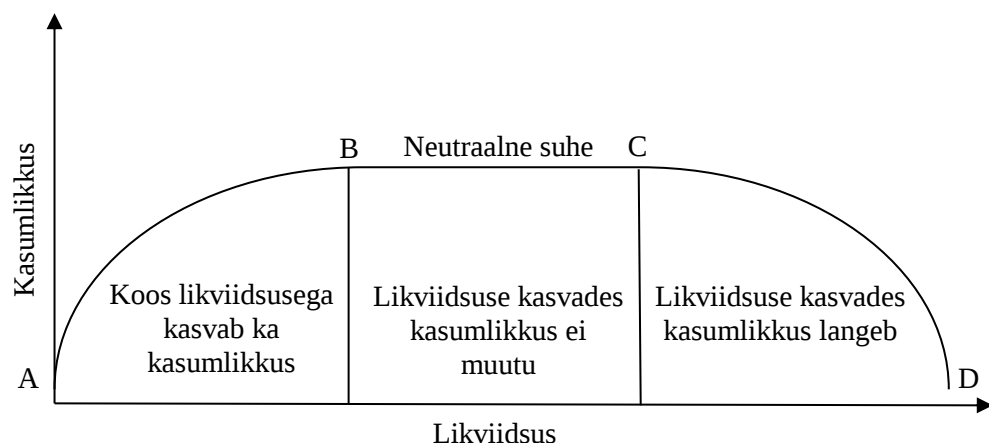
Raha konversioonitsükkel on käibekapitali juhtimises oluline komponent, kuna see annab võimaluse hinnata käibekapitali juhtimise efektiivsust. Raha konversioonitsükli lühendamise mõju ettevõtte kasumi ja likviidsuse suurendamisele on uuringute põhjal tõestatud ning käibekapitali juhtimises muutub raha konversioonitsükkel tööriistana aina populaarsemaks. Raha konversioonitsükli lühendamiseks tuleb rakendada efektiivseid juhtimisviise nii varude, kreditoorsete võlgnevuste kui ka debitoorsete võlgnevuste juhtimiseks. Ettevõtete eesmärgiks on võimalikult lühike raha konversioonitsükkel või ideaalis lausa negatiivne selle näitaja arvuline tulemus, juhul kui see on konkreetsetes majandusharus mõistlik.

1.2. Likviidsus, maksevõime ja rentaablus

Antud alapeatüki eesmärgiks on anda teoreetiline ülevaade likviidsuse, maksevõime ja rentaabluse teooriast ja välja uurida nende hindamismeetodid. Likviidsuse ja maksevõime aspekt antud töö probleemi uurimisel on oluline, et näha, kui suur on probleem ettevõttes seoses rahaliste ressursside puudusega. Sealjuures rentaabluse aspekt on vajalik, et näha, kas rahaliste ressursside puuduse tekitajaks võib olla hoopis kulude suurenemine võrreldes tuludega. Antud alapeatükis leiavad kajastamist ka olulisemate suhtarvude valemid likviidsuse, maksevõime ja rentaabluse hindamiseks.

Efektiivne käibekapitali juhtimine tähendab kompromissi leidmist kahe soovitud eesmärgi rahuldamisel: kasumlikkus ja likviidsus. Tihti aga langeb mõlema eesmärgi korraga saavutamine vastuollu. Seega efektiivne käibekapitali juhtimine hõlmab nii kasumlikkuse kui likviidsuse optimaalse taseme saavutamist. (Eljelly, 2004, lk 56) Lühiajalised kohustused ettevõttes peaksid reeglina olema kaetavad käibevaradega (Mariotti & Glackin, 2015, lk 407). Üleliigse raha hoidmine kontol on suure alternatiivkuluga ning raha tasub hoida vaid nii palju, kui seda on jooksvaks äritegevuseks vaja (Kõomägi, 2006, lk 163).

Pideva likviidsuse hoidmine on ettevõtte eksisteerimise jaoks vältimatu tingimus, aga kasumi teenimine on järk-järgult saavutatav peaesmärk. (Kõomägi, 2006, lk 120) Kasumlikkuse ja likviidsuse seose kohta on Gentry töötanud välja hüpoteesi, mille kohaselt teatud tasemeni kasvab koos likviidsusega ka kasumlikkus, seejärel on nende seos neutraalne, ehk likviidsuse tõustes jääb kasumlikkus samaks ning teatud hetkest hakkab likviidsuse kasvades kasumlikkus hoopis langema. Seda seos iseloomustab Gentry kurv joonisel 2. (Mitra & Nandi, 2013, lk 43)



Joonis 1. Gentry kurv (Mitra & Nandi, 2013, lk 43)

Likviidsuse ja maksevõime eristamisel tuleb silmas pidada, et likviidsus tähendab lühiajalist (kuni üks aasta) arvete tasumise võimet ja maksevõime tähendab pikaajalist (pikemat kui üks aasta) arvete tasumise võimet (Brigham & Houston, 2007, lk 103).

Likviidsuse ja maksevõime analüüs on käibekapitali juhtimises üks olulisemaid analüüse, kuna ettevõtete pankrotte põhjustabki suuremalt jaolt maksejõuetus (Mariotti & Glackin, 2015, lk 407).

Ettevõtte likviidsuse heaks mõõdikuks on puhaskäibekapital (NWC – *net working capital*). Puhaskäibekapital on käibevara ja lühiajaliste kohustuste vahe. Puhaskäibekapitali väärtus võib olla negatiivne, positiivne või neutraalne (ehk väärtusega 0). (Jędrzejczak-Gas, 2017, lk 307) Seda on võimalik leida järgmise valemiga (Kõomägi, 2006, lk 121):

$$NWC = CA - CL, \quad (5)$$

kus CA – käibevara (*current assets*),

CL – lühiajalised kohustused (*current liabilities*).

Positiivne NWC tähendab, et osa käibevaradest finantseeritakse pikaajalisest kapitalist. Samuti tähendab positiivne NWC seda, et ettevõttel on olemas reserv, mis võimaldab kohustusi õigeaegselt täita ka siis, kui debitoorne võlgnevus peaks ootamatult kasvama ja raha konversioonitsükkel seeläbi pikemaks venima. Seega mida kõrgem on NWC, seda kõrgem on ettevõtte likviidsus. Väga kõrge NWC aga ei ole hea, sest kõrgem NWC tähendab kaalutud keskmise kapitali maksumuse (WACC – *weighted average cost of capital*) suurenemist. Seda põhjusel, et pikaajalise kapitali kasutamine on kulukam, kuna see nõuab suuremaid intressikulusid, kui lühiajalise kapitali kasutamine. (Jędrzejczak-Gas, 2017, lk 307)

Negatiivne NWC tähendab, et osa põhivarasid finantseeritakse lühiajalisest kapitalist. See lahendus on küll odavam kui positiivne NWC ja sellest tulenevalt on ka WACC madalam, aga samas on see variant väga riskantne, kuna ettearvamatuteks kulutusteks või raha konversioonitsükli pikenemise korral ei ole ettevõttel oma tegevuse finantseerimiseks ressursi. (Jędrzejczak-Gas, 2017, lk 307)

Likviidsuse detailsemaks analüüsiks on tarvis kasutada suhtarve. Suhtarvude abil on võimalik anda ettevõtte likviidsusele paremaid hinnanguid ning need annavad võimaluse võrrelda ettevõtete majandusnäitajaid omavahel. Üheks likviidsuse suhtarvuks on

lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja (CR – *current ratio*), mis näitab, kui suur osa ettevõtte lühiajalistest kohustustest on kaetav käibevaraga. (Vasiu, Baltes & Gheorghe, 2015, lk 188) CR arvutamise valem on leitav tabelist 1.3. Lühiajaliste võlgnevuste kattekordajale on esitatud ka maailmas üldtunnustatud hindamiskriteeriumid, mille järgi (Kõomägi, 2006, lk 123):

- $CR \geq 1,6$ hea;
- $1,2 \leq CR \leq 1,59$ rahuldav;
- $CR \leq 1,19$ nõrk.

Kui CR tulemus on väiksem kui 1,19 või kui lühiajalised kohustused ületavad käibevarasid, on see ettevõttele ohumärgiks, kuna see võib viidata tulevikus äritegevuse finantseerimisega tekkivatele raskustele ja võimalikele probleemidele kreditoorsete võlgnevuste tasumisel (Vasiu, Baltes & Gheorghe, 2015, lk 188). Likviidsuse hindamisel on lisaks lühiajaliste võlgnevuste kattekordajale tarvis analüüsida ka teisi suhtarve, kuna CR on kehv likviidsuse näitaja. Seda põhjusel, et see arvestab arvete tasumisel ka varude realiseerimisega, aga varud on üsna mittelikviidne vara. Detailsemaks analüüsiks on soovitatav kasutada likviidsuskordajat (QR – *quick ratio*). (Kõomägi, 2006, lk 123) QR arvutamise valem on leitav tabelist 1.3.

QR võimaldab likviidsust kitsamalt hinnata kui CR, kuna see lähtub ainult likviidsematest varadest (raha, likviidsed väärtpaberid, debitoorne võlgnevus) (Vasiu, Baltes & Gheorghe, 2015, lk 188). Seega QR näitab ettevõtte võimet katta oma lühiajalisi kohustusi varusid müümata. (Kõomägi, 2006, lk 123) Antud näitajale on samuti esitatud üldtunnustatud hindamiskriteeriumid, mille järgi (Kõomägi, 2006, lk 123):

- $QR \geq 0,9$ hea;
- $0,31 \leq QR \leq 0,89$ rahuldav;
- $QR \leq 0,3$ nõrk.

Kõige kitsam mõõdik likviidsuse mõõtmiseks on kiire maksevalmiduse kordaja (CAR – *cash ratio*), mis näitab protsendiliselt, kui suurt osa lühiajalistest kohustustest on ettevõtte võimeline tasuma kohe, ilma varusid ja debitoorset võlgnevust müümata. (Soffer, 2003, lk 103) CAR arvutamisel lähtutakse rahast ja väärtpaberitest ehk ettevõtte kõige

likviidsemast käibevarast. (Tearu & Krumm, 2005, lk 18) CAR arvutamise valem on väljatoodud tabelis 1.3.

Kõomägi (2006, lk 124) on märkinud, et CAR tulemust võib heaks pidada, kui see on umbes 0,3 ringis. Tulemus 0,5 või rohkem näitab ebaotstarbekat rahajuhtimist ettevõttes. (Vasiu, Baltes & Gheorhe, 2015, lk 188) Samas liiga väike CAR tulemus viitab madalale likviidsusele ning see võib omakorda viidata ettevõttes tekkivatele raskustele lühiajaliste kohustuste tasumisel. Seega ettevõtte seisukohalt tuleks CAR tulemust hoida optimaalsuse piires, mitte liiga kõrge ja mitte liiga madalana. Kokkuvõttes on likviidsussuhtarvude hea tulemuse saamiseks tarvis hoida optimaalselt kõrget käibevarade taset ja optimaalselt madalat lühiajaliste kohustuste taset.

Maksevõimet ehk pikaajalist arvete tasumise võimet saab kõige üldisemalt hinnata võlakordaja (DR – *debt ratio*) abil. DR näitab protsendiliselt, kui suur osa ettevõtte varadest on finantseeritud võõrkapitaliga. (Korkmaz, 2016, lk 36) DR arvutamise valem on leitav tabelist 1.3.

Kõomägi (2006, lk 125) on märkinud, et DR tulemus võiks olla kuni 70%. Mida suurem on DR, seda suurem on ka pankrotioht ettevõttes (Brindescu-Olariu, 2016, lk 149). Brindescu-Olariu (2016, lk 153) on väljatoodud 3 intervalli, mida DR hindamisel kasutada:

- kuni 50% – madal pankrotioht;
- 50-90% – keskmine pankrotioht;
- üle 90% – kõrge pankrotioht.

Likviidsuse ja maksevõime analüüsile järgnevalt peaks analüüsima ka intressikulude kattekordajat ehk kas ettevõtte on võimeline maksma võõrkapitali kasutamisega kaasnevaid kulutusi. Intressikulude kattekordaja (TIE – *times interest earned*) näitab, mitu korda katab ärikasum intressikulu. (Tearu & Krumm, 2005, lk 26) Kõomägi (2006, lk 124) märgib, et antud näitaja peaks olema vähemalt 2,5. TIE arvutamise valem on väljatoodud tabelis 1.3.

Tabel 1.3. Likviidsuse ja maksevõime suhtarvude valemid

Allikas	Valem		Kirjeldus
Vasiu, Baltes & Gheorhe, 2015, lk 188	$CR = \frac{CA}{CL}$	(6)	CR – lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja; CA – käibevara; CL – lühiajalised kohustused
Vasiu, Baltes & Gheorhe, 2015, lk 188	$QR = \frac{CA - IRY - ADP}{CL}$	(7)	QR – likviidsuskordaja; IRY – varud; ADP – ettemaksed.
Vasiu, Baltes & Gheorhe, 2015, lk 188	$CAR = \frac{M + MS}{CL}$	(8)	CAR – kiire maksevalmiduse kordaja; M – raha; MS – likviidsed väärtpaberid.
Brindescu-Olariu, 2016, lk 149	$DR = \frac{D}{A}$	(9)	DR – võlakordaja; D – koguvõlgnevus; A – varad.
Kõomägi, 2006, lk 124	$TIE = \frac{EBIT}{I}$	(10)	TIE – intresside kattekordaja; EBIT – ärikasum; I – intressid.

Allikas: autori koostatud

Lisaks likviidsuse ja maksevõime suhtarvudele võib maksevõime hindamiseks kasutada ka pankroti analüüsi mudelit. Selleks on Altman (1968, lk 609) loonud mudeli, mille abil on võimalik välja arvutada ettevõtte pankrotti sattumise oht. Altmani 1968. aastal loodud mudeli järgi konstrueeris Heine (2000, lk 27) erasektorile sobivama Z-skoori mudeli.

Z-skoori mudel avaldub (Heine, 2000, lk 27):

$$Z = 6,56 \frac{NWC}{A} + 3,26 \frac{RE}{A} + 6,72 \frac{EBIT}{A} + 1,05 \frac{E}{D}, \quad (11)$$

kus RE – säilitatud tulu;

E – omakapital.

Altmani Z-skoori valemi (11) põhjal saadud tulemusele on hindamiskriteeriumid järgmised (Heine, 2000, lk 27):

- $Z > 2,6$ – ettevõtte on finantsiliselt tugev, pankrotti sattumine on vähetõenäoline;
- $1,1 < Z < 2,6$ – ei saa anda hinnangut, kas ettevõttel on pankrotioht või mitte;
- $Z < 1,1$ – ettevõttel on oht pankrotistuda.

Peale likviidsuse ja maksevõime analüüsi on antud töö puhul oluline läbi viia ka rentablussuhtarvude analüüs. Rentaablus on kasumi ja ressursside protsendiline suhe, mis näitab ressursside tasuvust. Rentaabluse tüüpe on põhiliselt kolm: käiberentaablus (PM – *profit margin*), varade rentablus (ROA – *return on assets*) ja omakapitali rentablus (ROE – *return on equity*). (Tearu, Krumm, 2005, lk 27)

ROE on rentablussuhtarvudest kõige olulisem, sest selle tulemus näitab ettevõtte omakapitali tehtud investeeringute tasuvust ja seeläbi saab otsustada, kui efektiivselt on ettevõtet juhitud (Palepu, Healy & Peek, 2013, lk 3). Lihtsamalt öeldes näitab see suhtarv, mitu rahaühikut kasumit on saadud igalt omakapitali paigutatud rahaühikult. (Kõomägi, 2006, lk 126) Tõusev omakapitali rentabluse tulemus võib viidata sellele, et ettevõtte suudab kasvatada puhaskasumit ilma, et vajaks lisainvesteeringuid omakapitali. (Kijewska, 2016, lk 285) ROE arvutamise valem on väljatoodud tabelis 1.4.

ROA näitab ettevõtte varadesse tehtud investeeringute tasuvust. Lihtsamalt öeldes näitab see suhtarv mitu rahaühikut kasumit on saadud igalt varadesse paigutatud rahaühikult. (Kõomägi, 2006, lk 126) Arvulise kriteeriumi järgi peab ROE olema suurem kui ROA. (White, Sondhi & Fried, 2003, lk 143) ROA arvutamise valem on leitav tabelist 1.4.

PM näitab, mitu protsenti kasumit teenis ettevõtte müügikäibe igalt rahaühikult. See suhtarv näitab, kui suure osa müügikäibest moodustab puhaskasum. (Brigham & Houston, 2007, lk 112) Käiberentaablust arvutatakse nii puhaskasumi (PM) kui ka ärikasumi (PM*) taseme järgi. (Kõomägi, 2006, lk 128) Kui ärikasum näitab ettevõtte äritegevuse tulemust, siis puhaskasum võtab arvesse ka ettevõtte finantseerimisotsuste mõju. Seega sõltuvalt ettevõtte finantseerimisotsustest võivad ettevõtte käibe ärirentaablus ja käibe puhasrentaablus omavahel suuresti erineda. (Fabozzi, Peterson, 2003, lk 737) Mõlemad käiberentaabluse arvutamise variandid on valemitega väljatoodud tabelis 1.4.

