

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Mirian Ellermaa

Kati Rahnel

**ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE TÕSTMISE VÕIMALUSED  
ECOBIRCH AS NÄITEL**

Magistritöö

Juhendaja: Mark Kantšukov, MA

Tartu 2020

Suunan kaitsmisele .....

(juhendaja allkiri)

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

.....

(töö autorite allkirjad)

## SISUKORD

Sisukord.....	3
Sissejuhatus .....	4
1. Ettevõtte väärtuse tõstmise võimalused – teoreetilised alused .....	7
1.1. Ettevõtte väärtuse kujunemise raamistik.....	7
1.2. Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil.....	15
1.3. Ettevõtte väärtusloomet mõjutavad tegurid .....	27
2. Võimalused ettevõtte väärtuse tõstmiseks Ecobirch AS näitel .....	36
2.1. Ecobirch AS tutvustus, finantsseisund ja teostatud uuringu meetoodika .....	36
2.2. Ecobirch AS tegevuskeskkond ja hinnanguline väärtus .....	45
2.3. Ecobirch AS väärtust tõstvad tegurid.....	55
Kokkuvõte .....	68
Viidatud allikad.....	71
Lisad.....	76
<b>Lisa 1.</b> Ecobirch AS kasumiaruanne ja bilanss 31.12.19 ja 30.06.20 seisuga.....	76
<b>Lisa 2.</b> Poolstruktureeritud intervjuu küsimused .....	78
<b>Lisa 3.</b> <i>Pro forma</i> bilansi- ja kasumiaruande kirjete funktsionaalsed seosed.....	80
<b>Lisa 4.</b> Ecobirch AS ajalooline ja prognoosiperioodi ROIC .....	81
<b>Lisa 5.</b> Ecobirch AS prognoosiperioodi 2020 teine poolaasta-2024 rahavood, WACC ja väärtuse kujunemine.....	82
Summary .....	83

## SISSEJUHATUS

Ettevõtte elujõulisuse seisukohast on oluline pöörata tähelepanu ettevõtte pikaajalisele võimele kasvatada ettevõtte väärtust, läbi mille suureneb omanike rikkus. Seetõttu tuleb keskenduda teguritele, mis mõjutavad ettevõtte väärtust pikaajaliselt. Samuti on oluline välja selgitada väärtusloome protsessis osalevate tegurite mõju ettevõtte väärtusele. Kui tegur vähendab ettevõtte riski või suurendab rahavoogusid, siis loob ja tõstab see ettevõtte pikaajalist väärtust. Ettevõtte omanike seisukohast omab suurt tähtsust väärtust tõstvate tegurite tuvastamine ja seejärel mõista nende tegurite mõju konkreetse ettevõtte väärtusele.

Eestis on kirjutatud mitmeid magistritöid ettevõtte väärtuse kujunemise kohta, selgitatud on erinevaid väärtuse hindamise meetodeid ja on viidud läbi ettevõtete väärtuse hindamisi. Näiteks on Timo Hermlin oma 2013. aasta magistritöös uurinud, kuidas kujuneb ühe konkreetse ettevõtte väärtus valitud strateegiast lähtuvalt. Katrin Märdimäe on oma 2017. aasta magistritöös hinnanud ettevõtte väärtust ja erinevate äristrateegiate rakendamise mõju väärtusele. 2012. aastal analüüsis Karina Kenk kapitali struktuuri mõju ettevõtte väärtusele.

Käesoleva magistritöö teema on ajendatud uuritava ettevõtte Ecobirch AS soovist selgitada välja ettevõtte sisemist väärtust mõjutavad tegurid ja nende tegurite mõju ettevõtte väärtusele. Ecobirch AS tegevjuhi hinnangul planeeritakse mõne aasta pärast ettevõtte müüki ja seega on neil otsene huvi leidmaks võimalusi ettevõtte väärtuse tõstmiseks. Autorite hinnangul on ka varasemad ettevõtte väärtuse teemast kirjutatud tööd uurinud ettevõtte väärtuse kujunemist, kuid samal ajal ei ole keskendunud väärtuse mõjutamise võimalustele ega ole tehtud ettepanekuid väärtuse tõstmiseks.

Töös ei käsitleta erinevate väärtuse hindamise meetodite teoreetilist tagapõhja. Autorid annavad ülevaate diskonteeritud rahavoogude põhisest ettevõtte väärtuse hindamise meetodist. Uuritava ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatakse töös äritegevuse

diskonteeritud rahavoogude mudelit. Diskonteeritud rahavoogude meetod kasutab ettevõtte väärtuse hindamiseks nii mineviku andmete finantsanalüüsi käigus kogutud andmeid, samuti tegevuskeskkonna analüüsimise tulemusena kui ka tuleviku projektsioonide käigus kogutud andmeid. Autorite hinnangul ei arvesta teised väärtuse hindamise meetodid tulevikus tekkivate rahavoogudega. Mineviku andmete põhjal ettevõtte väärtuse hindamine ei anna ülevaadet ettevõtte hetkeseisust ja positiivsete rahavoogude teenimisvõimest tulevikus.

Magistritöö eesmärgiks on välja pakkuda Ecobirch AS omanikele lahendused ettevõtte väärtuse tõstmiseks pikaajalises perspektiivis. Magistritöö uurimisprobleemiks on välja selgitada, milliste ettevõtte väliste ja siseste tegurite abil on võimalik tõsta ettevõtte sisemist väärtust.

Selleks, et saavutada töö eesmärk, püstitasid töö autorid järgmised uurimisülesanded:

- Anda ülevaade ettevõtte väärtuse kujunemisest;
- selgitada ettevõtte väärtuse hindamist diskonteeritud rahavoogude meetodil;
- kirjeldada väärtuse tõstmise põhimõtteid ning tuua välja nii ettevõttesisesed kui ka -välised tegurid ettevõtte väärtuse tõstmiseks;
- anda ülevaade ettevõtetest Ecobirch AS ja kasutatud uuringumeetoditest;
- teostada ettevõtte väärtuse hindamine seisuga 30.06.2020, kasutades ettevõttele suunatud vabade rahavoogude mudelit;
- tuua välja erinevate väärtust tõstvate tegurite mõju Ecobirch AS hinnatud väärtusele seisuga 30.06.20;
- koostada ettepanekud Ecobirch ASile ettevõtte väärtuse tõstmiseks.

Töö koosneb kahest peatükist. Esimeses peatükis antakse ülevaade ettevõtte väärtusest ja selle kujunemisest, diskonteeritud rahavoogudel ettevõtte väärtuse hindamisest ja ettevõtte väärtuse tõstmise võimalustest. Esimese kolme uurimisülesande täitmiseks kasutati temaatilisi teadusartikleid, raamatuid ja uuringuid. Valdavalt kasutati teadusartikleid andmebaasidest EBSCO, Emerald ja JSTOR. Peamistest autoritest tuginetakse Doyle, Alexander, Koller, Goedhart, Wessels ja Fernández seisukohtadele.

Teises peatükis antakse ülevaade uuritavast ettevõtetest ning kirjeldatakse uuringu metoodikat ja tulemusi. Uuringu tulemuste põhjal tehti viimases alapeatükis järeldused ja

ettepanekud ning koostati soovitud ettevõtte väärtuse tõstmiseks. Tegevuskeskkonna analüüsimisel kasutati Eesti Panga majandusprognoose. Omakapitali kulukuse määra arvutamiseks kasutati andmeid Damodarani kodulehe andmebaasist, Eesti Rahandusministeeriumi kodulehelt ja Andressoni väikeettevõtte riskipremia komponente.

Empiirilises osas viidi läbi Ecobirch AS majandusaasta aruannete ja seotud dokumentatsiooni kvalitatiivne sisuanalüüs. Uuringu käigus tutvuti ettevõtte finantsaruandlusega ja teostati organisatsiooni dokumentide kvalitatiivne sisuanalüüs. Ettevõtte tegevjuhiga viidi läbi poolstruktureeritud intervjuud, mille käigus kogutud esmastele verbaalsetele andmetele teostati sisuanalüüs. Intervjuu käigus kogutud andmed lisasid usaldusväärsust teistele tekstilistele andmetele.

Sisuanalüüsi tulemusena kogutud andmete põhjal teostati diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades ettevõtte väärtuse hindamine. Jätkuperioodi *pro forma* bilansis kasutati intervjuu käigus kogutud verbaalseid andmeid. Ettevõtte ja tegevuskeskkonna analüüsid SWOT, PESTLE, Porteri 5 konkurentsijõudu ja Osterwaldi Ärimudel koostati autorite poolt koostöös ettevõtte tegevjuhiga. Ecobirch AS väärtust tõstvate tegurite välja selgitamisel viidi läbi autorite ja ettevõtte tegevjuhi osalusel töötuba. Töötoas analüüsiti autorite poolt koostatud ettevõtte väärtuse hindamise mudelit ning arutelu käigus kaardistati autorite poolt võimalused ettevõtte väärtuse tõstmiseks.