Tabel 1.4. Rentaablussuhtarvude valemid

Allikas	Valem	Kirjeldus
Kijewska, 2016, lk 285	$ROE = \frac{NI}{E}$	(12) ROE – omakapitali rentablus; NI – puhaskasum;

			<i>E</i> – omakapital.
Valčić, Katunar, J. & Katunar, H., 2015, lk 18	$ROA = \frac{NI}{A}$	(13)	<i>ROA</i> – varade rentaablus; <i>A</i> – varad.
Kõomägi, 2006, lk 128	$PM = \frac{NI}{S}$	(14)	<i>PM</i> – käiberentaablus (müügikäibe alusel); <i>S</i> – müügitulu.
Kõomägi, 2006, lk 128	$PM^* = \frac{EBIT}{S}$	(15)	<i>PM</i> * – käiberentaablus (ärikasumi alusel); <i>EBIT</i> – ärikasum.

Allikas: autori koostatud

Ettevõtte jaoks on oluline jälgida nii likviidsussuhtarvude, maksevõime suhtarvude kui ka rentaablussuhtarvude tulemuste muutumisi ja võrdlusi, saamaks ülevaate, mis on toimunud, mis on praegune seis ja kuhu liikuda soovitakse. Antud alapeatükis kirjeldati likviidsus-, maksevõime- ja rentaablussuhtarvude analüüsi meetodeid, mida autor rakendab töö empiirilises osas finantsanalüüsi läbiviimisel, lahendamaks uurimisprobleemi ehk selgitada välja põhjused, mis tekitavad uuritava ettevõtte probleemid rahaliste ressursside tasemega. Analüüsi käigus vaadeldakse, kuidas finantsnäitajate tulemused on ajas muutunud ning võrreldakse finantsnäitajate tulemusi üldtunnustatud kriteeriumide ja sarnases valdkonnas tegutsevate ettevõtete näitajatega.

1.3. Rahavoogude aruande analüüsi meetodid

Rahavoogude aruanne on heaks teabeallikaks, et saada ülevaade raha laekumistest ja väljaminekutest ettevõttes. Rahavoogude analüüs võimaldab välja selgitada, mis on põhjustanud muutuseid rahakontol ja mida peaks ettevõtte tegema või mida mitte tegema, et raha oleks piisavalt. Rahavoogude analüüsi aspekt on antud töö probleemi lahendamiseks vajalik, et näha, mis põhjustab ettevõttes periooditi rahaliste ressursside puudust. Analüüsi abil on võimalik anda hinnang näiteks sellele, kas probleemi põhjuseks on suured investeeringud, suures mahus laenude tagastused või midagi muud. Seega antud alapeatükis kirjeldatakse meetodeid, mille abil rahavoogude aruannet analüüsida ja hinnata.

Rahavoogude aruandes kajastatakse ettevõtte rahavoogusid aruandeperioodil. Selle eesmärgiks on anda ülevaade ettevõtte poolt genereeritavast rahast, kulutustest, finantseerimisallikatest ja muutustest ettevõtte raha ja raha ekvivalentide hulgas. (Otsus-Carpenter, 2010, lk 63) Lihtsamalt öeldes - rahavoogude aruanne näitab, kui palju oli raha

aruandeperioodi alguses ja lõpus ning millele ettevõtte oma raha kulutab ja kust raha tuleb. (Kremer, 2010, lk 22) Rahavoogude aruandes liigitatakse rahavood kolme gruppi vastavalt sellele, millises tegevusvaldkonnas need tekivad (Fabozzi & Peterson, 2003, lk 800):

- äritegevuse rahavood (CFO – *cash flow from operations*);
- investeerimistegevuse rahavood (CFI – *cash flow from investing*);
- finantseerimistegevuse rahavood (CFF – *cash flow from financing*).

Äritegevuse rahavood tekivad ettevõtte põhitegevusest. Investeerimistegevuse rahavood on rahavood mittelikviidsete varade ja teiste, raha ekvivalentide alla mittekuuluvate investeeringute omandamisest ja müügist. Finantseerimistegevuse rahavoogude tulemuseks on ettevõtte muutused omakapitali ja intressikandva võõrkapitali suuruses ja osas. (Kallas, 2002, lk 251)

Rahavoogude aruanne on oluline infoallikas ettevõtte finantsolukorra kohta, kuna see näitab ettevõtte suutlikkust genereerida piisavalt raha laenude tagasimaksmiseks, ettevõtte arendustegevusse investeerimiseks ja dividendide väljamaksmiseks. Rahavoogude analüüsimisel on võimalik määrata ka ettevõtte elutsükli etapp, kuna igas elutsükli faasis puutub ettevõtte kokku erinevate tegevustingimustega, mis põhjustavad erinevusi rahavoogude mudelis. (Bruwer & Hamman, 2008, lk 21) Rahavood äri-, investeerimis- ja finantseerimistegevusest märgistatakse pluss- või miinusmärgiga, saades kaheksa võimalikku erinevat kombinatsiooni (Dickinson, 2010, lk 1973). Bruwer ja Hamman (2008, lk 21) on kaheksast võimalikust kombinatsioonist esile toonud neli peamist rahavoogude mudelit, mis iseloomustavad ettevõtte alustamis-, kasvu-, küpsus- ja langusfaasi. Need rahavoogude mudelid on väljatoodud tabelis 1.5.

Tabel 1.5. Rahavoogude põhimudelid

Rahavoog (CF)	Alustamisfaas	Kasvufaas	Küpsusfaas	Langusfaas
CFO	-	+	+	-
CFI	-	-	-	+
CFF	+	+	-	+/-

Allikas: Bruwer & Hamman, 2008, lk 23

Alustamisfaasis ettevõtte tõenäoliselt veel kasumit ei teeni, kuna asutamiskulud võivad olla suuremad kui sissetulekud. Alustamisfaasile viitab ka see, et ettevõtte teeb investeeringuid põhivarasse, aga kuna põhitegevusest on veel laekumine mitteküllaldane, kaetakse need kulud võõrkapitaliga. Kasvufaasis ettevõttele viitab rahavoogude analüüsimisel see, et põhitegevusest ja laenude võtmisest laekuvat raha kasutatakse laienemiseks. Küpsusfaasis ettevõtte on rahalises mõttes kõige paremas seisus. Küpsusfaasis ettevõtte teenib kasumit ning suudab teha investeeringuid laienemiseks ja maksta tagasi ka võetud kohustusi. Ettevõtte langusfaasile viitab see, kui raha laekumine on mitteküllaldane ja selle korvamiseks müüb ettevõtte oma vara ning võib hankida elus püsimiseks võõrkapitali või emiteerida aktsiaid. (Bruwer & Hamman, 2008, lk 22)

Ülejäänud neli rahavoo mudelit on praktikas üsna harvaesinevad. Pigem võivad need mudelid olla ettevõttes kas ajutised või viitavad näiteks ümberkorraldustele või likvideerimisele. Need neli rahavoo mudelit on koos kommentaaridega väljatoodud tabelis 1.6.

Tabel 1.6. Haruldased rahavoogude mudelid

Mudel	CFO	CFI	CFE	Kommentaari	Elutsükli faas
1	+	+	+	Tõenäoliselt ajutine olukord. Äritegevusest ja investeeringute müügist laekuvat raha kasutatakse reserve suurendamiseks. Kõrge likviidsus.	Vaste puudub
2	+	+	-	Äritegevusest ja põhivara müügist saadavat raha kasutatakse võlgade tagasimaksmiseks.	Võib viidata langusfaasile või ümberkorraldustele ettevõttes
3	-	+	+	Ettevõtte ei teeni äritegevusest kasumit ja selle korvamiseks müüb ta oma varasid ja laenab võõrkapitali.	Tõenäoliselt ettevõtte elutsükli lõpp
4	-	-	-	Samuti haruldane olukord - ettevõtte kasutab rahareserve võlgade ja tootmismahu languse katmiseks.	Vaste puudub

Allikas: Bruwer & Hamman, 2008, lk 23

Rahavoogude täpsemaks analüüsiks on vaja läbi viia ka rahavoogude horisontaal- ja vertikaalanalüüs. Horisontaalanalüüs tähendab muutuste võrdlevat hindamist nii rahalisel kui ka protsentuaalsel kujul, kõrvutades kahe või enama perioodi aruandeid ja analüüsides periooditi aset leidvaid muutuseid. Rahavoogude horisontaalanalüüs annab ülevaate, kuidas on muutunud ettevõtte rahajääk ning erinevad sissetulekud ja väljaminekud aastate

lõikes. (Rünkla, 2003, lk 60) Horisontaalanalüüsi kasutamisel tuleb meeles pidada järgmist kahte aspekti (Zelman, McCue & Glick, 2009, lk 127):

- väikesed muutused protsentuaalsetes tulemustes võivad varjata suuri rahalisi muutusi;
- suured muutused protsentuaalsetes tulemustes võivad viidata ettevõtte ebastabiilsusele.

Horisontaalanalüüsi teostatakse vasakult paremale ning analüüsi võib läbi viia baasaastaga kui ka baasaastata. Üldjuhul on levinud horisontaalanalüüsi läbiviimine ilma baasaastata, mille puhul leitakse protsentuaalne muutus võrreldes eelmise perioodiga ja esitatakse juurdekasvutempod. Baasaastaga horisontaalanalüüsi puhul võetakse kõige varasema aasta kõik väärtused võrdseks 100%-ga ja ülejäänud aastate protsentuaalsed väärtused leitakse suhtena baasaastasse. (Brigham & Houston, 2007, lk 72)

Rahavoogude aruande vertikaalanalüüsi puhul võrreldakse ühte antud aasta näitajat baassuurusega samast aastast, milleks on tavaliselt suurim summa aruandes. Vertikaalanalüüs näitab erinevate kirjete omavahelisi suhtelisi osatähtsuseid. (Tearu & Krumm, 2005, lk 17) Vertikaalanalüüs võimaldab aruandeid ühismõõdustada. Näiteks kui erinevate mastaapide puhul ei oleks finantsnäitajate võrdlus võimalik, siis võrdlemiseks viiakse ettevõtete aruanded vertikaalanalüüsi kujule. (Mariotti & Glackin, 2015, lk 407)

Rahavoogude aruande vertikaalanalüüs tähendab sisuliselt rahavoogude aruande sisemise struktuuri muutuste dünaamika analüüsi. Rahavoogude aruande puhul võib vertikaalanalüüsi läbiviimiseks võtta baasnäitajaks raha laekumised või väljamaksed. Rahavoogude vertikaalanalüüs näitab tegevusvaldkonniti laekumiste osatähtsust kogu laekumises - äritegevusest, investeerimistegevusest ja finantseerimistegevusest. Seega vertikaalanalüüs annab võimaluse analüüsida, milline tegevusvaldkond toob kõige rohkem laekumisi ja milline tegevusvaldkond nõuab kõige rohkem väljaminekuid. (Tearu & Krumm, 2005, lk 17)

Rahavoogude analüüsimise teel on võimalik anda ettevõttele hinnang selle kohta, kuidas ettevõtte oma rahadega majandada oskab. Rahavoogude aruanne annab hea ülevaate sellest, kui palju ettevõtte äritegevus raha sisse tõi, mida rahaga tehti ja kust veel raha

saadi. Antud alapeatükis kirjeldati rahavoogude aruande analüüsi meetodeid, mida autor rakendab töö empiirilises osas finantsanalüüsi läbiviimisel, et anda antud töö probleemile täpsem hinnang ehk näha, mis põhjustab ettevõttes probleeme rahaliste ressursside puudusega. Selleks on tarvis näha, milline on finantsolukord ettevõttes praegu ja kuidas ettevõtte rahavood on muutunud ajas.

2. FINANTSANALÜÜS ETTEVÖTTE AS PAJO NÄITEL

2.1. Ettevõtte tutvustus

Ettevõtte AS Pajo on trükindusega tegelev ettevõtte. Üldandmed kirjeldamaks ettevõtet AS Pajo on väljatoodud tabelis 2.1. Tabelis on kirjeldatud ettevõtte tegevusvaldkonda, müügitulu, eesmäärke ja töötajate arvu.

Tabel 2.1. Ettevõtte üldandmed

Näitaja	Kirjeldus
Ettevõtte nimi	AS Pajo
Ettevõtte aadress	Pärnu maantee 58, Sindi linn, Pärnumaa, Eesti
Asutamise aasta	1993
Põhitegevusala (EMTAK järgi)	Perioodikaväljaannete, ärikataloogide, reklaammaterjalide, äriblankettide jm kontoritarvete trükkimine (18122)
Müügitulu jaotus tegevusalade lõikes 2017. aastal	5 144 594 € (100% põhitegevusalalt ehk trükiteenuste osutamine Eesti- ja välisturgudele)
Ettevõtte olulisemad eesmärgid 2017. aastaks	Aasta 2017 peamised eesmärgid olid planeerimissüsteemi uuendamine ja uute suurklientide leidmine välisturul.
Töötajate arv 2017. aastal	52
Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanne 2017 (autori koostatud)	

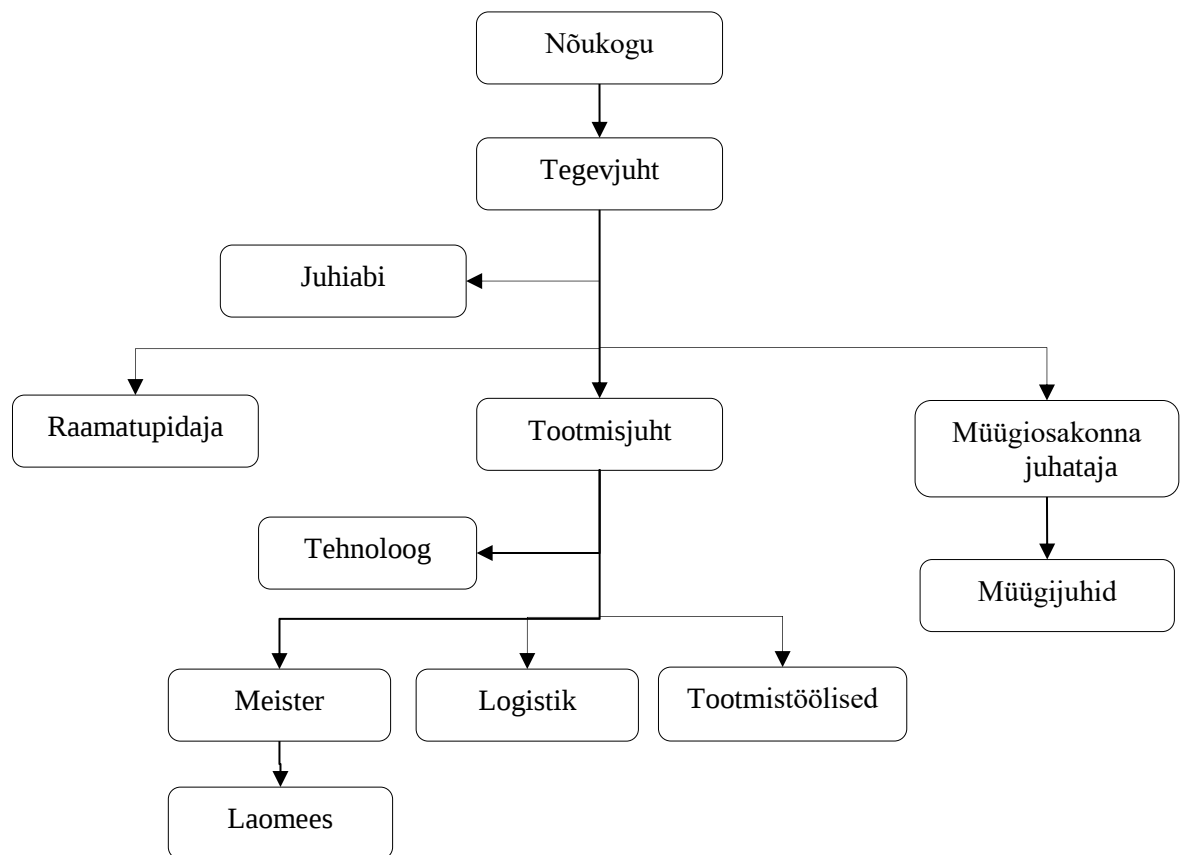
1993. aastal asutatud AS Pajo nimi oli esialgu Foto Pärnu, mis tegeles fototeenuste pakkumisega. Kuna märgati, et klientidel oli lisaks vajadus ka trükiteenuste järele, otsustati ka selles valdkonnas hakata teenuseid pakkuma. 1997. aastal sai ettevõtte nimeks Kaks & Pool ning tehti esimene suurem investeering ühevärvilist trükki võimaldavasse A4 trükimasinasse. Kõige suurem hüpe ettevõtte arengus tehti 2004. aastal, kui ettevõtte üks omanik, Ain Pajo investeeris kaasaegsemasse tehnoloogiasse 16 miljonit Eesti krooni. Tänu sellele investeeringule toodete sortiment suurenes ja sel ajal eksporditi ca 10% toodangust. (AS Pajo,... 2018)

2006. aastal sai ettevõtte nimeks AS Pajo ning 2010. aastal tehti järgmine suur hüpe ettevõtte arengus, kui EAS-i toetusel soetati ühe pankrotistunud trükiettevõtte seadmed, milleks oli täiskomplekt trüki- ja järeltöötlusseadmeid. Suurenenud masinapark vajas ka suuremat tootmishoonet ning 2010. aastal kolis ettevõtte enda tootmise Sindi linna. (AS Pajo,... 2018)

Tootmisvõimsuste laiendamine võimaldas edukalt konkureerida nii eestiseselt kui ka piiriüleselt. Tootmismahdade kasvades tehti 2012. aastal järgmine suur investeering – KredEx-i tehnoloogialaenu abil osteti kõrgtehnoloogiline trükimasin, mille abil müügiimaht kahekordistati. (AS Pajo,... 2018)

AS Pajo jaoks on turg viimastel aastatel püsinud üsna stabiilsena. Ettevõttel on kliente mitmes riigis ning seeläbi on ettevõtte püüdnud tururiski maandada. Lisaks Eestile on ettevõttel kliente veel Norras, Soomes ja Rootsis. Ekspordiks läheb Pajo trükikojast ligi 80% toodangust. Kaugematest riikidest on ettevõttel kliente näiteks Šveitsis, Inglismaal ja Islandil. Suurim Pajo trükikoja klient asub Soomes. (K. Vesselov, suuline vestlus, 22.03.2018)

Organisatsiooni struktuur on ettevõttes pigem funktsionaalset tüüpi, kuna ettevõttes on tööd grupeeritud vastavalt tegevuste sarnasusele. Organisatsiooni struktuuri on kujutatud joonisel 2.1. Funktsionaalsele tüübile viitab organisatsiooni jagamine eraldi üksustesse - tootmisega tegeleb puhtalt tootmisosakond, kliendisuhtluse ja hinnapakumistega tegeleb müügi-osakond, arvete ja aruannetega tegeleb raamatupidamine. Arvestades tööprotsesse on funktsionaalne struktuur Pajole sobiv, kuna tööprotsessid on korduvad ja sarnanevad eelnevatele.