Autorid soovivad tänada Ecobirch AS tegevjuht Gert Rahnelit tema olulise panuse eest töö valmimise, lisaks juhendajat Mark Kantšukovi ja retsensent Priit Sanderit kasulike ja edasiviivate märkuste eest.

Magistritöös kasutatavad peamised märksõnad: ettevõtte väärtus (*enterprise value*), väärtusloome protsess (*value creation process*), immateriaalsed varad (*intangible assets*), sisemine väärtus (*intrinsic value*), väärtuse tõstmine (*value enhancement*).

Teadusvaldkondade ja -erialade klassifikaatori (CERCS) järgi on magistritöö Rahanduse (S181 - *Financial science*) teaduseriala töö.

# 1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE TÕSTMISE VÕIMALUSED – TEOREETILISED ALUSED

## 1.1. Ettevõtte väärtuse kujunemise raamistik

Väärtus on mõiste, mille tähenduse saab jagada kaheks: abstraktne väärtus ja numbriline väärtus. Numbriline väärtus on arusaadavalt rahaline vääring millegi materiaalse soetamiseks, kuid abstraktseks väärtuseks loetakse mingeid nähtamatuid tõekspidamisi, millele omistatakse väärtus läbi selle omaduste (näiteks: ausus, õiglus, ilu). (Souleles, 2019: 120) Ettevõtte koosneb samuti lihtsalt numbrilist väärtust omavatest varadest (materiaalsetest) aga ka abstraktset väärtust omavatest varadest (immateriaalsetest). Just nagu Souleles (2019: 120) oma teoses väidab, et abstraktsele väärtusele tuleb alati omistada ka numbriline väärtus, nõustuvad sellega ka töö autorid.

Esmalt selgitatakse välja käesoleva magistritöö raames kõige asjakohasem numbrilise väärtuse mõiste, mille alusel saab hinnata ettevõtet kui tervikut varana. Vara väärtuse hindamisel ning kirjeldamisel mängib suurt rolli aeg, millal väärtust mõõdetakse (Sullivan, Sullivan 2000: 328). Nii erinevadki väärtuse definitsioonid üksteisest just peamiselt ajalise mõõtme raamistikus.

Näiteks on soetusväärtuseks vara omandamiseks makstud hind, mis tasutakse kindlal tehingu toimumise ajahetkel. Raamatupidamislik ehk bilansiline väärtus on aga vara soetushinna ja amortiseerunud väärtuse vahe bilansis ehk vara esialgset hinda on vähendatud vastavalt vara eeldatavale eluaeale. (RTJ 5: 3) Seega teoreetiliselt oleks võimalik hinnata ettevõtte väärtust selle erinevate varade soetusmaksumuste põhjal, mida on amortiseeritud vastavalt nende elueale. Selline käsitus on aga liiga lihtne ja pealiskaudne.

Koller *et al.* (2015: 54) leiavad, et investorid ei ole huvitatud ettevõtte mineviku saavutustest ega ka selle varade kogumaksumusest, vaid hoopis oodatavast tulevases tulemuslikkusest. Ettevõtte ei ole erinevate elementide ja osade kogum vaid hoopis integreeritud ja funktsionaalne mehhanism, mille iga osa panustab tervikusse. Seega ettevõtte väärtuse juures tuleb arvesse võtta ettevõtet kui tervikut, mitte aga vaadelda selle erinevaid osasid eraldiseisvatena.

Seepärast mõnevõrra asjakohasemad mõisted on õiglane väärtus ja turuväärtus. Näiteks õiglaseks väärtuseks peetakse hinda, mille vara omandab situatsioonis, kus tehingu osapooled on sõltumatud ning tehingut teostatakse täieliku informatsiooni tingimustes (RTJ 5: 3). Turuväärtuseks peetakse aga hinda, mis seatakse vara väärtusele olenevalt avatud turu nõudluse ja pakkumise suhtest (RTJ 4: 3). Näiteks konkreetse ettevõtte puhul võiks selliseks hinnaks lugeda tema aktsiate koguväärtust. Käesoleva töö raames analüüsitav ettevõtte ei ole aga börsil noteeritud, seega reaalsel turusituatsiooni ei eksisteeri.

Õiglane turuväärtus (*Fair Market Value*) on standard (era-)ettevõtte väärtuse hindamise alusteks. See standard loob raamistiku, mille alusel ettevõtte väärtust hinnatakse, millises keskkonnas seda tehakse ning identifitseerib, millise kvaliteediga informatsiooni vajatakse hinnangu määramiseks. Selle raamistiku alusel leitakse hind, mille alusel nii ostja kui ka müüja oleksid nõus käed lööma ilma igasuguse kohustuseta, ning mõlemad osapooled tegutseksid tehingu aluseks oleva vara osas täieliku informatsiooni tingimustes. (Feldman 2015: 1) See võtab küll arvesse, et ettevõtte väärtust ei kujunda vaid selle aluseks olevad varad, kuid täieliku informatsiooni tingimusi ja sõltumatuid osapooli on reaalses elus praktiliselt võimatu ette kujutada.

Selle magitritöö kontekstis on autorite arvates kõige õiglasem keskenduda ettevõtte sisemise väärtuse (*intrinsic value*) ehk fundamentaalväärtuse mõistele, sest see võtab arvesse nii ettevõtte üksikuid osasid kui ka tervikut, nii tulevikus genereeritavaid rahavoogusid, raha ajaväärtust kui ka potentsiaalseid seonduvaid riske. Sisemine väärtus on hinnang vara väärtusele, mis leitakse põhjaliku finantsanalüüsi tulemusena. Seega võimaldab see omistada ettevõttele numbriline väärtus, mida on võimalik teatud tegureid mõjutades teadlikult tõsta.

Samal ajal tuleb aga arvesse võtta, et ettevõtte väärtuse hindamisel ei piisa vaid tulevaste rahavoogude analüüsimisest, sest see näiteks ei anna hinnangut ettevõtte positsioonile turul võrreldes konkurentidega (Koller *et al.* 2015: 56). Ettevõtte sellised varad, mida on keeruline hinnata, kuid mis osalevad ettevõtte väärtusloome protsessis ja mõjutavad oluliselt ettevõtte väärtust, on immateriaalsed varad. (Alexander 2007: 80) Sellest tulenevalt peavad autorid siinkohal vajalikuks avada ka immateriaalsete varade olulisust ja mõju ettevõtte väärtusele.

Blair ja Wallman (2001) leidsid, et sajandi jooksul muutunud majanduskeskkonnas omavad järjest enam tähtsust immateriaalsed varad, millest sõltub koguni 80% ettevõtete väärtusest ja müügitulust. Sullivan Jr ja Sullivan Sr (*et al.* 2000: 329-330) toovad välja kolm peamist mõjurit, mis on tinginud majanduskeskkonna kaalukaasi muutuse materiaalsete varade väärtustamiselt immateriaalsete varade väärtustamisele:

- muutuv õiguslik keskkond (*changing legal environment*) – järjest enam on edukaid lahendeid kohtuprotsessides, mis on seotud ettevõtete intellektuaalsete varade kaitsmise ja väärtusega;
- interneti ja informatsiooni tehnoloogia efektid (*effects of the Internet and information technology*) – informatsiooni ajastul omavad enam väärtust varad, millele on ligipääs paljudel inimestel korraga;
- intellektuaalse kapitali võimendusefekt (*the leveraging effect of intellectual capital*) – üha enam tooteid turul sisaldavad rohkem informatsiooni või immateriaalset väärtust ühiku kohta.

Immateriaalseid varasid käsitletakse kahest erinevast vaatenurgast. Esiteks on tegemist raamatupidamisliku terminiga ja selle alla kuuluvad need immateriaalsed varad, mis on ka bilansis kajastatud ja omavad numbrilist väärtust. Sellisteks varadeks on tavaliselt patendid, kaubamärgid ja ühinemiste firmaväärtus (*goodwill*). Teisest vaatenurgast on tegemist aga spetsiaalsete ettevõtte väärtust mõjutavate immateriaalsete varadega nagu näiteks ettevõtte reputatsioon, bränd, juhtkonna kompetentsid, inimeste arendamine, võtmeprotsessid jne. Viimati loetletud immateriaalsed varad aga ei kajastu bilansis ning seetõttu on neid keeruline hinnata. (Alexander 2007: 208)

Battagello, Grimaldi ja Cricelli (2015) toovad aga oma artiklis välja, et kõiki immateriaalseid varasid ei olegi võimalik kirjeldada ning nimetada, sest igas ettevõttes omavad isegi sarnase nimetusega varad väga erinevaid tähendusi. Moberly (2014: 2) kirjeldab selliseid varasid kui kombinatsioone või sulameid (*blends*) protsessides, suhetes ja kultuuris või nende vahel, mis loovad efektiivsust ja eeliseid konkurentide ees, võimendavad sisemisi ja välimisi suhteid ning sellest tulenevalt genereerivad väärtust. Ta leiab, et immateriaalsed varad on püsivad ja väärtuslikud komponendid ettevõttes, mis tagavad kasumlikkuse ja jätkusuutlikkuse täna ja ka tulevikus. (Moberly: 7) Seda ning eelnevat arvesse võttes leiavad autorid, et ettevõtte väärtust on võimalik mõjutada mitte ainult läbi tulu- ja kuluallikate, vaid ka ettevõtte immateriaalsetele varadele enam tähelepanu pöörates.

Majandusliku rikkuse allikaks on väärtuslike ressursside omamine, oskused ja võimekused nende ressursside väärtuslikkuse tõstmiseks ja kõige olulisem - kui neid ressursse on võimalik hinnata ja müüa. (Lippman, Rumelt 2003: 922) Kokkuvõtvalt kujuneb ettevõtte väärtus varadest (sealhulgas ka immateriaalsetest), hinnangust tulevastele rahavoogudele (*estimated earnings*) ning tuleviku väljavaadetest väliskeskkonnas (Blum, Katz 1965: 236). Seetõttu enne kui konkreetselt ettevõtte väärtuse hindamise põhjuseid ja kasutatavat mudelit kirjeldada, tuleb avada ka ettevõtte väärtust mõjutavate tegurite sisu ehk väärtusloome kontseptsioon.

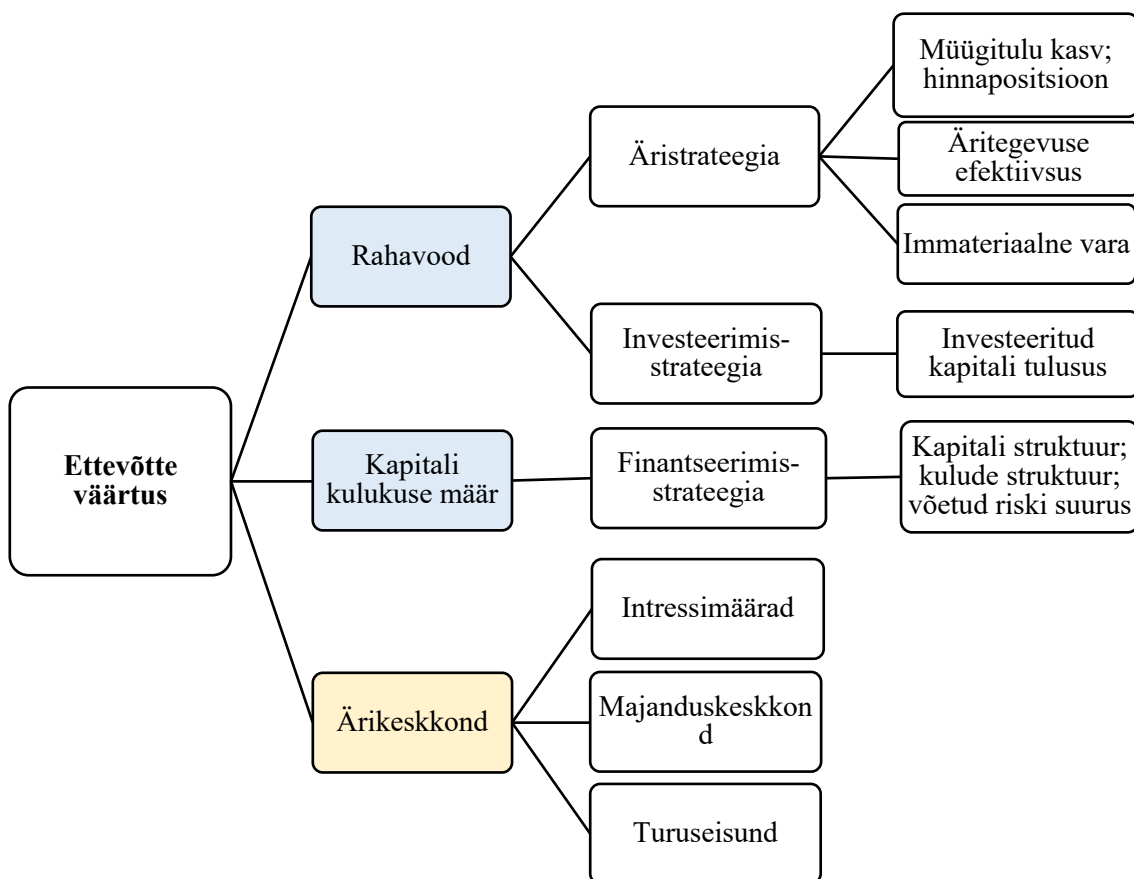
Väärtuse loomine tarbija jaoks hõlmab innovatsiooni, mis suurendab hüvede kasutamise väärtuslikkust. Kui väärtus on loodud, siis klient on nõus ostma uudset hüve, on nõus maksma rohkem millegi eest, mis tundub parem, või valib eelnevalt saadavat hüve odavamalt hinnaga. (Priem 2007: 220) Ettevõtte loob aga väärtust omanikele, kui ta suudab teenida suuremat tulusust investeeritud kapitalilt võrreldes sellega, mida oleks võimalik teenida läbi alternatiivsete võimaluste. (Koller *et al.* 2015: 54). Käesoleva töö raames käsitletakse just sellist väärtusloomet, mis suurendab ettevõtte omanike rikkust.

Ka klientide kasulikkuse tõstmine lisab väärtust tervele ettevõttele. Priem (2007: 222) selgitab seda nii, et lõpptarbivate hüved loovad ettevõtte omanikele väärtust läbi müügitulude ning ressursside väärtuse kasvatamise. Ehk ettevõtte strateegiad, millega suurendatakse klientidele pakutavate hüvede kasulikkust, kindlustavad müügitulude kasvamise. Laekuvate rahavoogude suuruse abil on aga omakorda võimalik kindlaks

määrata ettevõtte vahendite väärtus. (Ibid: 223) Sellisel kujul on tegemist ettevõtte väärtuse lühiajalise tõstmisega. Kõik autorid (Alexander 2007, Feldman 2005, Koller *et al.* 2005) aga rõhutavad vajadust pöörata tähelepanu teguritele, mis mõjutavad ettevõtte väärtust pikaajaliselt.

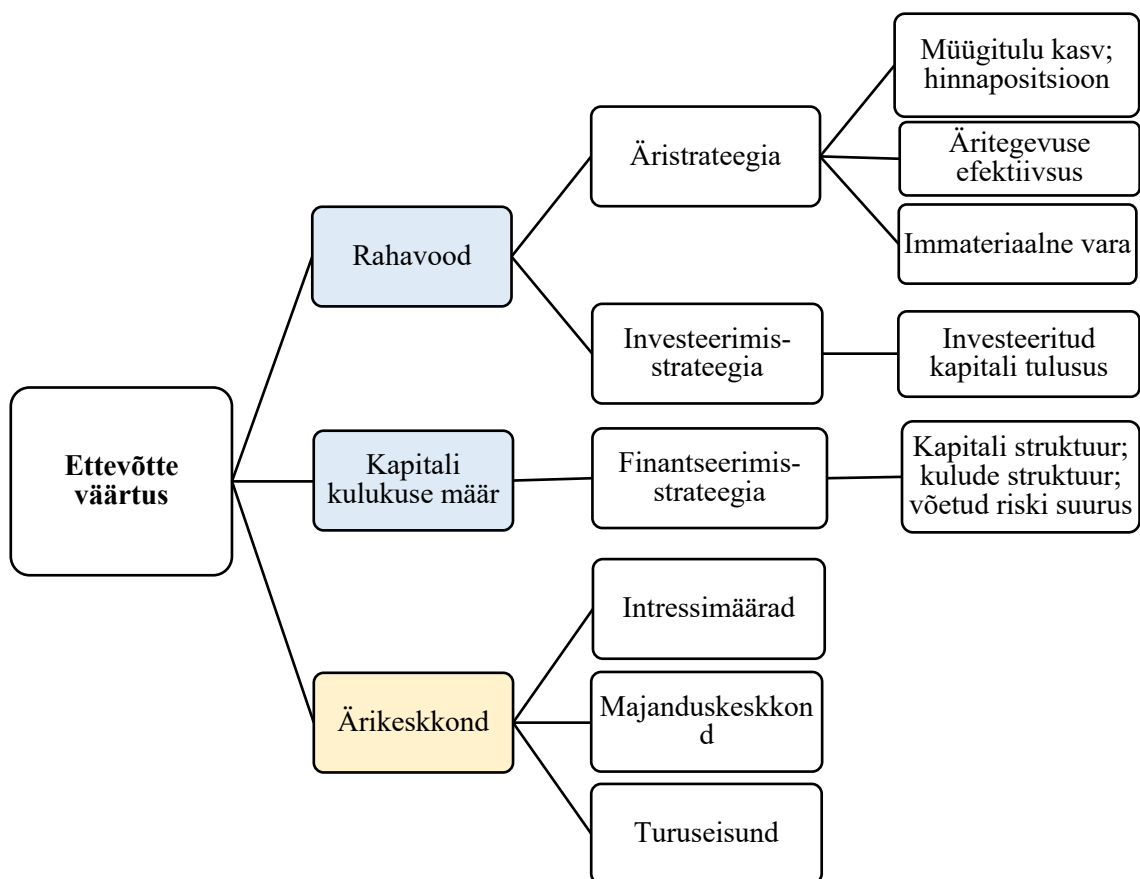
Väärtusloome protsessi, mis maksimeerib aktsionäride pikaajalist ja jätkusuutlikku rikkust, on võimalik saavutada spetsiifiliste ja ettevõttele omaste, väärtust tõstvate tegurite abil (Alexander 2007: 5; Feldman 2005: 14). Koller *et al.* (2005) kirjeldavad väärtusloomet läbi ettevõtte strateegiate ja väärtuse vahelise lingi loomise. Ettevõtted loovad väärtust läbi investeerimistegevuse. See aitab neil tulevikus genereeritavatelt rahavoogudelt teenida kaalutud keskmisest kapitali hinnast kõrgemat tootlust. Lisanduv väärtus on seda suurem, mida enam suudab ettevõtte tootlus ületada kapitali kaalutud keskmist ja mida enam suudab ettevõtte kaasata täiendavat kapitali.