Joonis 2.1. AS Pajo organisatsiooni struktuur. Allikas: Töökorralduslik juhend, 2018

Ettevõtte AS Pajo omab kvaliteedi ja keskkonnasõbraliku tootmise ökomärgist – Põhjamaade Luigemärk (*The Nordic Swan Label*). Tegevjuhi, Karmen Vesselovi (suuline vestlus, 22.03.2018) sõnul on kvaliteet muutunud trükinduses iseenesest mõistetavaks nõudeks ning sellele lisaks peab klientide võitmiseks ettevõtte pakkuma mõnda muud lisaväärtust. AS Pajo konkurentsieeliseks toob ta välja tarnekindluse ja keskkonnasõbraliku tootmisviisi. (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 22.03.2018)

Ettevõtte AS Pajo areng paarikümne aasta jooksul väikesest perefirmast tõsiseltvõetavaks eksportööriks on inspireeriv lugu. Tänapäevaks on töötajate arv ettevõttes kasvanud 52-le ning antud ettevõtte on Sindi linnas üks suurimatest tööandjatest.

2.2. AS Pajo finantsanalüüs

Käesolevas alapeatükis kirjeldatakse ettevõtte AS Pajo (edaspidi lühendatult Pajo) finantsandmete põhjal läbiviidavat finantsanalüüsi, et leida võimalikud põhjused antud töö probleemile ehk periooditi tekkivale madalale rahaliste ressursside tasemele. Uuringus kasutatakse dokumentide ja statistiliste andmete analüüsiks kvantitatiivset meetodit. Analüüsitavateks dokumentideks on Pajo majandusaasta aruanded aastatel 2014-2017 ja Statistikaameti arvatud rahandussuhtarvud aastatel 2014-2016. Ettevõtte tulemusi 2017. aastal Statistikaameti näitajatega võrrelda ei saa, kuna Statistikaametil on tulemused olemas kuni 2016. aastani. Antud alapeatükis analüüsitakse erinevate meetodite abil ettevõtte efektiivsust, likviidsust, maksevõimet, rentaablust ja rahavoogusid.

2017. aastal langes Pajo rahaliste ressursside tase väga madalale kahel korral ning sellest tulenevalt tekkis ettevõttel raskuseid lühiajaliste kohustuste tasumisega. Ettevõttes finantsanalüüsi selle traditsioonilises tähenduses teostatud ei ole ning antud probleemile põhjuse leidmiseks ja edaspidi sellise probleemi tekkimise vältimiseks või taolise olukorra leevendamiseks pidas tegevjuht analüüsi teostamist vajalikuks. (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 22.03.2018) Finantsanalüüsi läbiviimisel Pajos võetakse arvesse viimase nelja aasta majandusnäitajad (2014-2017). Käesoleva töö raames arvutatakse välja efektiivsuse, likviidsuse, maksevõime ja rentaabluse suhtarvud ning rahavooge analüüsitakse nii horisontaal- kui ka vertikaalanalüüsi abil.

Finantsanalüüsi läbiviimisel on sisendiks bilanss, kasumiaruanne ja rahavoogude aruanne (lisad 4-6). Analüüsiks vajaminevad andmed, milleks on ettevõtte 2014-2017 majandusaasta aruanded, on saadud ettevõttest. Finantsanalüüs on läbiviidud *MS Exceli* abil ning finantsanalüüsist saadud tulemused on väljatoodud lisaks osaliselt tekstilisele esitusele ka lisadena (lisad 7-15).

Finantsanalüüsi läbiviimisel alustab autor ettevõtte efektiivsuse aspektist, milleks on raha konversioonitsükkel ja selle komponendid. Raha konversioonitsükkel on oluline mõõdik, kuna see on otseselt seotud raha liikumisega ettevõttes. Liiga pikaks veninud raha konversioonitsükkel võib makseraskuste tekkimisel olla üheks võimalikuks põhjuseks.

Selleks, et näha, kas antud ettevõttes on probleemi põhjuseks raha konversioonitsükkel või mitte, arvutab autor välja raha konversioonitsükli ja selle komponentide arvulised tulemused. Saadud tulemused on väljatoodud tabelis 2.2.

Tabel 2.2. Pajo raha konversioonitsükkel ja selle komponendid

Efektiivsuse analüüs (tulemus päevades)	Näitaja	2014	2015	2016	2017
Debitoorse võlgnevuse käibevälde	DSO	22	25	21	21
Kreditoorse võlgnevuse käibevälde	DPO	49	58	79	73
Varude käibevälde	DIO	28	36	57	29
Raha konversioonitsükkel	CCC	1	3	-1	-23

Allikas: Pajo AS majandusaasta aruanded 2014-2017 (autori arvutused)

DSO võib tegevusvaldkonniti suuresti erineda. Tootmisettevõtete puhul on DSO tulemus tavaliselt kuskil 30 ringis, seega võrreldes sellega on Pajol antud näitaja tulemus sarnane. Võrdluses Statistikaameti näitajatega sarnasest tegevusvaldkonnast, milleks on töötlev tööstus (vt lisa 14), jääb DSO tulemus 2014.-2016. aastal esimese kvartiili ja mediaani vahele, seega Statistikaametiga võrreldes võib samuti öelda, et DSO tulemus on ettevõttes üsna hea olnud. Stabiilselt madalad DSO tulemused aastate lõikes viitavad efektiivsele nõuete kogumisele ettevõttes.

Intervjuust tegevjuhiga selgus, et hea DSO tulemuse taga on selge krediidipoliitika ettevõttes. Tegevjuhi sõnul sõltub müügikrediidi andmine eelkõige kokkulepetest kliendiga. Suurematele klientidele pakub ettevõte maksetähtaega 45-60 päeva ning väiksematele klientidele tavaliselt 7-21 päeva. Uutele klientidele kehtib ettevõttes ettemaksupoliitika. Samuti on ettevõttel väljatöötatud suurtele klientidele ka varajase maksmise boonussüsteem, mille järgi osa kliente saab 14 päeva jooksul makstes arvelt 2% soodustust. Tegevjuhi sõnul antakse Inkasso käsitlusse aastas keskmiselt 5 klienti ning lootusetuks loetakse aastas 1-2 arvet. (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 30.04.2018) Seega ettevõttes kehtestatud krediidipoliitika on hästi toimiv ning annab tulemusi.

Pajo DIO tulemus on 2014.-2016. aastal järjest tõusnud ning 2017. aastal suure languse teinud (vt tabel 2.2). Järelikult on varude maht bilansis võrreldes müüdud kaupade kuluga

aasta-aastalt kasvanud ning 2017. aastal võrreldes varasema aastaga on varude maht bilansis langenud ja sealjuures müüdud kaupade kulu tõusnud. Üldtunnustatud kriteeriumit antud näitajale ei ole, kuid ettevõtte efektiivsuse seisukohast on oluline hoida seda tulemust võimalikult madalana. Statistikaametiga võrreldes (vt lisa 14) võib antud näitaja tulemuse lugeda rahuldavaks, kuna 2014.-2016. aastal jääb DIO tulemus mediaani ja kolmanda kvartiili vahele ehk varude kasutamise efektiivsus ettevõttes on teiste töötleva tööstuse ettevõtetega võrreldes alla keskmise. Seega antud ettevõttes on varude vahetumise aeg rahuldav.

Uurides tegevjuhilt varude juhtimise kohta ettevõttes, tuli välja, et ettevõtte kasutab varude juhtimisel klassifitseerimise meetodit ning kliendid on jaotatud kahte gruppi - ühe grupi moodustavad suurliendid ja teise gruppi liigitatakse kõik ülejäänud tellijad. Kummagi grupi puhul kasutab ettevõtte erinevat varude tellimise meetodit. Suurklientide puhul kasutatakse EOQ ehk optimaalse tellimiskoguse mudelit. Väiksemate klientide puhul kasutab ettevõtte JIT meetodit ehk täppisajastatud varude tellimise mudelit. Lisaks hoitakse laos kuni 6 nimetust "majapaberit", mis on enim kasutatav igapäevaste tööde tarvis. (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 30.04.2018) Ettevõtte tegevjuhi kirjeldatud varude juhtimise mudelid on antud ettevõttes suutnud hoida varude käibeväldet rahuldaval tasemel.

DPO tulemus on 2014.-2016. aastal järjest tõusnud ning 2017. aastal on toimunud väike langus (vt tabel 2.2). Järelikult on tarnijatele tasumata arvete osakaal võrreldes müüdud kaupade kuluga järk-järgult tõusnud ning 2017. aastal toimunud DPO tulemuse languse põhjuseks on eelkõige müüdud kaupade kulu suur tõus. Ettevõtte efektiivsuse seisukohast tuleks antud näitajat hoida võimalikult kõrgel ehk maksta arved nii hilja kui võimalik. Üldtunnustatud kriteeriumit antud näitajal küll ei ole, kuid võrrelda saab seda Statistikaametiga. Võrreldes statistikaametiga (vt lisa 14) on 2014.-2016. aastal DPO tulemus üle kolmanda kvartiili, seega antud näitaja tulemuse ettevõttes võib lugeda väga heaks. DPO kõrge tulemus viitab sellele, et ettevõtte arvete tasumise protsess on ettevõtte seisukohalt väga efektiivne ning tõenäoliselt on ettevõtte oma tarnijatelt pikemaid maksetähtaegasid taotlenud.

Tabelist 2.2 on näha, et CCC tulemus on viimastel aastatel langenud ning suurim langus toimus 2017. aastal. 2017. aastal toimunud CCC tulemuse languse põhjuseks on eelkõige DIO järsk langus, kuna DPO ja DSO tulemused püsisid eelmise perioodiga võrreldes üsna stabiilsena. Seega CCC tulemuse suur langus 2017. aastal on toimunud suurelt jaolt tõenäoliselt tänu sellele, et tootmisosakond on ettevõttes varude juhtimist efektiivsemalt korraldanud võrreldes eelmise perioodiga.

Ettevõtte seisukohalt on hea, kui CCC tulemus on võimalikult lühike või lausa negatiivne ning 2017. aastal on selle näitaja tulemus lausa -23. See tähendab, et 2017. aastal laekusid ettevõttele ostjatelt arved keskmiselt 23 päeva varem, kui ettevõtte tasus enda kreditoorsete võlgnevuste eest. Võrreldes Statistikaameti näitajatega (vt lisa 14) jäävad 2014. ja 2016. aastal CCC tulemused alla 1. kvartiili, mis on selle näitaja puhul väga hea tulemus ning 2015. aastal napilt üle 1. kvartiili. See tähendab, et võrreldes teiste töötleva tööstuse ettevõtetega on Pajo raha konversioonitsükli tulemus üldiselt parima neljandiku hulgas olnud. Kuna raha konversioonitsükli tulemus on ettevõttes väga hea ja 2017. aastal lausa negatiivne, siis tõenäoliselt ettevõttes rahaliste ressursside tasemega seonduva probleemi põhjuseks ei ole CCC. Sellest tulenevalt on vajalik analüüsida ka likviidsuse ja maksevõime aspekti, et näha, kui suur on probleem ettevõttes seoses raha puudusega.

Vaadeldavatel aastatel on Pajo puhaskäibekapital negatiivne (vt tabel 2.3), mis näitab, et lühiajalist kapitali kasutatakse osaliselt põhivara finantseerimiseks. Lühiajaline kapital on küll odavam ressurss kui pikaajaline kapital, kuid ettevõtte likviidsuse hindamise seisukohalt on negatiivne puhaskäibekapital halb näitaja ning võib viidata võimalikele makseraskustele ettevõttes. Selline variant on ettevõtte likviidsuse kohapealt väga riskantne, kuna ettearvamatuteks kulutusteks või raha konversioonitsükli pikenemise korral ei ole ettevõttel oma tegevuse finantseerimiseks ressursi.

Tabel 2.3. Pajo likviidsuse ja maksevõime analüüs

Likviidsuse ja maksevõime suhtarvud	Ühik	Näitaja	2014	2015	2016	2017
Puhaskäibekapital	€	NWC	-220 793	-323 218	-315 987	-435 834
Lühiajaliste kohustuste kattekordaja	korda	CR	0,79	0,69	0,77	0,64
Likviidsuskordaja	korda	QR	0,56	0,42	0,39	0,40

Kiire maksevalmiduse kordaja	korda	CAR	0,18	0,01	0,05	0,03
Intressikulude kattekordaja	korda	TIE	1,86	6,53	2,41	-1,58
Võlakordaja	%	DR	92	79	76	79
Z-skoor	arv	Z	0,11	0,89	0,54	-0,26

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017 (autori arvutused)

Maailmas üldtunnustatud kriteeriumi järgi on likviidsuse kõige laiem mõõdik CR on Pajol vaadeldud aastatel väga nõrk (vt tabel 2.3), kuna tulemus jääb alla üldtunnustatud kriteeriumi, milleks on 1,2. Ettevõtte CR tulemus on kõigil aastatel alla ühe, mis tähendab, et antud ettevõttes käibevarad ei kata lühiajalisi kohustusi. CR tulemus on kõige madalam 2017. aastal, kattes käibevaradega lühiajalisi kohustusi vaid 0,64 korda. Suure languse CR tulemusel 2017. aastal võrreldes 2016. aastaga põhjustas see, et käibevarade maht langes rohkem kui lühiajaliste kohustuste maht. Bilansi horisontaalanalüüsi järgi (vt lisa 8) langes käibevarade maht 2017. aastal 26%, kuid sealjuures lühiajaliste kohustuste maht langes 11%. Suur langus käibevarades tulenes eelkõige varude taseme langusest, mis ühest küljest mõjutab ettevõtte efektiivsust positiivselt, kuna eelpool vaadeldud varude käibevälte tulemus (vt tabel 2.3) tegi tänu sellele suure languse, kuid samas likviidsust mõjutab varude väike hulk negatiivselt.

CR tulemusele parema hinnangu andmiseks võrdleb autor antud näitaja tulemusi Statistikaameti näitajatega (vt lisa 14). Statistikaameti näitajatega võrdluse tulemusel selgub, et ettevõtte CR tulemused jäävad 2014.-2016. aastal alla 1. kvartiili, mis tähendab, et võrreldes teiste töötleva tööstuse ettevõtetega on antud ettevõtte likviidsustulemused väga nõrgad. Likviidsuse detailsemaks analüüsiks tuleks vaadata likviidsuskordajat (QR). Seda põhjusel, et CR on likviidsuse hindamisel veidi halb mõõdik, kuna see arvestab lühiajaliste kohustuste katmisel ka varudega, kuid kuna varud ei ole eriti likviidne vara, tuleb analüüsida ettevõtte võimet tasuda lühiajalisi kohustusi likviidsemate varade abil.

Pajo QR tulemus (vt tabel 2.3 lk 36) on 2015. aastal teinud suure languse ja peale seda on antud näitaja tulemus püsinud üsna stabiilsena. Likviidsusnäitajate muutustest saab hea ülevaate jooniselt 2.2. Jooniselt 2.2 on näha, et QR tulemus on püsinud stabiilsena ka siis, kui CR tulemustes on toimunud suured muutused. QR tulemuse stabiilsuse põhjuseks on bilansi horisontaalanalüüsi järgi (vt lisa 8) see, et muutused ettevõtte likviidsemates

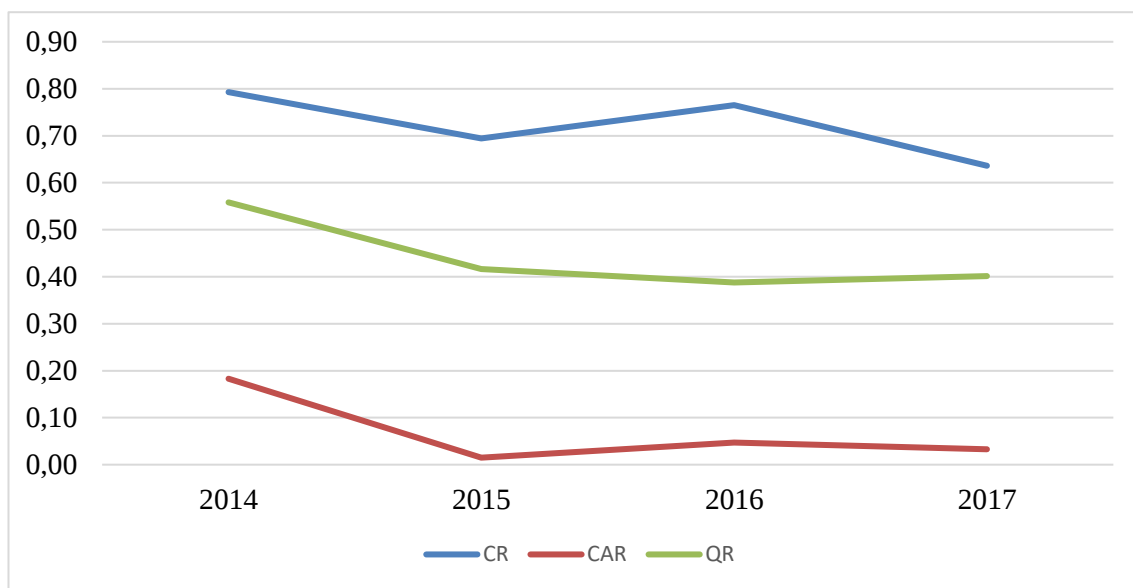
varades (raha ja nõuded ja ettemaksed) on teinud sarnaseid muutuseid nagu lühiajalised kohustused. Näiteks 2016. aastal lühiajaliste kohustuste hulk küll tõusis, kuid sealjuures tegi suure tõusu ka raha hulk ning 2017. aastal raha tase langes, kuid sealjuures langes ka lühiajaliste kohustuste hulk.

QR tulemuse hindamiseks on tarvis võrrelda seda üldtunnustatud kriteeriumiga. Üldtunnustatud kriteeriumi järgi võib QR tulemused lugeda kõigil vaadeldud aastatel rahuldavaks, jäädes 0,31 ja 0,9 vahele. Üldtunnustatud kriteeriumi järgi on QR tulemus parem, kui eelpool vaadeldud CR tulemus, kuna varude osakaal bilansis ei ole eriti suur. Seega kui käibevaradest vähem likviidne vara ehk varud lahutada, jääb likviidsete varade tase võrreldes lühiajaliste kohustustega rahuldavale tasemele.

QR tulemused võivad valdkonniti üsna palju erineda, seega täpsema hinnangu andmiseks on tarvis QR tulemust võrrelda Statistikaameti näitajatega sarnasest tegevusvaldkonnast (vt lisa 14). Võrdluses Statistikaametiga on aga näha, et QR tulemused on väga nõrgad, kuna paiknevad 2014.-2016. aastal alla 1. kvartiili. Seega kui üldtunnustatud kriteeriumi järgi oleks QR tulemus rahuldav, siis sama valdkonna teiste ettevõtetega võrreldes jääb tulemus nõrgaks. Põhjuseks on raha ning nõuete ja ettemaksete vähene hulk võrreldes lühiajaliste kohustustega, seega teiste sama valdkonna ettevõtetega võrreldes suudab Pajo lühiajalisi kohustusi nõuete ja ettemaksete ning rahaga katta üsna väikeses mahus.

Kõige kitsama likviidsusmõõdiku CAR tulemus (vt tabel 2.3 lk 36) on 2015. aastal suure languse teinud võrreldes 2014. aastaga ning seejärel püsinud stabiilselt madalana. 2015. aastal toimunud suure CAR tulemuse languse põhjustas bilansi horisontaalanalüüsi järgi (vt lisa 8) raha taseme langus 92% võrra. Üldtunnustatud kriteeriumi järgi ei tohiks antud suhtarv alla 0,1 langeda, seega 2014. aasta tulemuse võib lugeda rahuldavaks, kuid 2015.-2017. aastal on CAR tulemus väga nõrk. Kõige kehvem CAR tulemus oli ettevõttes 2015. aastal, mil ettevõtte kõige likviidsem vara ehk raha kattis vaid 1% lühiajalistest kohustustest. 2017. aastal oli selleks tulemuseks 3%, mis on samuti väga nõrk. Statistikaamet seda suhtarvu ei arvuta, seega hinnata saab seda näitajat ainult üldtunnustatud kriteeriumi abil. Likviidsussuhtarvude analüüsimise puhul aga tuleb arvestada sellega, et likviidsussuhtarvud on arvutatud vaid aasta lõpu seisuga ning aasta lõikes need tulemused kõiguvad.

Lühiajaliste kohustuste kattekordaja (CR), likviidsuskordaja (QR) ja kiire maksevalmiduse kordaja (CAR) tulemusi on aastate lõikes graafiliselt kirjeldatud joonisel 2.2. Joonisel 2.2 on näha, kuidas likviidsussuhtarvude muutused on aastatel 2014-2017 üsna sarnased. Joonise järgi võib öelda, et vaadeldud aastatest on Pajo likviidsus kõigi likviidsussuhtarvude järgi kõige parem olnud aastal 2014. Kõige halvema likviidsustulemusega on olnud aastad 2015 ja 2017.



Joonis 2.2. Pajo likviidsussuhtarvud aastatel 2014-2017. Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017 (autori arvutused)

Likviidsuse kõrval on oluline hinnata ka ettevõtte maksevõimet ehk võimet tasuda pikaajalisi kohustusi. Võlakordaja (DR) on oluline suhtarv maksevõime hindamiseks. Tabelis 2.3 (vt lk 36) on väljatoodud lisaks likviidsussuhtarvudele ka võlakordaja tulemused aastatel 2014-2017. Võlakordaja tulemused on kõigil aastatel väga kõrged ning ettevõtte maksevõime seisukohalt ei ole see kindlasti hea. Kõige kõrgem oli DR tulemus 2014. aastal (92%), kuid 2015. aastal toimus järsk langus. 2014. aastal väga kõrge DR tulemuse põhjustas EAS-lt 2010. aastal saadud sihtfinantseeringu arvestamine kohustusena, kuna sihtfinantseeringu tingimus ei olnud veel täidetud, milleks oli 5 aastat trükiseadmete sihtotstarbelist kasutamist. Bilansi vertikaalanalüüsi (vt lisa 11) järgi oli sihtfinantseeringu osakaal võrreldes kirjega „varad kokku“ üsna suur, olles 11%. 2015. aastal ettevõtte täitis sihtfinantseeringu tingimused ning selle tulemusena pikaajaliste

kohustuste hulk bilansi horisontaalanalüüsi järgi (vt lisa 8) langes 29%. Peale 2015. aastat on DR tulemus püsinud üsna stabiilsena - 2016. aastal toimus väike langus ning 2017. aastal väike tõus.

DR tulemuse hindamiseks on tarvis seda võrrelda üldtunnustatud kriteeriumiga. Üldtunnustatud kriteeriumi järgi ei tohiks antud näitaja tulemus olla suurem kui 70%. Pajol on aga DR tulemus kõigil vaadeldud aastatel üldtunnustatud kriteeriumist kõrgem. Selleks, et anda täpsem hinnang antud näitajale, tuleb seda lisaks võrrelda Statistikaameti näitajatega sarnasest tegevusvaldkonnast. Statistikaameti näitajatega võrreldes on samuti DR tulemus väga kõrge, kuna paikneb 2014.-2016. aastal üle kolmanda kvartiili. Seega Pajo võlakordaja on oluliselt kõrgem kui enamusel töötleva tööstuse valdkonna ettevõtetel.

Seoses võla suure osakaaluga uuriti tegevjuhilt, kuidas ettevõttes ise finantsriski tajutakse. Tegevjuhi sõnul igapäevases töös finantsrisk eriti tugevalt tajutav ei ole, kuid rohkem annab see tunda suvekuudel, kui tööde maht on väiksem ning sellest tulenevalt ka müügitulu madalam. Tegevjuht mainis lisaks, et üldiselt hoiab ettevõtte igapäevatoos konservatiivsemat joont ning ei tekitata liiga suuri varusid. (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 30.04.2018)

Võlakordaja kõrge tulemuse tõttu analüüsitud aastatel oli intervjuu käigus oluline uurida ka laenukohustuste hetkeseisu kohta. Tegevjuhi sõnul lõppes 2018. aasta aprillis laenukohustus, mille aastane maht 2017. aastal oli 264 000€. Tulenevalt sellest mainis ta, et tõenäoliselt ettevõtte likviidsustulemused peaksid 2018. aastal veidi tõusma.

Sedavõrd kõrged DR tulemused nagu Pajol vaadeldud aastatel on olnud, on võimalikku pankrotiohtu näitavad ning juhul kui ettevõttel peaks müügikäibes tekkima suurem langus, on pankrotioht ettevõttes väga reaalne. Seda põhjusel, et varadest väga suur osa on finantseeritud võõrkapitaliga, millest eriti suure osakaaluga on just intressikandev võlgnevus.

Võlakordaja võimalikku pankrotiohtu näitava tulemuse tõttu tuleks viia läbi Altmani Z-skoori abil ka pankrotianalüüs. Pankrotianalüüsi tulemused on leitavad tabelist 2.3 (vt lk 36). Altmani Z-skoori tulemus on ettevõttes kõigil vaadeldud aastatel üldtunnustatud

kriteeriumiga võrreldes väga nõrk, kuna tulemus on kõigil aastatel väiksem kui 1,1. Seega antud analüüsi tulemus näitab, et ettevõttes on pankrotioht suur ning 2017. aasta tulemus on lausa negatiivne. Negatiivse tulemuse 2017. aastal põhjustas ärikahjum, kuid pankrotistumise prognoosimisel on see oluline näitaja, kuna ettevõtte jätkusuutlikkus põhineb kasumi tootlikkusel. Reeglina ei lähe ettevõtted pankrotti mitte kahjumi tõttu, vaid maksevõime puudumisel, kuid kahjum omab ettevõtte maksevõimele suurt mõju, kui kahjum peaks olema pikaajaline. Seega ärikahjum on pankrotistumise prognoosimisel suureks ohumärgiks

Ettevõtte maksevõime seisukohalt on oluline uurida ka intresside kattekordajat (TIE), kuna intressikandva võla osakaal on antud ettevõttes väga suur. Seega on oluline vaadata, milline on ettevõtte võime tasuda võlaga kaasnevaid kulusid. Üldtunnustatud kriteeriumiga võrreldes on Pajo TIE tulemused nõrgad (vt tabel 2.3 lk 36), väljaarvatud 2015. aastal. Antud suhtarvu arvutab ka Statistikaamet ning Statistikaameti näitajatega võrreldes (vt lisa 14) jäi 2014. aasta TIE tulemus alla esimese kvartiili ning 2015.-2016. aastal esimese kvartiili ja mediaani vahele. Seega Pajo TIE tulemus 2015.-2016. aastal teiste töötleva tööstuse ettevõtetega võrreldes on rahuldav. TIE tulemuse hüppeline tõus 2015. aastal on mõjutatud ärikasumi tõusust, mille tingis 2010. aastal EAS-i toetuse abil trükiseadmete soetamine. 2015. aastal said tingimused täidetud ning ettevõtte kajastas saadud sihtfinantseeringu muu ärituluna. Kasumiaruande horisontaalanalüüsi järgi (vt lisa 7) toimus 2015. aastal peaaegu 5-kordne ärikasumi tõus võrreldes 2014. aastaga.

Antud töö probleemi aspektist on oluline analüüsida ka rentaablust, et näha aastate lõikes rentaabluse tulemuste muutuseid, kuna rahaliste ressursside madala taseme põhjuseks võib olla ka madal rentaablus. Rentaabluse analüüsimiseks on arvutatud välja rentaablussuhtarvud (vt tabel 2.4).

Tabel 2.4. Pajo rentaabluse analüüs

Rentaabluse analüüs (tulemused protsentides)	Näitaja	2014	2015	2016	2017
Käibe puhasrentaablus	PM	1,62	10,53	1,82	-3,84
Käibe ärirentaablus	PM*	3,69	12,90	3,36	-2,35
Varade rentaablus	ROA	1,88	12,25	2,52	-6,25
Omakapitali rentaablus	ROE	24,43	59	10,58	-29,10

Rentaabluse analüüs näitab, et ettevõtte kõik rentaablussuhtarvud on 2015. aastal teinud hüppelise kasvu, mis on tingitud eelmainitud EAS-i sihtfinantseeringu arvestamisest muu ärituluna, kuid peale 2015. aastat on rentaablus olnud languses ning 2017. aastal on kahjumi tõttu kõik rentaablussuhtarvud negatiivsed.

2017. aastal ettevõttes tekkinud kahjum tuleneb kasumiaruande vertikaalanalüüsi (vt lisa 10) järgi tõenäoliselt suurelt jaolt valmis- ja lõpetamata toodangu jääkide muutusest ja samal ajal müügitulu langusest. Võrreldes 2016. ja 2017. aasta kasumiaruande vertikaalanalüüsi, on näha, et teiste kasumiaruande näitajate protsendiline suhe müügitulusse on püsinud stabiilsena, kuid suurima muutuse on teinud kirje „valmis- ja lõpetamata toodangu jääkide muutus“. Suurim osakaal sellest kirjest on valmistoodangul, seega tõenäoliselt on ettevõtte müüinud suures mahus eelmisel perioodil valminud toodangut ning sellest tulenevalt on ka valmis- ja lõpetamata toodangu jääkide muutus 2017. aastal suure miinusega. Seega kokkuvõtlikult 2017. aastal tekkinud kahjum tuleneb sellest, et otsene sisend on kuluna kasvanud ja vastukaaluks on müügitulu hoopis langenud.

Konkreetselt 2017. aasta ärikahjumi osas uuriti tegevjuhilt (vt lisa 16), mis tekitas toodangu jääkides suure negatiivse muutuse ning kui müüdnud toodangu kulu tõusis, siis miks ikkagi müügitulu sealjuures langes. Tegevjuhi sõnul oli suur muutus toodangu jääkides tingitud sellest, et 2016. aasta detsembris valminud toodangule tehti müügiarved 2017. aastal. Kuid müügikäibe vähenemine toodangu kulude tõusmise juures oli tõenäoliselt eelkõige tingitud sellest, et sama käibe saamiseks nagu varasematel aastatel, tuli teha madalama rentaablusiga töid, kuna hinnasurve konkurentide poolt on tugev. Lisaks kaotas ettevõtte olulise osa Norra turust seoses maailmaturu kütusehindade kukkumise ja sellest tingituna Norra krooni kursi muutusega. Tegevjuht lisab, et 2017. käibe vähenemise üks põhjusi oli ka see, et üks ettevõtte võtmeklient pidi osa tellimusi edasi lükkama riigis toimunud koolireformi tõttu. (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 30.04.2018)

ROE tulemus on Pajol viimastel aastatel väga palju kõikunud (vt tabel 2.4 lk 41). Üldtunnustatud kriteeriumit antud suhtarvule ei ole, kuid ettevõtte kasumlikkuse seisukohalt on oluline selle tulemust maksimeerida. Statistikaametiga võrreldes on Pajo ROE tulemus (vt tabel 2.4 lk 41) 2014. aastal olnud hea, olles mediaani ja kolmanda kvartiili vahel ning 2015. aastal väga hea, olles üle kolmanda kvartiili, kuid peale seda on tulemus hakanud langema, jäädes 2016. aastal esimese kvartiili ja mediaani vahele ning 2017. aastal on tulemus negatiivne. 2017. aasta tulemust Statistikaametiga küll võrrelda ei saa, kuid negatiivne tulemus on väga halb, kuna negatiivne ROE tulemus viitab omanike rikkuse vähenemisele.

Statistikaametiga võrreldes on ROE tulemused 2014.-2016. aastal üsna head, kuid see on tulnud tõenäoliselt võõrfinantseerimise arvelt, kuna võlakordaja suurendamine võib tõsta omakapitali tootlust. Seda aga juhul, kui varade rentaablus ärikasumi tasemel on suurem kui tulumaksujärgne intressimäär. Antud ettevõttes on võla osakaal väga kõrge ning omakapitali osakaal sellest tulenevalt üsna väike ning see mõjutab ROE tulemust positiivselt.