Ettevõtte sisemist väärtust mõjutavad ettevõtte poolt juhitud tegurid ja teiselt poolt ärikeskkonnapoolsed tegurid, mida ettevõtted ei saa ise mõjutada. Majanduskeskkond, intressimäärad ja turu olukord on sellised tegurid, mida tuleb hästi tunda ja nendega tuleb arvestada ettevõtte strateegiaid luues, aga nende üle kontrolli luua ei ole paraku võimalik. (Alexander 2007: 98) Ettevõtte loob endale spetsiifilise ärimudeli ja paneb paika finantseerimis-, investeerimis- ja äristrateegiad, mis mõjutavad ettevõtte sisemist väärtust (Raudsepp 1999: 9). Järgnevalt välja toodud



**Joonis 1.1.** Ettevõtte väärtusloome raamistik 12. on autorid kujutanud ettevõtte väärtusloome raamistiku.

Väärtusloome protsessis on oluline välja selgitada erinevate tegurite mõju ettevõtte väärtusele. Näiteks, kui tegur vähendab ettevõtte riski või suurendab rahavoogusid, siis loob ja tõstab see ettevõtte pikaajalist väärtust. Väärtusloome protsessi ja erinevate tegurite mõju ulatust ettevõtte väärtusele selgitatakse lähemalt Peatükis 1.3. Veel enne aga selgitatakse, millisel juhul ettevõtte väärtuse hindamine on oluline ja vajalik.



**Joonis 1.1.** Ettevõtte väärtusloome raamistik.

Allikas: Alexander 2007: 78; Koller *et al.* 2005: 101; Raudsepp 1999: 9 põhjal, autorite kohandustega.

Väärtuse hindamine on ülesanne, millega asjast huvitatud ja teadlik kogukond (*relevant community*) otsustab kollektiivselt teatud vara maksumuse. Õiget sisemist väärtust ei ole aga kunagi võimalik lõpuni kindlaks määrata, sest ideaalset turusituatsiooni ei eksisteeri. Seega on ettevõtte või vara väärtus ainult rahalise väärtusega mõõdik teatud huvigruppidele. “Varad on väärt seda, mida inimesed on nende eest nõus maksma” (Casey, Simon-Kerr 2015: 1200-1201)

Eelnevast saame järeldada, et ettevõtte või selle vara lõpliku väärtuse üle otsustavad ühelt poolt müüja, kes võib lisaks soetusmaksumusele, kulumisele ning lisandunud väärtusele omandada varale ja/või ettevõttele ka teatava sentimentaalse või subjektiivse väärtuse, ning teiselt poolt ostja, kes kohandab vara ja/või ettevõtte turuhinda vastavalt oma tulevikuplaanidele, väljavaadetele ja kavatsustele. Lisaks aga ostu- või müügitehingu

planeerimisele võib väärtuse hindamise vajalikkus olla tingitud veel mitmetest erinevatest põhjustest, peamised neist on välja toodud alljärgnevas Tabelis 1.1.

Ettevõtte väärtuse hindamisest on huvitatud erinevad huvigrupid, mis toob kaasa hindamise vajaduse erinevatel eesmärkidel ja ootustel. Eesmärgist lähtuvalt võib olla vajalik anda ettevõtte väärtusele hinnang piiratud aja jooksul, mis limiteerib võimalike hindamismeetodite kasutamise võimalikkuse. Käesoleva töö raames hinnatakse ettevõtte väärtust just enne kavandatavat müügitehingut, seega oleks saavutatav eesmärk Tabel 1.1 esimesel real välja toodud: tuvastada võimalik maksimaalne hind, mille eest on kliendid nõus ettevõtte ostma või siis minimaalne hind, millega on omanikud nõus müüma.

**Tabel 1.1.** Põhjused ettevõtte väärtuse hindamiseks

Hindamise põhjus	Saavutatav eesmärk
Ettevõtte ost/müük	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ostjale tehingu eest tasutav maksimaalne hind</li> <li>Müüjale tehingu eest saadav minimaalne hind</li> </ul>
Börsil noteeritud ettevõtete üle- või alahinnatuse selgitamine	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aksia saavutatud väärtus, kas osta, müüa või hoida</li> <li>Portfelli kuuluvate aktsiate hindamine, mida osta või müüa, mis turul on üle- või alahinnatud</li> </ul>
Ettevõtte börsile viimine (avalikud pakkumised ehk IPOd)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Avalikkusele pakutava aktsia hinna õigustamine</li> </ul>
Pärandi planeerimine	<ul style="list-style-type: none"> <li>Võrrelda aktsiate väärtust teiste varade väärtusega</li> </ul>
Väärtusloome põhiste bonusplaanide välja töötamine	<ul style="list-style-type: none"> <li>Välja selgitada, kui suur on olnud bonusplaan omaniku panus ettevõtte väärtusloomesse</li> </ul>
Väärtust tõstvate tegurite tuvastamine	<ul style="list-style-type: none"> <li>Välja selgitada väärtust tõstvad tegurid</li> </ul>
Strateegiline otsustamine ettevõtte jätkusuutlikkuse välja selgitamiseks	<ul style="list-style-type: none"> <li>Välja selgitada, kas on mõistlik äri jätkata vanaviisi või tuleb müüa, ühineda, kasvada jne.</li> </ul>
Strateegiline planeerimine	<ul style="list-style-type: none"> <li>Välja selgitada vajalikud muudatused sihtturgudel, kliendibaasis, toodete nomenklatuuris, ärisuundades jne.</li> <li>Ettevõtte võimalike poliitikate ja strateegiate mõju väärtuse loomisel või vähenemisel</li> </ul>

Allikas: Autorite koostatud Fernández 2002: 2-3 põhjal.

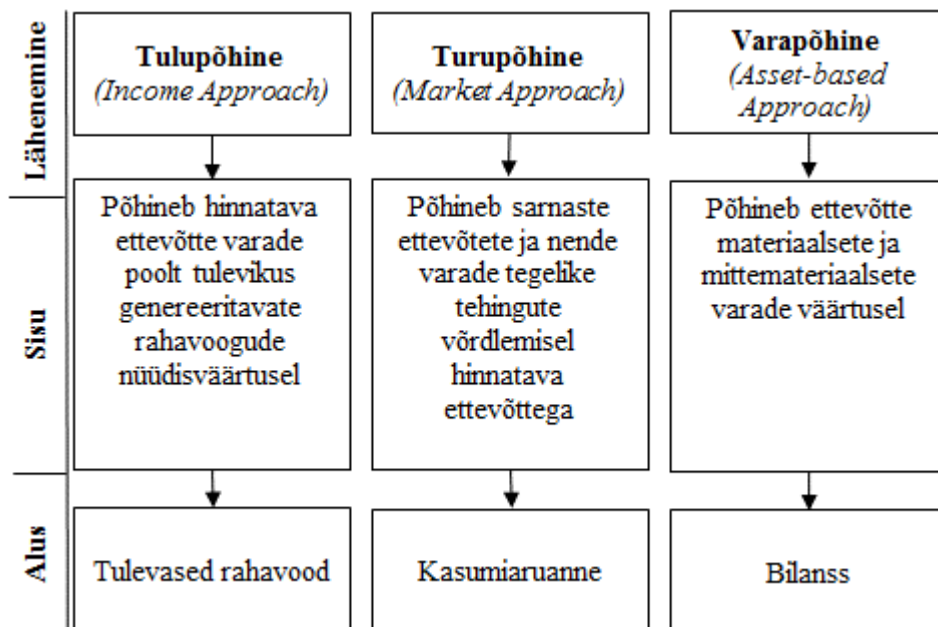
Ettevõtte väärtuse hindamiseks on kolm lähenemist: tulupõhine, varadele suunatud ning turupõhine. Järgnevas alapeatükis tutvustatakse eelnevalt loetletud ettevõtte väärtuse hindamise lähenemisi. Põhjalikumalt kirjeldatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit ja ettevõttele suunatud rahavoogude mudelit.