Ettevõtte rentaabluse kohta üldisemat infot annab ROA analüüsimine, kuna selle abil näeb, kui efektiivselt ettevõtte kasumi teenimiseks varasid kasutab. Pajo ROA tulemus on 2016. aastal on kõrgem kui 2014. aastal (vt tabel 2.4 lk 41), kuigi kasum on mõlemal aastal praktiliselt sama (vt lisa 4). Põhjuseks on see, et varade hulk 2016. aastal on langenud võrreldes 2014. aastaga, seega 2016. aastal on ettevõtte suutnud väiksema varade hulgaga teenida praktiliselt sama suurt kasumit nagu 2014. aastal.

ROA tulemusele üldtunnustatud kriteeriumit küll ei ole, kuid ettevõtte kasumlikkuse seisukohast tuleks seda maksimeerida. Statistikaameti näitajatega võrreldes (vt lisa 14) jääb ettevõtte ROA tulemus 2014. ja 2016. aastal esimese kvartiili ja mediaani vahele ning 2015. aastal mediaani ja kolmanda kvartiili vahele. 2017. aasta ROA tulemus on kahjumist tulenevalt negatiivne, mis näitab, et varadest ei ole 2017. aastal kasumit genereeritud, vaid toodetakse kahjumit. Teistel aastatel on ettevõtte ROA tulemus olnud rahuldav ning 2015. aastal hea.

Käibe puhasrentaabluse (PM) ja käibe ärirentaabluse (PM*) analüüsi abil on näha, milline on siis vastavalt ettevõtte puhaskasumi osakaal müügikäibest või ärikasumi osakaal müügikäibest. Ärikasumi osakaal on oluline, et näeksime, milline on ettevõtte äritegevuse tulemus ning puhaskasumi osakaal näitab lisaks äritegevuse tulemusele ka ettevõtte finantseerimisotsuste mõju. Tabelis 2.4 (vt lk 41) on näha, et käibe ärirentaablus on 2016. aastal langenud võrreldes 2014. aastaga, kuid käibe puhasrentaabluse tulemus on 2016. aastal hoopis tõusnud. Seega võrreldes aastaid 2014 ja 2016, on näha, et kui ettevõtte ärikasumi osakaal müügikäibest on langenud, siis ettevõtte finantseerimisotsuste mõjul on puhaskasumi osakaal müügikäibest hoopis tõusnud. Seda muutust mõjutas kasumi vertikaalanalüüsi põhjal (vt lisa 10) eelkõige müügikäibest intressikulude osakaalu vähenemine. Intressikulud on vähenenud tõenäoliselt intressimäärade langemise tõttu, kuna lühiajaliste laenude maht on 2016. aastal jäänud varasema aastaga võrreldes sarnaseks, kuid intressikulud on langenud. Põhjus tundub olevat selles, et 2016. aastaks on kõrgema intressimääraga kohustused veidi vähenenud ning 2016. aastal võeti juurde uus kohustus (soetati kasutusrendiga üks sõiduk väärtuses ca 21 tuh eurot), mille intressimäär oli väiksem kui lõppenud kohustustel (AS Pajo ..., 2016).

Selleks et anda hinnang ettevõtte AS Pajo käiberentaabluse suhtarvudele, tuleks seda võrrelda Statistikaameti näitajatega. Statistikaametiga võrreldes (vt lisa 14) jäävad ettevõttele nii PM kui ka PM* tulemused 2014. ja 2016. aastal esimese kvartiili ja mediaani vahele ning 2015. aastal üle kolmanda kvartiili. Seega tulemused on olnud üldiselt rahuldavad ning 2015. aastal oli see väga hea, tingituna eelmainitud sihtfinantseeringu muu ärituluna arvestamisest. 2017. aastal kahjumist tingitud negatiivsed tulemused näitavad, et ettevõtte äritegevus on tootnud kahjumit.

Pajo käibe ärirentaabluse tulemused on viimastel aastatel olnud võrdlemisi madalad, kui arvestada ettevõtte tehtud investeeringute riski. Seega uurides tegevjuhilt selle kohta, millised olid ootused müügikäibe investeeringuid tehes, mainis ta, et tol hetkel oli ettevõttele teine tegevjuht ning tasuvusarvutusi temale ei jäetud, seega täpset vastust sellele ta kahjuks anda ei oska. Tõenäoliselt jäid müügikäibe ootused tema teada 5,5 milj euro kanti ning viimastel aastatel on rentaablus olnud oodatust madalam. Tegevjuhi sõnul tuleb arvestada ka sellega, et käibe kasvatamine suuremate mahtude kaudu on üks asi, aga palju

keerulisem on rentaabluse kasvatamine. Samuti mainib ta, et arvestades esialgseid ootuseid on suvekuudel käive osutunud väiksemaks. Sügisel, talvel ja kevadel on tööde maht üsna suur ning müügitulu täidab seatud ootuseid, kuid probleem on just suvekuudega, kuna trükindus on muutunud sesoonsemaks, kui see oli varem ning finantsplaani tegemisel sellega ilmselt ei ole arvestatud. Tegevjuhi sõnul oli mõne aasta eest 5 milj eurose käibe juures rentaablus ettevõtte jaoks rahuldav, kuid praegu on turuseis muutunud. (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 30.04.2018)

Ettevõtte tegevjuht mainis, et praegu tuleb loota rentaabluse kasvatamisele ning selleks on ettevõtte investeerinud uue juhtimis- ja tootmistarkvara programmi käivitamisesse. Uus programm käivitub lõplikult 2018. aasta juunis ning tänu sellele loodab ettevõtte kasvatada rentaablust läbi protsesside juhtimise parendamise. Uus programm peaks võimaldab kalkuleerida trükiprojektide kulusid täpsemalt, andes võimaluse saada paremini ettevõttele sobivaid töid ning vältida neid töid, mis ettevõttelt enam ressursse nõuavad. Lisaks muutub tootmise planeerimine automatiseerituks ning seeläbi tekib võimalus pakkuda klientidele kiiremaid tähtaegasid ja hoida kokku kulusid. (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 30.04.2018)

Täpsema hinnangu andmiseks raha liikumise kohta ettevõttes on oluline uurida rahavoogude aruannet. Rahavoogude aruande järgi määratledes on ettevõtte elutsükel kõigil vaadeldud aastatel küpsusfaasis (vt tabel 2.6). Küpsusfaasis ettevõttele viitavad positiivsed rahavood äritegevusest ning negatiivsed rahavood investeerimis- ja finantseerimistegevusest. Seega küpsusfaasis ettevõtte teenib äritegevusest piisavalt, et teha investeeringuid laienemiseks ja maksta tagasi võetud kohustusi.

Tabel 2.6. AS Pajo rahavoogude mudelid

Rahavoogude mudelid	Näitaja	2014	2015	2016	2017
Rahavoog äritegevusest	CFO	+	+	+	+
Rahavoog investeerimistegevusest	CFI	-	-	-	-
Rahavoog finantseerimistegevusest	CFF	-	-	-	-

Allikas: Pajo AS majandusaasta aruanded 2014-2017 (autori koostatud)

Rahavoogude vertikaalanalüüsi (vt lisa 12) läbiviimisel võeti positiivsete kirjete korral baasnäitajaks raha sissevoogude summa ja negatiivsete kirjete puhul raha väljavoogude

summa ning võrreldi rahavoogude aruande kirjete protsendilist suhet baasnäitajasse. Olulisemate kirjete protsendilised tulemused on väljatoodud ka joonisel 2.3. Rahavoogude vertikaalanalüüsi tulemuste järgi on ärikasumi osakaal võrreldes baasnäitajaga alates 2016. aastast langenud ning madalaim on 2017. aasta tulemus, mil ettevõttel oli ärikahjum. 2017. aasta raha sissevoogudest moodustavad 2017. aastal suurima osa põhivara kulum ja väärtuse langus ning varude muutus. Kirje „põhivara kulum ja väärtuse langus“ ei ole otseselt rahaline, vaid see korrigeerib ärikasumit rahaliseks. Varudest vabanev raha 2017. aastal tuleneb tõenäoliselt sellest, et ettevõtte on müünud eelmisel perioodil soetatud ja toodetud varusid, seega seda enam oleks sellest tulenevalt pidanud müügitulu tõusma, mitte langema.

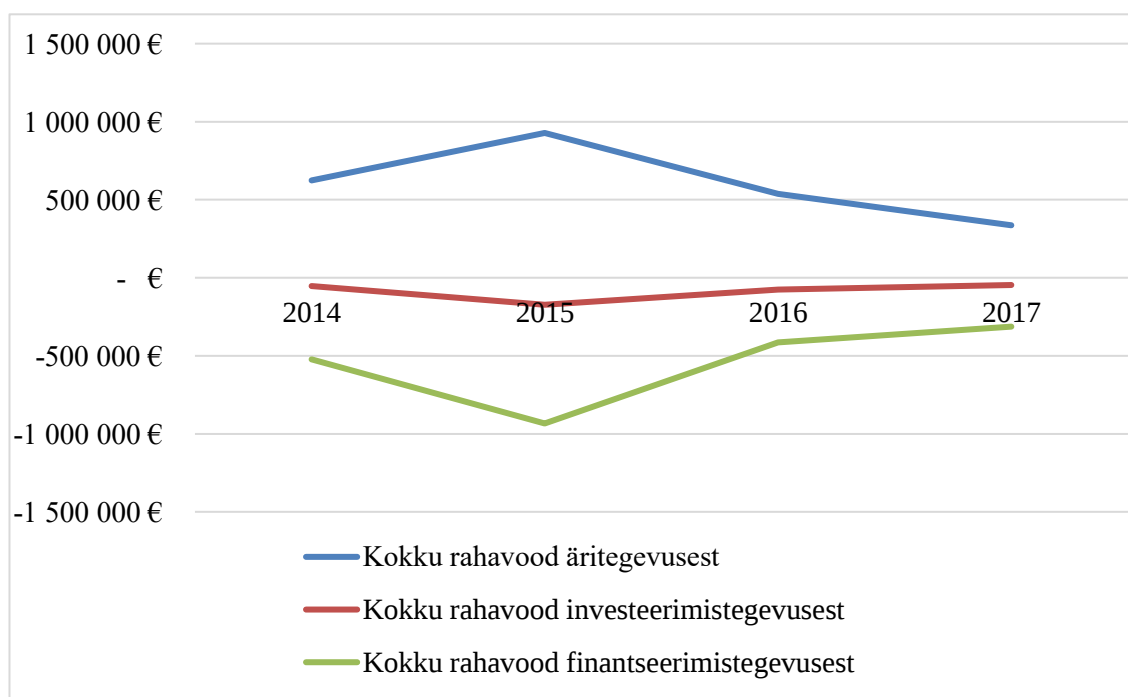
Pajo rahavoogude vertikaalanalüüs (%)	V2014	V2015	V2016	V2017
Rahavood äritegevusest				
Ärikasum (kahjum)	21	49	19	20
Korrigeerimised				
Põhivara kulum ja väärtuse langus	53	40	46	60
Kasum (kahjum) põhivara müügist	6	0	0	0
Muud korrigeerimised	0	2	2	2
Äritegevusega seotud nõuete ja ettemaksete muutus	4	2	5	7
Varude muutus	15	3	26	38
Äritegevusega seotud kohustuste ja ettemaksete muutus	3	2	53	1
Laekunud intressid	0	0	0	0
Makstud intressid	12	8	11	13
Muud rahavood äritegevusest	0	0	0	0
Rahavood investeerimistegevusest				
Tasutud materiaalse ja immateriaalse põhivara soetamisel	14	13	10	8
Laekunud materiaalse ja immateriaalse põhivara müügist	8	0	1	0
Tasutud muude finantsinvesteeringute soetamisel	0	0	0	0
Laekunud muude finantsinvesteeringute müügist	0	0	0	0
Rahavood finantseerimistegevusest				
Saadud laenud	0	7	0	0
Saadud laenude tagasimaksed	7	18	24	24
Arvelduskrediidi saldo muutus	0	0	0	0
Kapitalirendi põhiosa tagasimaksed	55	19	24	27
Muud laekumised finantseerimistegevusest	0	36	0	0
Raha sissevood kokku:	100%	100%	100%	100%
Raha väljavood kokku:	100%	100%	100%	100%

	Raha sissevood
	Raha väljavood

Joonis 2.3. Pajo rahavoogude aruande vertikaalanalüüs 2014-2017. Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017 (autori arvutused)

Joonisel 2.3 on näha, et investeerimistegevusest tekkinud rahavoogude osakaal on olnud alati üsna väike ning viimastel aastatel on see langenud. Seega ettevõtte rahavoogude analüüsi järgi tundub, et äritegevusest tekkinud rahavooge kasutatakse suuremalt jaolt laenude tagastamiseks ning investeerimistegevuse maht on langemas.

Pajol on vaadeldud aastatel rahavood äritegevusest (CFO) sarnase osakaaluga ja sarnaste muutustega nagu rahavood finantseerimistegevusest (CFF). CFO ja CFF muutuste sarnasust on illustreeritud ka joonisel 2.4. Jooniselt peegeldub, et väga suur osa äritegevusest tekkinud rahavoogudest kulub ettevõtte finantseerimisele. 2015. ja 2017. aastal on rahavoogude summa investeerimis- ja finantseerimistegevusest suurem kui äritegevusest tekkinud rahavoogude summa ning tulenevalt sellest on mõlemal aastal toimunud negatiivne raha ja raha ekvivalentide muutus.



Joonis 2.4. Pajo rahavoogude muutused. Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017

Läbiviidud finantsanalüüsi põhjal võib järeldada, et ettevõttes tekitab periooditi rahaliste ressursside puudust laiemas vaates eelkõige laenude suur osakaal ettevõttes ja sealjuures madal rentaablus. Kitsamas vaates, kui konkreetset 2017. aasta finantsanalüüsi tulemusi

analüüsida, siis probleemi süvendab see, otsene sisend on kuluna kasvanud ja müügitulu langenud.

2.3. Järeldused ja ettepanekud

Antud alapeatükis määrab autor finantsanalüüsi ja intervjuu tulemuste põhjal täpsemad põhjused, mis on Pajos periooditi rahaliste ressursside puudust tekitanud. Tulenevalt põhjustest teeb autor ettepanekuid olukorra parandamiseks.

Finantsanalüüsi järgi on ettevõtte likviidsus väga nõrk. Seega nõrk likviidsus on tõenäoliselt üheks põhjuseks, miks ettevõtte tunnetab periooditi tekkivaid makseraskuseid üsna tugevalt. Sealjuures mainis tegevjuht, et eelkõige annab probleem likviidsusega tunda suveperioodidel, kui müügitulu sesoonsuse tõttu väheneb aga sealjuures lühiajalised kohustused vajavad tasumist (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 30.04.2018).

Finantsanalüüsist tuli välja, et ka pikaajalise likviidsuse ehk maksevõime olulise suhtarvu võlakordaja tulemus on halb, kuna kõigil vaadeldud perioodidel on see tulemus suur ehk võla osakaal on ettevõttes väga kõrge. Kõrge võlakordaja viitab sellele, et finantsrisk ettevõttes on suur ning müügikäibe vähenedes võib pankrot olla väga reaalne. Seega ettevõtte jaoks on eelkõige oluline hoida müügikäibe tase stabiilsena või võimalusel seda kasvatada.

Likviidsuse ja maksevõime tulemused peaksid hakkama ettevõttel paranema, kuna ettevõtte hetkel suuri investeeringuid ei plaani ning keskendutakse laenude tagastamisele. Ettevõtte tegevjuht mainis, et ettevõttel lõppes 2018. aasta aprillis üsna suur laen, kuid 2020. ja 2022. aastani on ettevõttel tarvis tagastada veel kaks suuremahulist laenu (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 30.04.2018). Seega kohustuste hulk püsib ettevõttes veel mõnda aega kõrge ning lähiajal ei tohiks ettevõtte võõrkapitali abil suuri investeeringuid teha, vaid peaks keskenduma kohustuste tasumisele, et võla osakaalu ettevõttes vähendada ja seeläbi finantsriski ettevõttes maandada.

Ajutised makseraskused veel pankrotiohtu küll ei tähenda, kuid ettevõtte võib enda kreditoride silmis kaotada usaldusväarsuse. Halvim variant, mis saab juhtuda, on

pikaajaline ja pidev maksejõuetus ehk pankrot. Seega senikaua, kui 2022. aastani on ettevõttel veel vaja tasuda suures mahus pikaajalist laenu, peab ettevõtte finantseerimis- ja investeerimisotsuseid väga kaalutletult tegema.

Arvestades kõrget finantsriski ettevõttes olid ka ettevõtte rentaabluuse tulemused viimastel aastatel nõrgad. Kõige madalam oli rentaabluus ärikahjumi tõttu 2017. aastal. Selgus, et ettevõtte tehtud investeeringud ei ole toonud oodatud tulu ning viimastel aastatel on rentaabluus olnud hinnasurve tõttu esialgu seatud ootustest madalam. Seega kuna kohustuste hulk püsib siiski suur, on likviidsuse tulemuste parandamiseks oluline lisaks kohustuste vähendamisele tegeleda ka müügikäibe ja rentaabluuse kasvatamisega.