## 1.2. Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

Diskonteeritud rahavoogude meetod kasutab ettevõtte väärtuse hindamiseks nii mineviku andmete finantsanalüüsi käigus kogutud andmeid, tegevuskeskkonna analüüsimise tulemusena kogutud andmeid kui ka tuleviku projektsioonide käigus kogutud andmeid. Autorite hinnangul ei arvesta teised väärtuse hindamise meetodid tulevikus tekkivate rahavoogudega. Mineviku andmete põhjal ettevõtte väärtuse hindamine ei anna ülevaadet ettevõtte hetkeseisust ja positiivsete rahavoogude teenimisvõimest tulevikus. Käesolevas alapeatükis antakse ülevaade erinevatest lähenemistest ja antakse põhjalik ülevaade diskonteeritud rahavoogude põhisest lähenemisest.

Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutavad praktikud erinevaid meetodeid, mis erinevad üksteisest nii keerukuse kui ka lähteandmete poolest. Küll aga saab nad jagada üldiste karakteristikute poolest erinevateks lähenemisteks. Peamised ettevõtte hindamise lähenemised ja meetodid on välja toodud

Joonis 1.2.



**Joonis 1.2.** Ettevõtte väärtuse hindamise erinevad lähenemised.

Allikas: (Fernández 2002: 15; Damodaran 2006: 3; Feldman 2005: 45), autorite kohandustega.

Varapõhine lähenemine ettevõtte väärtuse hindamisel ei arvesta ettevõtte poolt tulevikus genereeritavate rahavoogudega, ei arvesta raha ajaväärtusega ega ka väärtust mõjutavate teguritega nagu tegevusvaldkonna ning majanduse hetkeseisu, turu olukorra, ettevõtte kultuuri ega inimestega. Turupõhine lähenemine eeldab, et turul on toimunud reaalseid tehinguid sarnaste ettevõtetega. Samas ei ole olemas kahte identset ettevõtet ja seega ei arvesta see ettevõtete eripära, tuleviku plaanide ega tegevuskeskkonnaga. (Fernández 2002: 3; Kantšukov 2010: 21) Selleks, et tuvastada ettevõtte sisemine väärtus selliselt, mis võtab arvesse lisaks varadele ka erinevaid väärtusele mõju avaldavaid tegureid (kapitali kaasatus, müügitulude osakaal, immateriaalsete varade osatähtsus protsessides jpm) on autorite hinnangul kõige sobivam hindamaks ettevõtte väärtust tulupõhine lähenemine.

Tulupõhisel lähenemisel ei ole oluline, kui palju on keegi nõus vara eest maksma. Varade väärtuseks on nende poolt äritegevuses genereeritavate rahavoogude nüüdisväärtus. Ettevõtte väärtuse arvestamisel on aluseks nende varade poolt tulevikus genereeritavad rahavood, mida on diskonteeritud riskiga kohandatud tulunormiga. (Damodaran 2006; 4) Diskonteerimise vajalikkus on tingitud eelkõige sellest, et tulevikus tekkivad rahavood on täna rohkem väärt kui tulevikus. Alternatiivselt saaks selle raha juba täna panna tootlust teenima. Lisaks on vajalik nüüdisväärtuse leidmine seetõttu, et riskantsemad investeeringud on vähem väärtuslikud kui väiksema riskiga investeeringud, seega on vajalik riskantsemate rahavoogude puhul kasutada kõrgemat tulunormi. (Doyle 2008: 38; Pratt 1998: 79)

Eestis kasutatavaid ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid ja mudeleid on uurinud Kantšukov ja Sander (2016), kelle uuringu valim koosnes Eestis tegutsevatest vabakutselistest ja kutselistest ettevõtte väärtuse hindamise praktikutest. Kutselised praktikud olid tegevad varahalduses, audiitorettevõtetes, investeerimisühingutes, pankades ja erinevates finantskonsultatsioone pakkuvates ettevõtetes. Uuringu tulemusena selgus, et Eesti praktikud kombineerivad erinevaid meetodeid ja sarnaselt Bancel ja Mittoo (2014) leidudele eelistatakse diskonteeritud rahavoogudel ehk DCF (*discounted cash flow*) ja väärtuskordajatel põhinevaid meetodeid. Nii Eestis kui ka mujal Euroopas leiavad eelkõige kasutust ettevõttele suunatud vabade rahavoogude mudel ehk

FCFF (*free cash flow to firm*) ja EV/EBITDA (*value-to-EBITDA*) väärtuskordajal põhinevad mudelid (Bancel, Mittoo 2014; Kantšukov, Sander: 2016).

Kantšukov oli viinud analoogse uuringu läbi aastaid varem oma magistritöö raames ja see viis samadele järeldustele. Ta tõi välja, et väärtuskordajad toetavad DCF meetodil läbiviidud väärtuse hindamisi, kuigi mõnedel juhtudel kasutatakse ainult väärtuskordajatel põhinevaid mudeleid. Seda näiteks olukorras, kus väärtuse hinnang tuleb anda kiirelt ja põhjalikumaks DCF analüüsiks ei ole piisavalt aega. DCF põhiste mudelite puudusena toob ta välja nende tulemuste ebausaldusväarsuse, mis on tingitud sisendite ebamäärasusest. (Kantšukov, 2010: 13) Autorid on kogunud DCF meetodi tugevused ja nõrkused **Tabel 1.2**.

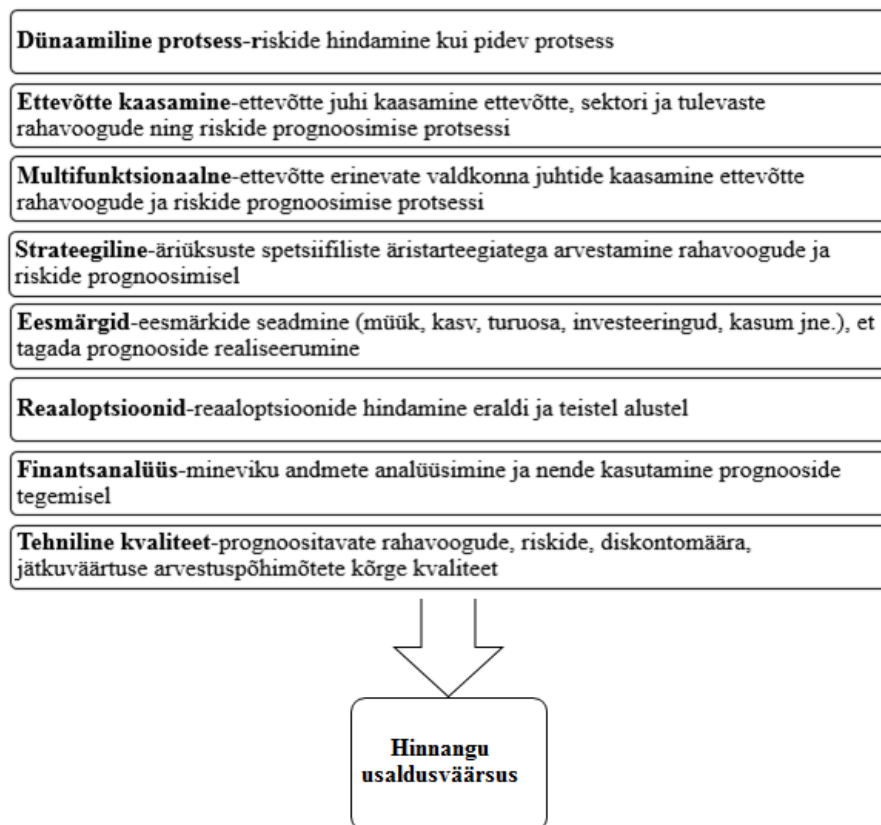
**Tabel 1.2.** DCF meetodi tugevused ja nõrkused

<b>Meetodi tugevused</b>	<b>Meetodi nõrkused</b>
Arvestab ettevõtte mineviku ja tulevikuga	Suur ajakulu mudelite koostamisel
Arvestab ettevõtte strateegiliste plaanidega	Ettevõtte poolsete kontaktisikute kaasamise vajadus
Arvestab ettevõtte sisese ja välise keskkonnaga	Subjektiivne hinnang prognoositavatele rahavoogudele
Arvestab ettevõtte väärtusloome protsessiga	Kohase diskontomäära arvestamise keerukus

Allikas: (Fernández 2002: 15; Damodaran 2006: 3), autorite kohandustega.

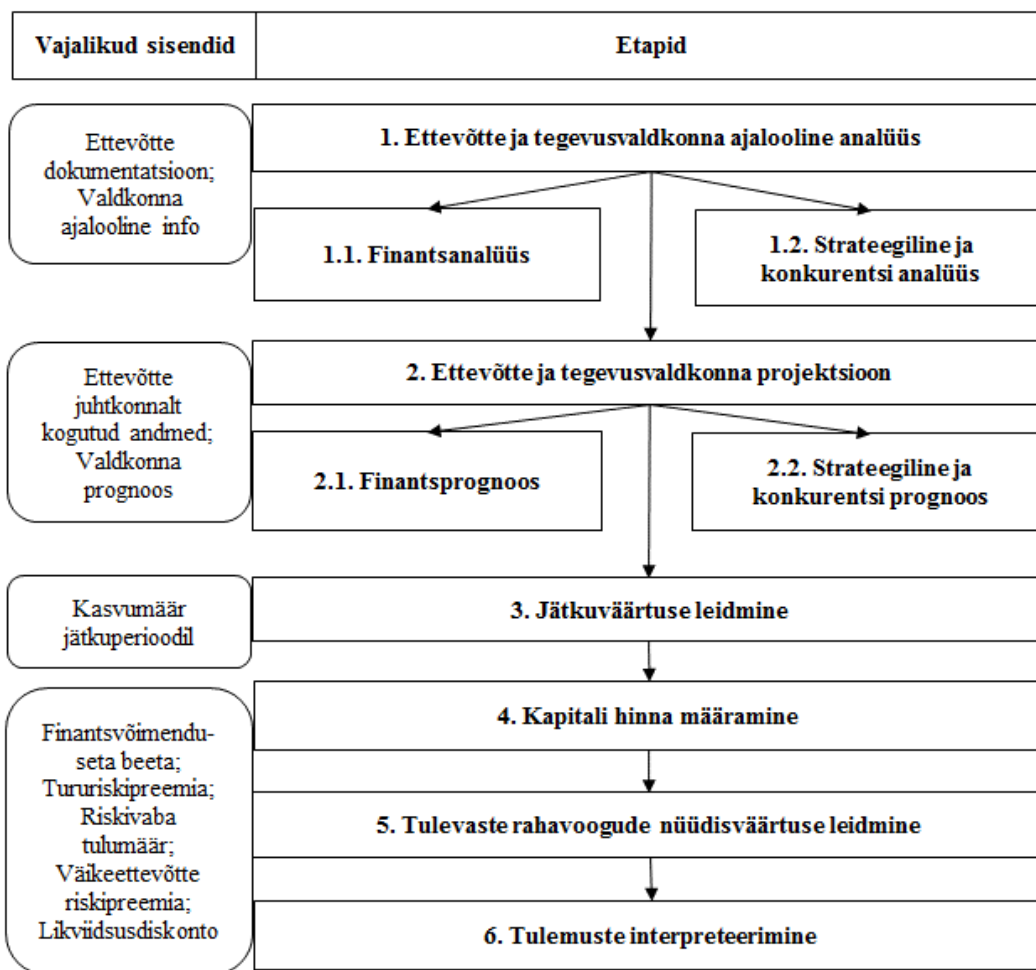
Ka Fernandez (2004: 141) rõhutab, et DCF põhiselt arvestatud väärtused ei ole teaduspõhine fakt vaid hinnang ettevõtte väärtusele, mis on mõjutatud konkreetse ettevõtte tulevikust ning tööstusharu, riigi ja maailma majanduse käekäigust. Kõige sobilikumaks ettevõtte väärtuse hindamise meetodiks peab ta aga ikkagi DCFi ja selle erinevaid mudeleid, sest erinevalt mineviku andmeid kasutatavatest meetoditest, keskenduvad need tuleviku projektsioonidele. Seega on olulise tähtsusega ettevõtte väärtuse hindamise tervikprotsess, mis järgib kindlaid kriteeriume. Järgneval leheküljel välja toodud

Joonis 1.3 lk 17 on kirjeldatud kriitilised tegurid, mis on olulised selleks, et tagada DCF põhiste ettevõtte väärtuse hinnangute kõrge kvaliteet ja usaldusväarsus.



**Joonis 1.3.** Kriitilised aspektid DCF põhiste mudelite kasutamisel.  
Allikas: (Fernández 2002: 15), autorite kohandustega.

Kriitilise tähtsusega ettevõtte väärtuse hindamisel kasutades DCF põhiseid mudeleid on mineviku andmete põhjalik analüüsimine, mille alusel projekteeritakse tuleviku rahavood, mida omakorda kombineeritakse ettevõtte, sektori ja maailma majanduse kvaliteetsete prognoosidega. Võimalike riskide tulemusliku ja kvaliteetse hindamise oluliseks faktoriks on ettevõtte siseste erinevate valdkondade spetsialistide kaasamine. Ettevõtte siseste eesmärkide seadmine, mis on kooskõlas prognoosiperioodi andmetega, lisab usaldusväärsus, sest näitab ettevõtte inimeste usku tulemuste realiseerumisse. Joonisel 1.4 lk 18 on välja toodud ettevõtte väärtuse hindamise etapid DCF mudelite kasutamisel ja vajalikud sisendid hindamiseks.



**Joonis 1.4.** DCF põhiste mudelite väärtuse hindamise protsess ja vajalikud sisendid. Allikas: (Koller *et al.* 2005: 101-128; Fernández 2002: 14; Patena 2011; 14), autorite kohandustega.

DCF meetodi populaarsust ettevõtete hindamisel selgitab selle laialdane kajastus erialakirjanduses ja kasutus finantssektoris üle kogu maailma (Kantšukov, Sander 2016: 164). Autorite hinnangul on oluline tuua välja Sander ja Kõomägi (2007) uuring, milles Eesti erainvestorid ja riskikapitalistid toetuvad investeerimisotsuste tegemisel diskonteeritud rahavoogude meetodi erinevatele mudelitele, mille võrdlusaluseks kasutatakse väärtuskordajaid. Sanderi ja Kõomägi uuringu tulemust toetavad Koller *et al.* (2005: 361), kelle hinnangul aitavad hinnatava ettevõtte väärtuskordajate kõrvutamise võrreldavate ettevõtete omadega, muuta teostatud DCF põhise väärtuse hinnangu täpsemaks ja usaldusväärsemaks.

DCF meetod on paljude akadeemikute ja praktikute poolt eelistatud, sest see toetub ettevõtte sissetulevatele ja väljaminevatele rahavoogudele ning ei pea oluliseks raamatupidamises kajastatud arvestuslikku tulu. Erinevad DCF põhised mudelid ettevõtte väärtuse hindamisel viivad kõik sama tulemuseni. (Koller *et al.* 2005: 101). Fernández (2007) testib kümnet erinevat DCF meetodil põhinevat mudelit viies läbi ettevõtte väärtuse hindamise. Ta toob oma töö kokkuvõttes välja, et kõik need erinevad mudelid annavad lõpptulemuseks sama väärtuse, sest analüüsivad samade hüpoteeside alusel sama reaalsust. Erinevuseks on vaid erinevad rahavood, mis lähtepunktiks võetakse.

Ettevõtte väärtuse hindamise DCF mudelid kasutavad hindamiseks ettevõtte poolt genereeritavaid rahavoogusid: ettevõttele, omanikele või laenukapitalile suunatud. Sõltuvalt rahavoo suunitlusest diskonteeritakse neid rahavoogusid kapitali kaalutud keskmise hinna, omakapitali hinna või laenukapitali hinnaga. (Fernández 2002: 10) Tabelis 1.3 on välja toodud erinevate rahavoogude diskontomäärad.

**Tabel 1.3.** Erinevad rahavood ja nende diskontomäärad

Rahavood	Rahavoogude selgitus	Kohane diskontomäär	Väärtuse hinnang
FCF ( <i>free cash flow</i> ) ettevõttele suunatud vabad rahavood	Varade poolt tulevikus genereeritavad äritegevuse rahavood, millest on maha arvestatud investeeringud varadesse	WACC. ( <i>weighted average cost of capital</i> ) kaalutud keskmine kapitali hind	Ettevõtte kui terviku nüüdisväärtus, mis sisaldab ka nõudeid ettevõtte vastu
FCFE ( <i>free cash flow to equity</i> ) omakapitalile suunatud rahavood	Varade poolt tulevikus genereeritavad rahavood, millest on maha arvestatud investeeringud ja laenude tagasimaksed	Ke. ( <i>required return to equity</i> ) omakapitali hind	Omakapitali nüüdisväärtus, mis kajastab omakapitali nõuete väärtust
CFd ( <i>debt cash flow</i> ) laenukapitalile suunatud rahavood	Laenude teenindamiseks (põhiosa tagasimaksed ja intressid) vajalikud rahavood	Kd. ( <i>required return to debt</i> ) laenukapitali hind	Laenukapitali nüüdisväärtus, mis kajastab laenukapitali nõuete väärtust

Allikas: (Fernández 2002: 10; Damodaran 2006: 7-8), autorite kohandustega.