Intervjuust tegevjuhiga selgus, et 2017. aastal andis finantsrisk tugevamalt tunda, kuna likviidsus on ettevõttel nõrk ning 2017. aastal hinnataseme langus süvendas puudust rahalistest ressurssidest, kuna müüdud kaupade kulu osakaal müügitulust tõusis oluliselt. Intervjuu tulemuste põhjal võib järeldada, et ettevõtte nõrgad likviidsustulemused tulenevad sellest, et tehtud investeeringud ei ole täitnud seatud ootuseid.

Praeguses seisus, kus likviidsus on ettevõttes väga nõrk ja sealjuures rentaabluuse tulemused kehvad, on ettevõtte jaoks väga oluline panna rõhk müügikäibe kasvatamisele ning sealjuures müüdud toodangu kulu vähendamisele, et tõsta ettevõtte rentaabluust. Tänu sellele, et üks suur laen 2018. aastal lõppes, ettevõtte likviidsus tõenäoliselt veidi paraneb. Rentaabluuse osas loodab ettevõtte hetkel uue juhtimis- ja tootmisprogrammi käivitamisele, mis automatiseerib tootmise planeerimist ning seeläbi vähendab ka tootmiskulusid.

Nii nagu ka intervjuu käigus tegevjuht (Karmen Vesselov, suuline vestlus, 30.04.2018) ütles: „käibemahu kasvatamine on üks asi, kuid rentaabluuse kasvatamine on palju keerulisem“. Seega rentaabluuse tõstmiseks soovib autor ettevõttel teha tihedat koostööd oma klientidega, et leida suurema lisandväärtusega tooteid ning nendega integreeritavaid teenuseid. Niivõrd suurte kohustuste osakaalu puhul nagu see on antud ettevõttes, peab ettevõtte keskenduma hinnataseme hoidmisele ning ei tohiks seda lasta nii madalale nagu 2017. aastal.

KOKKUVÕTE

Ettevõttes tekkivad finantsraskused võivad olla ajutised ning ei pruugi viidata millelegi väga tõsisele, kuid kui finantsraskused tekivad sagedasti ning ettevõttes on pidevalt puudus rahalisest ressurssidest, on see ohumärgiks. Seega on oluline teha kindlaks, mis põhjustab ettevõttes finantsraskuseid. Käesoleva lõputöö eesmärgiks oli leida, mis tekitab ettevõttes AS Pajo puudust ettevõtte kõige likviidsemast varast ehk rahast, et edaspidi antud ettevõtte teaks, mis on probleemi allikaks ning saaks sellega tegeleda.

Raha puuduse tekkimine võib viidata mitmetele probleemidele, seega antud töös uuriti efektiivsuse, likviidsuse, maksevõime ja rentaabluse aspekti ning arvutati välja ka vastavad suhtarvud. Sealjuures vaadeldi ja analüüsiti ka ettevõtte rahavoogusid, kuna see on heaks teabeallikaks, et saada ülevaade raha laekumistest ja väljaminekutest ettevõttes. Samuti viidi läbi kasumiaruande, bilansi ja rahavoogude vertikaal- ja horisontaalanalüüs, et kirjeldada suhtarvudes toimunud muutuste põhjuseid. Saadud finantstulemusi võrreldi võimaluse korral ka Statistikaameti poolt arvutatud tulemustega samas tegevusvaldkonnas, milleks antud töö puhul oli töötlev tööstus.

Ettevõtte efektiivsuse hindamiseks arvutas autor välja kreditoorse ja debitoorse võlgnevuse käibevälte, varude käibevälte ja nende abil ka raha konversioonitsükli. Nende näitajate tulemuste alusel tegi autor järeldused, et ettevõtte kogub nii debitoorseid võlgnevusi efektiivselt kui ka korraldab enda kreditoorsete võlgnevuste tasumist väga efektiivselt. Varude juhtimise käibevälde jäi rahuldavale tasemele, kuid kõigi nende kolme komponendi abil arvutatud raha konversioonitsükli tulemus oli siiski väga hea. 2017. aastal oli raha konversioonitsükli tulemus lausa negatiivne, seega ettevõtte sai ostjatelt raha kätte varem kui pidi ise tarnijatele tasuma. Seega efektiivsuse aspektist ei

saanud raha puuduse põhjuseks olla raha konversioonitsükkel, kuna selle tulemus on ettevõttel väga hea.

Ettevõtte lühiajalise maksevõime ehk likviidsuse hindamiseks arvutas autor välja puhta käibekapitali suuruse, lühiajaliste kohustuste kattekordaja, likviidsuskordaja ja kiire maksevalmiduse kordaja. Nende suhtarvude alusel võib öelda, et ettevõtte likviidsus on väga nõrk. Likviidsuse tulemused olid kõigi vaadeldud aastate lõikes väga nõrgad, kuid kõige halvemad olid likviidsuse tulemused 2017. aastal.

Pikaajalise maksevõime hindamiseks arvutas autor välja võlakordaja tulemuse, et näha, kui suur on võla osakaal ettevõttes ning arvutati välja ka intresside kattekordaja, et näha, milline on ettevõtte võime tasuda võõrkapitaliga seotud kulusid. Võlakordaja tulemus viitas ohtlikult kõrgele võla osakaalule ning väga suure osa sellest moodustas intressikandev võlg. Kuna võlakordaja viitas pankrotiohule antud ettevõttes, arvutas autor ka Altmani Z-skoori, mis näitab ettevõtte pankrotistumise ohtu. Altmani Z-skoori tulemused viitasid kõigil vaadeldud aastatel suurele pankrotiohule. 2017. aasta Z-skoor oli ärikahjumist tulenevalt lausa negatiivne ning pankrotistumise prognoosimisel on see oluline näitaja, kuna ettevõtte jätkusuutlikkus sõltub ettevõtte tootlikkusest. Seega ärikahjum on pankrotistumise prognoosimisel suureks ohumärgiks.

Rentaabluse analüüsimiseks arvutas autor välja käibe puhasrentaabluse, käibe ärirentaabluse, varade rentaabluse ja omakapitali rentaabluse. Arvestades ettevõtte suurt finantsriski kõrge võlakordaja tõttu, võib öelda, et rentaabluse tulemused on ettevõttel kehvavõitu. Järelikult on antud puhul tegemist ettevõttega, mis on väikese rentaabluse juures teinud väga riskantseid investeeringuid.

Selleks, et näha täpsemalt, millised muutused on ettevõtte rahakontol toimunud, viis autor läbi rahavoogude vertikaal- ja horisontaalanalüüsi. Rahavoogude analüüsi abil on võimalik näha, kas probleemi põhjuseks on suured investeeringud, suures mahus laenude tagastused või midagi muud. Analüüsi tulemustest selgus, et probleemi põhjuseks on eelkõige suures mahus laenude tagastused. Ettevõtte äritegevusest tekkinud rahavood **kuluvad igal aastal väga suures mahus laenude tagastamisele.**

Antud finantsanalüüsi tulemuste põhjal võib öelda, et ettevõttel AS Pajo on eelkõige probleem likviidsusega ning 2017. aastal süendas seda probleemi see, et otsene sisend kuluna tõusis võrreldes müügikäibe vähenemisega. Seega ettevõtte jaoks on väga oluline hoida müügitulu stabiilsena ja veelgi parem oleks selle kasvatamine. Sedavõrd kõrge võlakordaja tulemuse puhul nagu antud ettevõttes on, ei tohi ettevõtte endale müügitulu langust lubada. Müügikäibe juures on oluline ka rentaabluse kasvatamine. Rentaabluse kasvatamiseks soovib autor ettevõttel välja selgitada, mis on nende kõige kõrgema lisandväärtusega tooted ja keskenduda eelkõige nendele. Samuti on vaja üle vaadata, millised tooted on väga väikese lisandväärtusega ning võib-olla peaks ettevõtte kaaluma sellistest toodetest loobumist.

VIIDATUD ALLIKAD

- Altman, E.I. (1968) Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23, 589– 609.
- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (1996). *Financial Management: Theory and Practice*. Dryden Press.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2007). *Fundamentals of Financial Management* (11rd ed.). USA: Thomson South-Western.
- Brindescu-Olariu, D. (2016). Bankruptcy prediction based on the debt ratio. *Theoretical & Applied Economics*, 23, 145-156.
- Bruwer, W. S., Hamman, W. (2008). Cash-flow tells a story: how can cash-flow patterns assist analysts in investigating a company's financial health? *USB Leaders' Lab Magazine*, 2, 21-24.
- Capkun, V., Hameri, A.P., & Weiss, L.A. (2009). On the relationship between inventory and financial performance in manufacturing companies. *International Journal of Operations & Production Management*, 29, 789–806.
- Chang, C. (2017) Cash conversion cycle and corporate performance: Global evidence. *International Review of Economics and Finance*, 1, 1-14. DOI: 10.1016/j.iref.2017.12.014
- Churchill, N. C., & Mullins, J. W. (2001). How Fast Can Your Company Afford to Grow? *Harvard Business Review*. 79, 135-142.
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30, 573- 588.
- Dickinson, V. (2010). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 30, 1969-1994.

- Ebben, J. J., Johnson, A. C. (2011). Cash Conversion Cycle Management in Small Firms: Relationships with Liquidity, Invested Capital, and Firm Performance. *Journal of small business and entrepreneurship*, 24, 381-396.
- Eljelly, A. M. A. (2004). Liquidity – profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce and Management*. 14, 42-61.
- Fabozzi, F. J., & Peterson, P. P. (2003). *Financial Management and Analysis* (2nd Ed.). John Wiley & Sons.
- Flaganan, B. (2005). Managing Working Capital. *Business Credit*, 107, 26-29.
- Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 164-177.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States. *Business and Economics Journal*, 2010, 1-10.
- Hatefi, S. M., Torabi, S. A., & Bagheri, P. (2014). Multi-criteria ABC inventory classification with mixed quantitative and qualitative criteria. *International Journal of Production Research*. 52, 776-786.
- Hayward, A. (2013). E-invoicing in the Construction Industry: e-Invoicing holds the key to improving Accounts Payable efficiency and Maximizing Supplier Relations. *Credit Control*, 34, 27-30.
- Heine, M. L. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA models. *Journal of Finance*, 1-54. DOI: 10.4337/9780857936097.00027
- Hutchison, P. D., Farris II, M. T., & Anders, S. B. (2007). Cash-to-Cash Analysis and Management. *CPA Journal*, 77, 42-47.
- Jędrzejczak-Gas, J. (2017). Net Working Capital Management Strategies in the Construction Enterprises Listed on the NewConnect Market. *Procedia Engineering*, 182, 306-313. DOI: 10.1016/j.proeng.2017.03.098
- Kallas, K. (2002). *Finantsarvestuse alused*. Tallinna raamatutrukikoda.
- Karu, S. (2000). *Rahakäibe juhtimine* (I osa). Rafiko.
- Kelly, S. (2015). Shining a Light on Receivables. Treasury & Risk. *Special report*, 2-11.

- Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2006). *Corporate working capital management: Determinants and Consequences*. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/242506805_Corporate_working_capital_management_Determinants_and_Consequences
- Kijewska, A. (2016). Determinants of the return on equity ratio (ROE) on the example of companies from metallurgy and mining sector in Poland. *Metalurgija*, 55, 285-288.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. Valuation. (2010). *Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). New York: McKinsey & Company.
- Korkmaz, Ö. (2016). The effects of profitability ratios on debt ratio: the sample of the bist manufacturing industry. *Financial Studies*, 20, 35-54.
- Kroes, J. R., & Manikas, A. S. (2014). Cash flow management and manufacturing firm financial performance: A longitudinal perspective. *International Journal of Production Economics*, 148, 37-50.
- Kõomägi, M. (2006). *Ärirahandus*. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.
- Lamon, J. (2009). Accounts Payable: Three Pathways to Process Efficiency. *Infonomics*. 23, 38-41.
- Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19, 26-35.
- Lin, W. D, Chan, E. S., Kwan, L. F. (2017). Integrated value stream mapping and simulation for cash-to-cash cycle time improvement of a machining facility. *International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management*, 2063-2067. doi: 10.1109/IEEM.2017.8290255
- Mariotti, S., Glackin C. (2015). *Entrepreneurship & Small Business Management*. (2nd ed.). Great Britain: Pearson.
- Mitra, S., Nandi, K. C. (2013). Linkage between Liquidity, Risk and Profitability: A Study with Reference to Eastern Coalfields Ltd. *Journal of Institute of Public Enterprise*, 36, 29-48.
- Muscettola, M. (2014). Cash Conversion Cycle and Firm's Profitability: An Empirical Analysis on a Sample of 4,226 Manufacturing SMEs of Italy. *International Journal of Business and Management*, 9, 25-35.

- Narayanan, L. (2008). How to Reduce Cash Flow By Improving DSO. *Managing Credit, Receivables & Collections*, 8, 1-12.
- Nobanee, H., Abdullatif, M., & AlHajjar, M. (2011). Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms. *Asian Review of Accounting*, 19, 147-156.
- Oakland, J. S. (2006). *Terviklik kvaliteedijuhtimine*. Külim.
- Padachi, K. (2006). Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms. *International Review of Business Research Papers*, 2, 45-58.
- Pajo AS. *Majandusaasta aruanne 2014*.
- Pajo AS. *Majandusaasta aruanne 2015*.
- Pajo AS. *Majandusaasta aruanne 2016*.
- Pajo AS. *Majandusaasta aruanne 2017*.
- Pajo AS. *Töökorralduslik juhend 2018*.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation*. Cengage Learning.
- Panigrahi, A. K. (2013). Cash Conversion Cycle and Firms Profitability – a Study of Cement Manufacturing Companies of India. *International Journal of Current Research*. 5, 1484-1488.
- Payne, S. (2005). Accounts payable: Why Cinderella must go to the ball. *Journal of Corporate Accounting & Finance*. 17, 33-36.
- Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis. *Financial Management Association*, 9, 32-38.
- Rünkla, J. (2003). *Ärianalüüs*. Külim.
- Schaeffer, M. S. (2010). Cash management initiatives for your accounts payable operations. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 22, 35-38.
- Shin, H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. *Financial Practise and Education*, 8, 37-45.
- Soffer, Leonard C., Soffer, Robin J. (2003). *Financial statement analysis: a valuation approach*. (3rd ed). Prentice Hall.
- Tangsucheeva, R., & Prabhu, V. (2013). Modeling and analysis of cash-flow bullwhip in supply chain. *International Journal of Production Economics*, 145, 431–447.

- Talonpoika, A., Monto, S., Pirttilä, M., & Kärri, T. (2014). Modifying the cash conversion cycle: revealing concealed advance payments. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 63, 341-353.
- Teearu, A., & Krumm, E. (2005). *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Pegasus.
- Uyar, A. (2009). The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 24, 186-193.
- Vasiu, D. E., Baltes, N., Gheorghe, I. N. (2015). Liquidity ratios. A structural and dynamic analysis, during 2006-2012, of the companies having the business line in industry and construction, listed and traded on the Bucharest Stock Exchange. *Theoretical & Applied Economics*, 22, lk 187-206.
- Zeidan, R., & Shapir, O. M. (2017). Cash Conversion Cycle and Value-enhancing operations: Theory and Evidence for a Free Lunch. *Journal of Corporate Finance*, 45, 203-219.
- Zelman, W. N., McCue M. J., Glick, N.D. (2009). *Financial Management of Health Care Organizations: An Introduction to Fundamental Tools, Concepts and Applications (3rd ed.)*. USA: Josey-Bass.
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2014). The impact of cash conversion cycle on firm profitability : An empirical study based on Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, 10, 442-452.
- White, G. I., Sondi, A. C., Fried, H. D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements (3rd ed.)*. John Wiley & Sons.
- Wilson, M. (2013). Beyond DSO: Intelligent Receivables Management Can Improve Customer Relationships. *Financial Executive*, 29, 54-55.

Lisa 1. Uurimismeetodite tabel

Meetod	Üldkogum	Väljund	Ajavahemik
Teooria analüüs	Teemaga seonduv teaduskirjandus	Empiirilise uuringu läbiviimiseks vajalik kontseptuaalne alus.	01.02-14.03.2018
Empiiriline analüüs	AS Pajo kvartalsete finantstulemuste süvaanalüüs	Põhjalik rahakonversioonitsükli analüüs ettevõtte kvartalsete tulemuste põhjal. Alus intervjuule ja tulemuste analüüsile.	19.03-09.04.2018
Intervjuu	AS Pajo tegevjuht	Ettevõtte tegevjuhi nägemus raha konversioonitsükli mõjutajatest ettevõttes ja kirjeldus empiirilise analüüsi tulemuste kohta. Alus tulemuste analüüsile.	Aprilli teine nädal
Tulemuste analüüs	Uuringust saadud väärtused	Soovitused AS Pajole ettevõttes finantsolukorra parendamiseks.	12.04-23.04.2018

Allikas: autori koostatud

Lisa 2. Varude juhtimise mudelite valemid

EOQ ehk optimaalse tellimuse koguse mudel. See mudel aitab leida optimaalse varude tellimise koguse igaks tellimise korraks nii, et perioodi jooksul on varudega kaasnevad kulud minimeeritud. (Fabozzi, Peterson, 2003, lk 666) Varudega kaasnevateks kuludeks on tellimis- ja ladustamiskulud (Kõomägi, 2006, lk 174). EOQ mudel eeldab, et (Fabozzi, Peterson, 2003, lk 667):

- varud võetakse koheselt lattu;
- varusid kasutatakse ühtlaselt terve perioodi jooksul;
- varudest puuduse tekkimine ei ole soovitud.