Oluline on siinjuures välja tuua, et omakapitali väärtuse leiaksime ka kasutades FCF põhist mudelit. Selleks tuleb tasaarveldada ettevõtte väärtusest kõik omakapitali väliste nõuete väärtused. Lahutades FCF mudeliga arvatud ettevõtte väärtusest võlakapitali väärtuse saaksime FCFE mudeliga arvatud omakapitali väärtusega identse omakapitali

väärtuse (Damodaran 2006: 8). Ettevõtte kui terviku väärtuse (V) moodustavad võlakapitali ja omanikele kuuluva omakapitali väärtus ja see on leitav järgmise valemi abil (Doyle 2008: 41):

$$(1) \quad V = V_D + V_E,$$

kus  $V_D$  – võlakapitali väärtus,  
 $V_E$  – omakapitali väärtus.

Omanikule kuuluva osa väärtuse leidmiseks tuleb ettevõtte väärtusest lahutada võlakapitali väärtus. Aktsiaseltside ja osuühingute puhul on omanikel piiratud vastutus ja sellisel juhul ei saa omanikele kuuluv osa olla negatiivne ning valem avaldub kujul (Sander 2019: 7):

$$(2) \quad V_E = \max [V - V_D, 0]$$

Eelnevale teooriale tuginedes viivad autorid töö empiirilises osas läbi uuritava ettevõtte väärtuse hindamise kasutades selleks FCFF (*free cash flow to firm*) mudelit. Nagu eelnevalt selgus, on FCFF mudel üks enim praktikas kasutatust leidev ettevõtte väärtuse hindamismudel, mis on suunitlusega tulevikku ja võimaldab anda hinnangut ettevõtte sisemisele väärtusele. Alljärgnevalt antakse teoreetiline ülevaade ettevõtte väärtuse hindamisest kasutades selleks DCF põhiste mudelite hindamise protsessi, mis oli eelnevalt välja toodud leheküljel 18 joonisel 1.4.

Ettevõtte väärtuse hindamiseks FCFF mudelit kasutades on vajalik modelleerida ettevõtte poolt prognoosiperioodil genereeritavad äritegevuse rahavood ja arvutada sobiv diskontomäär. Parima võimaliku tulemuse saamiseks tuleb tunda ettevõtet, tema konkurentsipositsiooni, ärimudelit ja tegevuskeskkonda, milles ta tegutseb. Selleks annab hea võimaluse ettevõtte mineviku andmete, üldseisundi ja tegevusvaldkonna analüüs. (Fernandez 2004: 14) Koller *et al.* (2005: 106) toob välja, et ettevõtte varasemate aastate finantsandmete analüüs näitab, kas ettevõtte on kasvanud, loonud väärtust ja milline on tema konkurentsipositsioon. Peamiste väärtust kujundavate teguritena loetlevad nad: investeeritud kapitali tulusus ehk ROIC (*Return On Invested Capital*), ettevõtte kasv ja vabad rahavood. Eelnevalt loetletud tegurid on võimalik tuletada analüüsides ettevõtte finantsaruandeid: bilanss, kasumiaruanne ja rahavoogude aruanne. Nende põhjal on

võimalik viia läbi suhtarvuanalüüsi, et näha trende ja võrrelda sama tegevusharu keskmistega, ning kompleksanalüüsi nagu Du Pont'i analüüs, mis võimaldab hinnata erinevate komponentide mõju omakapitali rentaablusele. (Raudsepp 1997: 13)

Ettevõtte üldseisundi tuvastamiseks ja tegevuskeskkonna analüüsimiseks tuleb hinnata selle hetke olukorda. Selleks saab kasutada SWOT (*strengths, weaknesses, opportunities, and threats*)- analüüsi, mille käigus analüüsitakse ettevõtte siseseid ja väliseid tegureid. Sisetegurite analüüsi käigus selgitatakse välja ettevõttele antud ajajärgul omased tugevad ja nõrgad küljed ning väliste tegurite analüüsi tulemusena ettevõtte võimalused ja ohud. (Raudsepp 1997: 14-15) SWOT- analüüsi sobib täiendada PESTLE (*political, economical, socio-cultural, technological, legal and ecological*)-analüüsiga, mille abil tuvastatakse ettevõtte tegevuskeskkonna mõjutegurid, mis omavad otsest või kaudset mõju ettevõtte tegevusele, käekäigule ja arengule. PESTLE-analüüsi käigus analüüsitakse poliitiliste, majanduslike, sotsiaal-kultuuriliste, tehnoloogiliste, teaduslike, õiguslike ja ökoloogiliste tegurite mõju ettevõttele, tegevusvaldkonnale, turgudele või kogu majandusele. (Recklies 2015)

Ettevõtte ärimudeli lihtsustatud vaade annab kiire ülevaate ettevõtte poolt klientidele loodava väärtuse aluspõhimõtetest. Selleks saab kasutada Osterwalderi ärimudeli lõuendit. See on kõige enam levinud vahend ettevõtte ärimudeli koostamiseks ja see vastab kompaktselt ühel lehel peamistele küsimustele: kellele, mida ja kuidas ettevõtte väärtust loob. See universaalne mudel sobib kõikide tegevusalade suur- ja väikeettevõtetele, et kaardistada klientide vajadused, kirjeldada klientideni jõudmise kanaleid ja suhtlemisviise, ning anda ülevaade, kuidas ettevõtte sealjuures raha teenib. (Paetz 2014: 206) Lõuend koosneb neljast kategooriast: pakkumine – pakutav väärtus, infrastruktuur – kuidas vahendatakse väärtust, klient – kuidas hoitakse väärtust ja finantsid – kuidas saadakse kasu. Pakkumise all tuuakse välja pakutav väärtus, infrastruktuuri all kirjeldatakse tegevused, ressursid ja partnerid, kliendi all kirjeldatakse sihtgrupp, müügikanalid ja kliendisuhted ning finantside all tulude ja kulude struktuur. (Business Model...2011)

Ettevõtte ja tegevusvaldkonna analüüsimisele järgneb prognoosiperioodi *pro forma* bilansi ja kasumiaruande koostamine. Prognoosiperioodi pikkus võiks jääda erinevate allikate hinnangul 7-15 aasta vahele. Oluline on rõhutada, mida pikem on

prognoosiperiood, seda raskem on ennustada finantsaruannete kirjeid. Lühema perioodi korral võib ettevõtte hindamise tulemusena olla alahinnatud. (Koller *et al.* 2005: 230; Alexander 2007: 46) Sander (2019: 8) toob välja, et erinevalt muu maailma tavast kasutada 10-15 aastast prognoosiperioodi, kasutatakse Eestis ettevõtete hindamisel tavaliselt viie aastast prognoosiperioodi. Prognoosiperioodi lõpuks peab ettevõtte olema stabiilses seisus, mis eeldab: ettevõtte kasv on stabiilne ja ta reinvesteerib äritegevusse kindla osa ärikasumist, ettevõtte seniste ja uute investeeringute tulumäär on konstantne (Koller *et al.* 2005: 230; Sander 2019: 7-8; Alexander 2007: 46).

Koller *et al.* (2005: 232) soovivad alustada prognoosiperioodi modelleerimisel põhjalikust müügitulu prognoosimisest, sest see on aluseks mitmete teiste kirjete prognoosimisele. Müügitulu prognoos peab kokku sobima ettevõtte ajalooliste andmetega. Kui ajalooliselt ei ole müügi kasv olnud suurem paarist protsendist aastas, siis ei saa sellest suuremat müügi kasv kasutada prognoosiperioodi müügi kasv projekterides. (Alexander 2007: 43) Autorite hinnangul peab ajaloolistest andmetest suurem müügi kasv olema põhjendatud arvestades ettevõtte strateegiaid, turuolukorda, tegevusvaldkonna hetkeseisu ja üldist majanduslikku olukorda. Müügitulu prognoosimine on kriitilise tähtsusega, sest viga müügitulu prognoosimises kandub edasi läbi kogu mudeli ja toob kaasa ettevõtte ala- või ülehindamise.

Müügitulu prognoosimisele järgneb teiste kasumiaruande ja bilansi kirjete prognoosimine, mille järel saab arvutada välja ROIC ja FCF iga prognoosiperioodi aasta kohta. Kui ettevõtte loob väärtust, siis peab prognoosiperioodi kalkuleeritud ROIC vastama ühele kolmest kriteeriumist: jääma ettevõtte eelmiste aastate ROIC väärtuse lähedale, trend peab olema tegevusvaldkonna keskmise ROIC suunas või siis trend kapitali hinna suunas. (Koller *et al.* 2005: 249) ROIC avaldub valemis (Koller *et al.* 2005: 61):

$$(3) \quad ROIC = \frac{NOPAT}{Inv C},$$

kus *NOPAT* – maksude järgne tegevuskasum (*net operating profit after tax*),  
*Inv C* – investeeritud kapital.