Ettevõtted, mis vastavad loetelus mainitud eeldustele, saavad EOQ mudeli abil minimeerida materjalidega kaasnevaid kulusid. EOQ ehk Q^* ehk varude tellimise optimaalne kogus avaldub (Kõomägi, 2006, lk 175):

$$Q^* = EOQ = \sqrt{\frac{2 \times F \times S}{C \times P}},$$

kus F – tellimise kulud ühe tellimuse kohta,
 S – konkreetse materjali (kauba) vajadus perioodis,
 C – säilituskulu % toote hinnast,
 P – ühe ühiku hind.

EOQ mudeli tulemusele võib vajadusel lisaks liita ka kindlustusvaru. Kindlustusvaru on varu, mida omatakse üle tavapärase vajaduse, et kaitsta end nõudluse ettenägematu kõikumise (keskmist ületav nõudlus) või tarnimise ebakindluse (hilinemine, väärtarne jms) vastu. (Fabozzi, Peterson, 2003, lk 668)

Lisa 3. Loobumiskulu määra valem

Loobumiskulu määr (AIC) on kulumäär, mis tekib, kui kaupa müüv või teenust osutav ettevõtte loobub hinnaalanduse pakkumisest ning tal tuleb debitoorse võlgnevuse laekumist kauem oodata. Loobumiskulu määra tuleb võrrelda ettevõtte kapitali hinnaga, Kui kapitali hind on odavam kui AIC, siis tuleks kliendil võtta pakkumine vastu. (Kõomägi, 2006, lk 169) Loobumiskulu määra saab leida järgmise valemiga (Kõomägi, 2006, lk 168):

$$AIC = \frac{a}{1 - a} \times \frac{360}{c - b},$$

kus a – hinnaalanduse %,
 b – hinnaalandusega päevade arv,
 c – kogu krediidiperioodi pikkus.

Lisa 4. AS Pajo kasumiaruanne 2014-2017.a.

Pajo AS kasumiaruanne (skeem 1) eurodes	2014	2015	2016	2017
Müügitulu	4 959 004	4 537 140	5 247 658	5 144 594
Muud äritulud	57 924	556 057	87 086	86 222
Valmis- ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus	-137 222	49 948	185 703	-194 045
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-2 968 305	-2 812 830	-3 382 088	-3 288 030
Mitmesugused tegevuskulud	-229 858	-292 119	-316 856	-244 276
Tööjõukulud	-929 062	-923 860	-1 123 548	-1 091 255
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-471 722	-476 128	-510 284	-520 341
Muud ärikulud	-97 884	-53 002	-11 535	-13 887
ÄRIKASUM (KAHJUM)	182 875	585 206	176 136	-121 018
Kasum (kahjum) finantsinvesteeringutelt	-4 362	-17 953	-1 223	441
Intressikulud	-98 278	-89 650	-73 105	-76 739
KASUM (KAHJUM) ENNE TULUMAKSUSTAMIST	80 235	477 603	101 808	-197 316
Tulumaks	0	0	-6 400	0
ARUANDEAASTA KASUM (KAHJUM)	80 235	477 603	95 408	-197 316

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017

Lisa 5. AS Pajo bilanss 2014-2017.a.

Pajo AS bilanss (eurodes)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
VARAD				
Käibevara				
Raha	195 004	15 785	63 546	39 621
Nõuded ja ettemaksed	415 694	444 701	468 395	445 729
Varud	234 394	274 661	497 307	276 670
KOKKU KÄIBEVARA	845 092	735 147	1 029 248	762 020
Põhivara				
Nõuded ja ettemaksed	2 766	0	17 200	0
Materiaalne põhivara	3 420 691	3 164 300	2 745 959	2 394 915
KOKKU PÕHIVARA	3 423 457	3 164 300	2 763 159	2 394 915
KOKKU VARAD	4 268 549	3 899 447	3 792 407	3 156 935
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL				
Kohustused				
Lühiajalised kohustused				
Laenukohustused	525 855	500 814	503 667	360 665
Võlad ja ettemaksed	540 030	557 551	841 568	837 189
KOKKU LÜHIAJALISED KOHUSTUSED	1 065 885	1 058 365	1 345 235	1 197 854
Pikaajalised kohustused				
Laenukohustused	2 388 012	2 035 077	1 545 760	1 280 985
Sihtfinantseerimine	486250	0	0	0
KOKKU PIKAAJALISED KOHUSTUSED	2 874 262	2 035 077	1 545 760	1 280 985
KOKKU KOHUSTUSED	3 940 147	3 093 442	2 890 995	2 478 839
Omakapital				
Aksiakapital nimiväärtuses	256 000	256 000	256 000	256 000
Oma aktsiad	-130 000	-130 000	0	0
Kohustuslik reservkapial	25 565	25 565	25 565	25 600
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	96 602	176 837	524 439	593 812
Aruandeaasta kasum (kahjum)	80 235	477 603	95 408	-197 316
KOKKU OMAKAPITAL	328 402	806 005	901 412	678 096
KOKKU KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	4 268 549	3 899 447	3 792 407	3 156 935

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017

Lisa 6. AS Pajo rahavoogude aruanne 2014-2017.a.

Pajo AS rahavoogude aruanne (eurodes)	2014	2015	2016	2017
Rahavood äritegevusest				
Ärikasum (kahjum)	182 875	585 206	176 136	-121 018
Korrigeerimised				
Põhivara kulum ja väärtuse langus	471 722	476 128	418 341	351 044
Kasum (kahjum) põhivara müügist	-54 377	-3 884	-998	-521
Muud korrigeerimised	0	26 106	21 202	10 765
Äritegevusega seotud nõuete ja ettemaksete muutus	-35 651	-26 241	-40 894	-39 866
Varude muutus	131 322	-40 267	-222 646	220 637
Äritegevusega seotud kohustuste ja ettemaksete muutus	30 938	17 521	284 017	-4 379
Laekunud intressid	378	149	160	113
Makstud intressid	-103 018	-107 752	-98 052	-81 256
Muud rahavood äritegevusest	-981	819	-712	632
Kokku rahavood äritegevusest	623 208	927 785	536 554	336 151
Rahavood investeerimistegevusest				
Tasutud materiaalse ja immateriaalse põhivara soetamisel	-121 167	-174 067	-84 380	-47 289
Laekunud materiaalse ja immateriaalse põhivara müügist	68 142	849	9 050	612
Tasutud muude finantsinvesteeringute soetamisel	0	0	0	0
Laekunud muude finantsinvesteeringute müügist	0	0	0	0
Kokku rahavood investeerimistegevusest	-53 025	-173 218	-75 330	-46 677
Rahavood finantseerimistegevusest				
Saadud laenud	0	80 000	0	0
Saadud laenude tagasimaksed	-58 409	-244 590	-202 447	-148 025
Arvelduskrediidi saldo muutus	-599	202	-918	512
Kapitalirendi põhiosa tagasimaksed	-464 909	-256 010	-210 098	-165 886
Muud laekumised finantseerimistegevusest	0	-513 388	0	0
Kokku rahavood finantseerimistegevusest	-523 917	-933 786	-413 463	-313 399
Raha ja raha ekvivalendid perioodi alguses	148 738	195 004	15 785	63 546
Raha ja raha ekvivalentide muutus	46 266	-179 219	47 761	-23 925
Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus	195 004	15 785	63 546	39 621

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017

Lisa 7. AS Pajo kasumiaruande horisontaalanalüüs baasaastata 2014-2017.a.

Pajo AS kasumiaruanne (skeem 1) eurodes	$\Delta X=2015-2014$	%	$\Delta X=2016-2015$	%	$\Delta X=2017-2016$	%
Müügitulu	100	100	710 518	16	-103 064	-2
Muud äritulud	498 133	860	-468 971	-84	-864	-1
Valmis- ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus	187 170	-136	135 755	272	-379 748	-204
Kaubad, toore, materjal ja teenused	155 475	-5	-569 258	20	94 058	-3
Mitmesugused tegevuskulud	-62 261	27	-24 737	8	72 580	-23
Tööjõukulud	5 202	-1	-199 688	22	32 293	-3
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-4 406	1	-34 156	7	-10 057	2
Muud ärikulud	44 882	-46	41 467	-78	-2 352	20
ÄRIKASUM (KAHJUM)	402 331	220	-409 070	-70	-297 154	-169
Kasum (kahjum) finantsinvesteeringutelt	-13 591	312	16 730	-93	1 664	-136
Intressikulud	8 628	-9	16 545	-18	-3 634	5
KASUM (KAHJUM) ENNE TULUMAKSUSTAMIST	397 368	495	-375 795	-79	-299 124	-294
Tulumaks	0	Ei saa	-6 400	Ei saa	6 400	-100
ARUANDEAASTA KASUM (KAHJUM)	397 368	495	-382 195	-80	-292 724	-307

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017, autori arvutused

Lisa 8. AS Pajo bilansi horisontaalanalüüs baasaastata 2014-2017.a.

Pajo AS bilanss (eurodes)	ΔX=2015-2014	%	ΔX=2016-2015	%	ΔX=2017-2016	%
VARAD						
Käibevara						
Raha	-179 219	47 761	-23 925	-39 616	-4	1
Nõuded ja ettemaksed	29 007	7	23 694	5	-22 666	-5
Varud	40 267	17	222 646	81	-220 637	-44
KOKKU KÄIBEVARA	-109 945	-13	294 101	40	-267 228	-26
Põhivara						
Nõuded ja ettemaksed	-2 766	-100	17 200	ei saa	-17 200	-100
Materiaalne põhivara	-256 391	-7	-418 341	-13	-351 044	-13
KOKKU PÕHIVARA	-259 157	-8	-401 141	-13	-368 244	-13
KOKKU VARAD	-369 102	-9	-107 040	-3	-635 472	-17
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL						
Kohustused						
Lühiajalised kohustused						
Laenukohustused	-25 041	-5	2 853	1	-143 002	-28
Võlad ja ettemaksed	17 521	3	284 017	51	-4 379	-1
KOKKU LÜHIAJALISED KOHUSTUSED	-7 520	-1	286 870	27	-147 381	-11
Pikaajalised kohustused						
Laenukohustused	-352 935	-15	-489 317	-24	-264 775	-17
Sihtfinantseerimine	-486 250	-100	0	0	0	0
KOKKU PIKAAJALISED KOHUSTUSED	-839 185	-29	-489 317	-24	-264 775	-17
KOKKU KOHUSTUSED	-846 705	-21	-202 447	-7	-412 156	-14
Omakapital						
Aktsiakapital nimiväärtuses	0	0	0	0	0	0
Oma aktsiad	0	0	130 000	-100	0	0
Kohustuslik reservkapial	0	0	0	0	35	0
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	80 235	83	347 602	197	69 373	13
Aruandeaasta kasum (kahjum)	397 368	495	-382 195	-80	-292 724	-307
KOKKU OMAKAPITAL	477 603	145	95 407	12	-223 316	-25
KOKKU KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	-369 102	-9	-107 040	-3	-635 472	-17

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017, autori arvutused

Lisa 9. AS Pajo rahavoogude aruande horisontaalanalüüs baasaastata 2014-2017.a.

Pajo AS rahavoogude aruanne (eurodes)	ΔX=2015-2014	%	ΔX=2016-2015	%	ΔX=2017-2016	%
Rahavood äritegevusest						
Ärikasum (kahjum)	402 331	220	-409 070	-70	-297 154	-169
Korrigeerimised						
Põhivara kulum ja väärtuse langus	4 406	1	-57 787	-12	-67 297	-16
Kasum (kahjum) põhivara müügist	50 493	-93	2 886	-74	477	-48
Muud korrigeerimised	26 106	ei saa	-4 904	-19	-10 437	-49
Äritegevusega seotud nõuete ja ettemaksete muutus	9 410	-26	-14 653	56	1 028	-3
Varude muutus	-171 589	-131	-182 379	453	443 283	-199
Äritegevusega seotud kohustuste ja ettemaksete muutus	-13 417	-43	266 496	1 521	-288 396	-102
Laekunud intressid	-229	-61	11	7	-47	-29
Makstud intressid	-4 734	5	9 700	-9	16 796	-17
Muud rahavood äritegevusest	1 800	-183	-1 531	-187	1 344	-189
Kokku rahavood äritegevusest	304 577	49	-391 231	-42	-200 403	-37
Rahavood investeerimistegevusest						
Tasutud materiaalse ja immateriaalse põhivara soetamisel	-52 900	44	89 687	-52	37 091	-44
Laekunud materiaalse ja immateriaalse põhivara müügist	-67 293	-99	8 201	966	-8 438	-93
Tasutud muude finantsinvesteeringute soetamisel	0	0	0	0	0	0
Laekunud muude finantsinvesteeringute müügist	0	0	0	0	0	0
Kokku rahavood investeerimistegevusest	-120 193	227	97 888	-57	28 653	-38
Rahavood finantseerimistegevusest						
Saadud laenud	80 000	ei saa	-80 000	-100	0	0
Saadud laenude tagasimaksed	-186 181	319	42 143	-17	54 422	-27
Arvelduskrediidi saldo muutus	801	-134	-1 120	-554	1 430	-156
Kapitalirendi põhiosa tagasimaksed	208 899	-45	45 912	-18	44 212	-21
Muud laekumised finantseerimistegevusest	-513 388	ei saa	513 388	-100	0	0
Kokku rahavood finantseerimistegevusest	-409 869	78	520 323	-56	100 064	-24
Raha ja raha ekvivalendid perioodi alguses	46 266	31	-179 219	-92	47 761	303
Raha ja raha ekvivalentide muutus	-225 485	-487	226 980	-127	-71 686	-150
Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus	-179 219	-92	47 761	303	-23 925	-38

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017, autori arvutused

Lisa 10. AS Pajo kasumiaruande vertikaalanalüüs 2014-2017.a.

Pajo AS kasumiaruanne (skeem 1)	V2014 (%)	V2015 (%)	V2016 (%)	V2017 (%)
Müügitulu	100	100	100	100
Muud äritulud	1,17	12,26	1,66	1,68
Valmis- ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus	-2,77	1,10	3,54	-3,77
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-59,86	-62,00	-64,45	-63,91
Mitmesugused tegevuskulud	-4,64	-6,44	-6,04	-4,75
Tööjõukulud	-18,73	-20,36	-21,41	-21,21
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-9,51	-10,49	-9,72	-10,11
Muud ärikulud	-1,97	-1,17	-0,22	-0,27
ÄRIKASUM (KAHJUM)	3,69	12,90	3,36	-2,35
Kasum (kahjum) finantsinvesteeringutelt	-0,09	-0,40	-0,02	0,01
Intressikulud	-1,98	-1,98	-1,39	-1,49
KASUM (KAHJUM) ENNE TULUMAKSUSTAMIST	1,62	10,53	1,94	-3,84
Tulumaks	0,00	0,00	-0,12	0,00
ARUANDEAASTA KASUM (KAHJUM)	1,62	10,53	1,82	-3,84

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017, autori arvutused

Lisa 11. AS Pajo bilansi vertikaalanalüüs 2014-2017.a.

Pajo AS bilansi vertikaalanalüüs %-des	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
VARAD				
Käibevara				
Raha	5	0	2	1
Nõuded ja ettemaksed	10	11	12	14
Varud	5	7	13	9
KOKKU KÄIBEVARA	20	19	27	24
Põhivara				
Nõuded ja ettemaksed	0	0	0	0
Materiaalne põhivara	80	81	72	76
KOKKU PÕHIVARA	80	81	73	76
KOKKU VARAD	100	100	100	100
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL				
Kohustused				
Lühiajalised kohustused				
Laenukohustused	12	13	13	11
Võlad ja ettemaksed	13	14	22	27
KOKKU LÜHIAJALISED KOHUSTUSED	25	27	35	38
Pikaajalised kohustused				
Laenukohustused	56	52	41	41
Sihtfinantseerimine	11	0	0	0
KOKKU PIKAAJALISED KOHUSTUSED	67	52	41	41
KOKKU KOHUSTUSED	92	79	76	79
Omakapital				
Aktsiakapital nimiväärtuses	6	7	7	8
Oma aktsiad	-3	-3	0	0
Kohustuslik reservkapial	1	1	1	1
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	2	5	14	19
Aruandeaasta kasum (kahjum)	2	12	3	-6
KOKKU OMAKAPITAL	8	21	24	21
KOKKU KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	100	100	100	100

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017, autori arvutused

Lisa 12. AS Pajo rahavoogude aruande vertikaalanalüüs 2014-2017.a.

Pajo rahavoogude vertikaalanalüüs (%)	V2014	V2015	V2016	V2017
Rahavood äritegevusest				
Ärikasum (kahjum)	21	49	19	20
Korrigeerimised				
Põhivara kulum ja väärtuse langus	53	40	46	60
Kasum (kahjum) põhivara müügist	6	0	0	0
Muud korrigeerimised	0	2	2	2
Äritegevusega seotud nõuete ja ettemaksete muutus	4	2	5	7
Varude muutus	15	3	26	38
Äritegevusega seotud kohustuste ja ettemaksete muutus	3	2	53	1
Laekunud intressid	0	0	0	0
Makstud intressid	12	8	11	13
Muud rahavood äritegevusest	0	0	0	0
Rahavood investeerimistegevusest				
Tasutud materiaalse ja immateriaalse põhivara soetamisel	14	13	10	8
Laekunud materiaalse ja immateriaalse põhivara müügist	8	0	1	0
Tasutud muude finantsinvesteeringute soetamisel	0	0	0	0
Laekunud muude finantsinvesteeringute müügist	0	0	0	0
Rahavood finantseerimistegevusest				
Saadud laenud	0	7	0	0
Saadud laenude tagasimaksed	7	18	24	24
Arvelduskrediidi saldo muutus	0	0	0	0
Kapitalirendi põhiosa tagasimaksed	55	19	24	27
Muud laekumised finantseerimistegevusest	0	36	0	0

Raha sissevood kokku:	100%	100%	100%	100%
Raha väljavood kokku:	100%	100%	100%	100%

	Raha sissevood
	Raha väljavood

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017, autori arvutused

Lisa 13. AS Pajo efektiivsuse, likviidsuse, maksevõime ja rentaabluse suhtarvude analüüs 2014-2017.a.

PAJO AS SUHTARVUDE ANALÜÜS			Ühik	Näitaja	2014	2015	2016	2017
Efektiivsuse analüüs (tulemus päevades)					2014	2015	2016	2017
Debitoorse võlgnevuse käibevälde	päeva	DSO			22	25	21	21
Kreditoorse võlgnevuse käibevälde	päeva	DPO			49	58	79	73
Varude käibevälde	päeva	DIO			28	36	57	29
Raha konversioonitsükl	päeva	CCC			1	3	-1	-23
Likviidsuse ja maksevõime analüüs								
Puhaskäibekapital (rahaline tulemus)	€	NWC			-220 793	-323 218	-315 987	-435 834
Lühiajaliste kohustuste kattekordaja (maksevõime üldine tase)	korda	CR			✗ 0,79 ✗	0,69 ✗	0,77 ✗	0,64
Likviidsuskordaja (kiireloomuliste maksete tase)	korda	QR			! 0,56 !	0,42 !	0,39 !	0,40
Kiire maksevalmiduse kordaja	korda	CAR			! 0,18 ✗	0,01 ✗	0,05 ✗	0,03
Intresside kattekordaja	korda	TIE			✗ 1,86 ✓	6,53 ✗	2,41 ✗	-1,58
Võlakordaja	%	DR			✗ 92% ✗	79% ✗	76% ✗	79%
Pankrotianalüüs					2014	2015	2016	2017
Z-skoori analüüs	arv	Z			✗ 0,11 ✗	0,89 ✗	0,54 ✗	-0,26
Rentaabluse analüüs					2014	2015	2016	2017
Käiberentaablus	%	PM			1,62	10,53	1,82	-3,48
Ärimentaablus	%	PM*			3,69	12,90	3,36	-2,35
Varade rentaablus	%	ROA			1,88	12,25	2,52	-6,25
Omakapitali rentaablus	%	ROE			24,43	59,00	10,58	-29,10

✗ - tulemus võrreldes üldtunnustatud kriteeriumiga on halb;

! - tulemus võrreldes üldtunnustatud kriteeriumiga on kesine;

✓ - tulemus võrreldes üldtunnustatud kriteeriumiga on hea.

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017, autori arvutused

Lisa 14. Ettevõtete asendikeskmised statistikaameti järgi ja AS Pajo suhtarvud 2014-2016.a.

Suhtarv	Ühik	2014				2015				2016			
		3. kv	Med	1.kv	Pajo	3. kv	Med	1.kv	Pajo	3. kv	Med	1.kv	Pajo
DSO	päeva	47	27	8	22	46	28	8	25	48	29	11	21
DPO	päeva	47	26	8	49	46	26	8	58	51	29	10	79
DIO	päeva	61	23	0	28	62	23	0	36	65	29	0	57
CCC	päeva	94	38	3	1	94	38	2	3	96	39	3	-1
CR	korda	4,27	1,94	1,13	0,79	4,41	2,05	1,2	0,69	4,42	2,11	1,2	0,77
QR	korda	3,16	1,3	0,65	0,56	3,36	1,43	0,68	0,42	3,35	1,42	0,72	0,39
TIE	korda	33	12	2	1,86	44	15	2	6,53	42	15	2	2,41
DR	%	62	17	0	92	57	17	0	79	53	17	0	76
PM	%	9,86	3,83	-0,38	1,62	10,04	4,15	-0,61	10,53	10,62	4,36	0	1,82
PM*	%	10,38	4,12	-0,28	3,69	10,78	4,43	-0,4	12,9	11,25	4,7	0,05	3,36
ROA	%	15,77	5,54	-0,74	1,88	15,83	5,62	-0,94	12,25	15,8	6,5	0	2,52
ROE	%	29,22	11,28	0,1	24,43	30,73	10,95	-0,17	59	30,86	12,96	0,37	10,58

	alla 1. kvartiili
	1. kvartiili ja mediaani vahel
	täpselt mediaan
	mediaani ja 3. kvartiili vahel
	üle 3. kvartiili

Allikas: Statistikaamet, 2018 ja AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2016, autori arvutused

Lisa 15. AS Pajo rahavoo aruande mudelid 2014-2017.a.

Rahavoo aruande mudelid	Näitaja	2014	2015	2016	2017
Rahavoog äritegevusest	CFO	+	+	+	+
Rahavoog investeerimistegevusest	CFI	-	-	-	-
Rahavoog finantseerimistegevusest	CFF	-	-	-	-

Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2014-2017, autori koostatud

Lisa 16. Intervjuu AS Pajo tegevjuhiga

- Milliseid meetodeid ettevõtte varude juhtimiseks kasutab?

Varud hoitakse minimaalsed. Varude juhtimisel oleme lähtunud klientide grupeerimisest. Suurklientide puhul tellime lattu ette arvestusliku koguse materjale. Väiksemate klientide puhul tellime täpse koguse materjale konkreetse töö valmistamiseks peale tellimuse süsteemi sisestamist. Lisaks hoitakse laos kuni 6 nimetust “majapaberit”, mis on enim kasutatav igapäevaste tööde tarvis.

- Milline on ettevõtte krediitipoliitika (nii uutele kui pikaajastele klientidele)?
Kuidas toimub klientidele arvete meeldetuletamine, kui arve tähtaeg on möödunud?

Pikaajaste klientide puhul sõltub maksetähtaeg kokkulepetest. Suurklientidele pakutav maksetähtaeg on 45-60 päeva, sealjuures osadele suurklientidele pakume boonust 2% arvest, kui arve tasutakse varem (14 päeva jooksul). Väiksemate klientide maksetähtaeg jääb tavaliselt vahemikku 7-21 päeva. Päril uutele klientidele üldjuhul krediiti me pakkuda ei julge, tavaliselt kehtib uutele klientidele ettemaks täismahus või mõnikord pakume varianti tasuda arve 50% ulatuses enne tellimuse tegemist ja 50% enne kauba väljasaatmist.

Iga kliendi maksekäitumine on väga erinev ning arvete meeldetuletamisel läheneb iga müügi juht kliendile personaalselt. On kliente, kes hilinevad maksimisega krooniliselt, nende puhul tavaliselt tuletatakse arvet meelde kohe peale tähtaja möödumist. Nende klientide puhul, kelle maksekäitumine on üldiselt korralik olnud, tuletatakse arvet meelde veidi hiljem. Kui arved on üsna pikalt üle läinud, oleme nõuete kogumisel kasutanud ka inkasso teenuseid. Inkassosse saadetavate klientide hulk on aastas keskmiselt viis. Maha kanname 1-2 arvet aastas.

- Ettevõttes on võla osakaal väga suur, kuidas te ise finantsriski tajute?

Ettevõtte on üles ehitatud suures osas laenukapitalil, omanike sissemaksed on väikesed. Üldiselt hoiaime igaäevatöös konservatiivsemat joont, ei tekita liiga suuri varusid. Kuid igapäevastest toimingutest lähtudes ei ütleks, et finantsriski tugevalt tajuksime. Suvekuudel, kui tööde maht on väiksem, annab see veidi tugevamalt tunda.

- Millised ootused said müügikäibele seatud, kui ettevõtte tegi 2010. ja 2012. aastal suuri investeeringuid laienemisesse? Mis planeeriti investeeringute tasuvusajaks?

Investeeringute tegemise ajal oli ettevõttel teine tegevjuht, seega veidi raske on sellele küsimusele täpset vastust anda. Aga tol hetkel arvestati, et tänu investeeringule tõuseb müügitulu 5,5 miljoni euroni, sealjuures eeldati kindlasti ka suuremat rentaablust võrreldes praegusega. Täpse tasuvusaja ja rentaabluste kohta kahjuks ei oska ma vastust anda. Mõne aasta eest oli 5M käibe juures rentaablust ettevõtte jaoks täiesti rahuldav. Praegu on turuseis muutunud ja sama käibe saamiseks tuleb madalama rentaablustega tööd teha. Oluline turg, mis ära kukkus, oli Norra, ja seda seoses maailmaturu kütusehindade kukkumise ja Norra krooni kursi muutusega. Praegu tuleb loota rentaabluste suurendamisele, milleks oleme investeerinud juunis lõplikult käivituvale juhtimis- ja tootmistarkvara vahetusele.

- Kui palju on ettevõtte tulemused osutunud erinevaks võrreldes sellega, mida investeeringuid tehes plaaniti?

Rentaablus on viimastel aastatel oodatust väiksem.

- Arvestades finantsaspekte, mis on võrreldes esialgse finantsplaaniga läinud oodatust paremini ja mis kehvemini?

Arvestades esialgseid ootuseid on suvekuude käive osutunud väiksemaks. Sügisel, talvel ja kevadel on tööde maht üsna suur ning müügitulu täidab seatud ootuseid, kuid probleem on just suvekuudega. Paraku on trükindus muutunud sesoonsemaks kui see oli varem ning finantsplaani tegemisel sellega ilmselt ei ole arvestatud.

Muidugi tuleb arvestada ka sellega, et käibe kasvatamine suuremate mahtude kaudu on üks asi, aga palju keerulisem on rentaabluste kasvatamine. Rentaablust püüame kasvatada

läbi protsesside parema juhtimise, milleks annab võimaluse uus planeerimistarkvara. Selles on võimalik kalkuleerida trükiprojektide kulusid täpsemalt, andes võimaluse saada paremini meile sobivaid töid ning vältida neid töid, mis meilt ressursse enam nõuavad. Lisaks muutub planeerimine automatiseerituks, mis tekitab võimalusi võtta vastu kiireid kõrgema müügikattega töid.

- Milliste riskidega arvestati investeeringute tegemisel? Kas riskide realiseerumise puhul on ettevõttel olemas ka plaan B?

Eelkõige arvestati investeeringute tegemisel tehnoloogiliste riskidega, mis võivad tekkida masina töös tekkivate tõrgetega. Riske aitab vähendada aga tihe koostöö teiste trükikodadega, et probleemide esinemisel saaksime pakkuda klientidele ikkagi tarnekindlust ja kvaliteeti. Tehnilised probleemid oleme suutnud suhteliselt kiiresti ületada. olulisemad masinad on dubleeritud ning mehaanik on iga päev majas.

Suurim risk on seotud sellega, et liiga suur osa käibest on seotud ühe suurkliendiga. Selle maandamiseks otsime pidevalt uusi kontakte suuremate klientidega. Kokkuleppe sõlmimine on pikaajaline protsess, kuid kui see on saavutatud, et lahku klient ka veidi parema hinnataseme tõttu päevapealt, sest suudame pakkuda tarnekindlust.

- 2017. aastal oli valmis ja lõpetamata toodangu jääkide muutus suure miinusega. Mis võis olla põhjuseks, et müügitulu siis just langes? Kuna kui eelmise aasta (2016. a) toodang lisaks uue aasta (2017. a) omale veel maha müüdi, oleks tõenäoliselt olnud oodatav hoopis müügikäibe tõus.

Valmistoodangu jäägi muutus ei ole seotud müügitulu langusega. Valmistoodang oli aasta lõpus laos seetõttu, et üksikud suurkliendid ei soovinud tellitud kaupa aastavahetuseks enda bilanssi. Kogu kaup läks meie laost välja jaanuari esimesel nädalal.

2017. käibe vähenemise üks põhjusi oli ka see, et üks meie võtmeklient pidi osa tellimusi edasi lükkama riigis toinud koolireformi tõttu.

Müügikäibe vähenemise põhjuseks sealjuures võis suurelt jaolt olla konkurentide surve hinnale. Hinnatase 2017. aastal tegi päris suure languse, seega müügikäibe langus

hoolimata eelmisel perioodil valminud toodangu müügist on eelkõige tingitud katete vähenemisest töödel.

- Millal ja mis mahus on ettevõtte laenukohustused lõppemas?

Ettevõttel kusjuures väga suur laenukohustus lõppes just 27. aprillil 2018. See teeb finantsolukorra kindlasti veidi kergemaks. Selle laenu tagasimakse suurus aastas oli ca 264 000€. Järgmised suured laenud lõppevad 2020. ja 2022. aastal.

SUMMARY

FINANCIAL ANALYSIS OF A COMPANY IN THE CASE OF AS PAJO

Helena Kerstina Tintse

Financial difficulties in the company might be temporary and may not refer to anything serious. But it is a warning sign if financial difficulties appear frequently and company is often in the lack of cash. In this kind of situation it is important to find out what causes financial problems in the company.

The purpose of this thesis is to find out what causes the lack of cash periodically in company AS Pajo. Finding out the source of problem is important for AS Pajo to avoid or alleviate this kind of problems in the future. The lack of cash might indicate to several problems so in this thesis it was important to research the aspects of efficiency, liquidity, solvency and profitability. Also there were calculated corresponding ratios. Additionally the company's cash flows were analyzed as it is a good source of information to get a overview of company's income and expenses. Also there were conducted vertical and horizontal analysis for profit and loss statement, balance sheet and cash flow statement to describe the reasons for changes in ratios. The financial results that were obtained were also compared, where possible, with the results calculated by the Statistics Estonia in the same field of activity which in this case was the manufacturing industry.

Author calculated ratios for days payables outstanding, days sales outstanding and days inventory outstanding and through these three components there was calculated company's cash conversion cycle to measure company's effectiveness. Based on the results of these ratios, the author concluded that Pajo collects receivables and also arranges its own payables very efficiently. The inventory management remained at a satisfactory level, but through all three of these components the result of the conversion

cycle was very good. In 2017 the cash conversion cycle was even negative, so the company received money from buyers earlier than they had to pay to suppliers. Therefore from the aspect of efficiency, the cash conversion cycle could not be the reason for the lack of money.

Author calculated net working capital, current ratio, quick ratio and cash ratio to measure company's liquidity. Based on these ratios, it can be said that the company's liquidity is very weak. Liquidity results were very weak through all observed years, but liquidity results were worst in 2017.

For measuring long-term solvency author calculated dept ratio to see how big is the share of depts in company. Also author calculated TIE (time interest earned) ratio to see company's ability to pay debt related expenses. The result of the debt ratio referred to a dangerously high share of depts in company, so it was important to calculate Altman Z-score that shows the risk of company bankruptcy. In 2017 company's Z-score was even negative as a result of business loss, which is a bad result as the sustainability of a company depends on its productivity. Therefore, the business loss is a major risk indicator for bankruptcy prediction.

For analyzing profit author calculated profit margins, return on assets and return on equity. Due to the high financial risk of a company as a result of a high level of debt, it can be said that the profitability results were weak. These results refer to a company that has made made very risky investments with a low profitability.

In order to see more precisely what changes have occurred on the company's cash account, the author carried out vertical and horisontal analysis for cash flow statement. By analyzing cash flow it is possible to see if the problem in company is caused by large investments, large loan repayments, or something else. The results of the analysis revealed that the problem was mainly caused by the large volume of loan repayments. The cash flows generated by the company's operating are mostly covering repayments of loans.

Based on the results of this financial analysis, it can be said that AS Pajo's primar problem is with liquidity, and in 2017 this problem was stronger, because the direct input expense

increased compared to the decrease in sales turnover. Therefore, it is very important for the company to keep the sales revenue stable and even better would be growing it. The company can not afford to lower its sales revenue due to the high level of debt. Additionally to sales revenue it is also important to raise profitability. In order to increase its profitability, the author recommends to identify the products with the highest added value and focus on them in particular. It is also necessary to review which products have very low added value and maybe the company should consider removing such products from the selection.

LIHTLITSENTS

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Helena Kerstina Tintse,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose Ettevõtte finantsanalüüs AS Pajo näitel, mille juhendaja on Margus Kõomägi, MA,

1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2. üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu alates **16.05.2021** kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Pärnus, 16.05.2018