Eestis on kogu jaotamata kasum maksuvaba (Euroopa Liit...2020) ja seega võib Eesti kontekstis asendada maksude järgse tegevuskasumi intresside ja maksude eelse

ärikasumiga (EBIT- *earnings before interest and taxes*). ROIC on leitav EBIT ja investeeritud kapitali suhtena, mida kõrgem on ROIC, seda suurem on investeeritud kapitali tulusus. ROIC väärtust võib tõlgendada kahte moodi, kas uute investeeringute tulusus või kogu investeeritud kapitali tulusus (Koller *et al.* 2005: 61). Tõlgendus sõltub sellest, kas ROIC valemis kasutatakse kogu investeeritud kapitali väärtust või perioodi jooksul lisandunud investeeringute väärtust. Andmete tõlgendamise käigus on oluline jälgida, et andmed oleksid esitatud kasutades ühte võimalikku arvestusmeetodit.

Ettevõttele suunatud rahavood FCF on ettevõtte äritegevuse rahavood, millest on maha arvestatud teostatud investeeringud äritegevusse. Põhimõtteliselt on tegemist kõigile investoritele mõeldud rahavooga, mida saab jagada laiali dividendide, laenude tagasimaksete või intressidena. (Koller *et al.* 2005: 61,102) Kui ettevõtte ei kasuta laenukapitali, siis on FCF omanikele suunatud rahavoog (Fernandez 2004: 11). Damodaran (2006: 26) defineerib ettevõttele suunatud rahavoogusid kui rahavood, mis jäävad üle pärast maksude tasumist ja investeeringuid äritegevusse. Damodarani arvutuskäik on järgmine:

$$(4) \quad FCF = NOPAT - (I_{FA} - kulum) - Investeering puhaskäibekapitali$$

kus  $NOPAT$  – Eesti tingimustes võib asendada EBIT väärtusega,  
 $I_{FA}$  – investeeringud põhivarasse,  
*Investeering puhaskäibekapitali* - leitakse lahutades käesoleva perioodi puhaskäibekapitalist eelmise perioodi puhaskäibekapital.

FCFF mudelit rakendades diskonteeritakse ettevõttele suunatud rahavood FCF diskonteerimismääraga, milleks kasutatakse enamasti kaalutud keskmist kapitali kulukuse määra ehk WACC (*weighted average cost of capital*). Diskonteerimise tulemusena saadakse ettevõtte kui terviku väärtus ja see avaldub järgmiselt (Damodaran 2006: 28; Fernández 2001: 14; Koller *et al.* 2005: 102):

$$(5) \quad V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC^t)^t}$$

kus  $FCF_t$  – ettevõttele suunatud vabad rahavood aastal  $t$ ,  
 $WACC_t$  – kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr aastal  $t$ .

Praktikas leiab kasutust mudel, kus eristatakse prognoosiperioodi ja jätkuperioodi rahavoogude väärtused ja lisatakse äritegevuses mitteosaleva vara väärtus (Doyle 2008:41). Mudel avaldub valemis (Sander 2019: 7):

$$(6) \quad V = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC^t)^t} + \frac{V_T}{(1+WACC^T)^T} + V_{NON},$$

kus  $V_T$  – ettevõtte suunatud vabad rahavood jätkuperioodil ehk jätkuväärtus,  
 $WACC^T$  – kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr jätkuperioodil,  
 $V_{NON}$  – ettevõtte äritegevuses mitte osaleva vara väärtus.

Äritegevuses mitte osalevate varade poolt toodetavaid rahavoogusid ei kajastata ettevõtte äritegevusega seotud rahavoogude prognoosis. Sellised varad tuleb eraldada äritegevusega seotud varadest ja lisada nende varade väärtus eraldi ettevõtte äritegevuse väärtusele. Kõige sagedamini on sellisteks varadeks raha, väärtpaperid, kasutamata varad ja vähemusosalused teistes ettevõtetes. (Damodaran 2006: 29)

Ettevõtte väärtus jätkuperioodil ehk jätkuväärtus  $V_T$  (*continuing value, terminal value*) on lihtsustatud vaade ettevõtte poolt pärast prognoosiperioodi toodetavatele rahavoogudele, võttes aluseks muutumatu müügi kasvu ja kapitali tootluse. Jätkuperioodi väärtuse arvutamisel on oluline, et ettevõtte oleks jõudnud stabiilsesse faasi, kus kasv, marginaal, kapitali investeeringud ja WACC oleksid stabiilsed. Oluline on välja tuua, et pikemas perspektiivis kaotavad ettevõtted konkurentsieelise ja sellisel juhul ROIC võrdub WACCiga.  $V_T$  avaldub (Koller *et al.* 2005: 271,273, 275):

$$(7) \quad V_T = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC_{t+1}}\right)}{WACC_{t+1} - g},$$

kus  $NOPLAT_{t+1}$  – normaliseeritud maksudega kohandatud äri kasum esimesel aastal pärast prognoosiperioodi lõppu,  
 $g$  – oodatav NOPLATi kasvumäär,  
 $ROIC_{t+1}$  – oodatav tulumäär uutelt investeeringutelt.

WACC on kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr, mis sisaldab kogu intressikandva laenukapitali ja omakapitali hinna ning arvestab laenu- ja omakapitali osakaalusid kapitali struktuuris (Fernández 2002: 13). WACC on tulumäär, mida ettevõtte maksab oma finantseerijatele ja see peab sisaldama proportsionaalses kaalus nii võlausaldajate kui ka

omanike nõutavat tulumormi ettevõtte riskitaseme juures (Kõomägi 2006: 156) . WACC avaldub (Koller *et al.* 2005:292):

$$(8) \quad WACC = \frac{D}{V}k_d(1 - T_m) + \frac{E}{V}k_e,$$

kus  $D/V$  – laenukapitali turuväärtuse suhe ettevõtte väärtusesse,  
 $E/V$  – omakapitali turuväärtuse suhe ettevõtte väärtusesse,  
 $k_d$  – laenukapitali hind ehk võlausaldajate nõutav tulumorm,  
 $k_e$  – omakapitali hind ehk omanike nõutav tulumorm,  
 $T_m$  – tulumaksumäär (kuna Eesti ettevõtete puhul ei rakendata jaotamata kasumile tulumaksumäära võib Eesti kontekstis jätta maksumäära valemist välja).

WACC hindamisel tuleb kasutada kapitali turuväärtust bilansilise väärtuse asemel. Selleks, et leida omakapitali nõutavat tulumäära, on enim kasutatud leidev kapitali hindamise mudel CAPM (*capital asset pricing model*). CAPM mudeli järgi kujuneb omanike nõutav tulumorm kapitalituru tasakaaluseisundi põhjal ja see avaldub valemis (Koller *et al.* 2005: 293-294):

$$(9) \quad E(R_i) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f],$$

kus  $E(R_i)$  – omaniku nõutav tulumorm,  
 $r_f$  – riskivaba tulumäär,  
 $\beta_i$  – aktsia i süstemaatiline risk,  
 $E(R_m)$  – turuportfelli oodatav tulumäär.

WACC põhised hindamismudelid töötavad kõige paremini nende ettevõtete väärtuse hindamisel, mille kapitali struktuuris ei ole ette näha suuri muutusi. Juhul, kui on oodata suuri muudatusi kapitali struktuuris, soovitatakse kasutada kohandatud nüüdisväärtuse ehk APV (*adjusted present value*) mudelit, mis hindab kapitali struktuuriga seotud rahavoogusid eraldi (Koller *et al.* 2005: 102).

Eelneva teooria kokkuvõtteks võib öelda, et FCFF mudeliga väärtust hinnates tuleb teostada põhjalik ettevõtte minevikuandmete, üldseisundi ja tegevuskeskkonna analüüs. Määratlada tuleb prognoosiperiood, millele koostada *pro forma* finantsaruanded. Koostatud prognoosiperioodi aruannete põhjal tuleb arvutada ROIC ja ettevõtte vabad

rahavood. Ettevõtte vabad rahavood prognoosiperioodil diskonteeritakse kaalutud keskmise kapitali määraga ja seejärel leitakse ettevõtte väärtus prognoosiperioodil. Prognoosiperioodi väärtusele lisatakse ettevõtte jätkuväärtus ehk ettevõtte äritegevuse väärtus pärast prognoosiperioodi. Kõige lõpus lisatakse äritegevuse väärtusele äritegevuses mitteosaleva vara väärtus, mis eelnevaga kokku liites annab ettevõtte kui terviku väärtuse.

### 1.3. Ettevõtte väärtusloomet mõjutavad tegurid

Ettevõtte kõige olulisem eesmärk on ettevõtte omanike rikkuse maksimeerimine. Siinkohal on oluline rõhutada, et ettevõtte väärtuse (*value*) tõstmine ja ettevõtte kasumlikkuse (*profitability*) tõstmine ei ole samaväärsed mõisted ning omavad väga erinevat mõju ettevõtte omanike rikkusele. Ettevõtte kasumlikkust tõstetakse peamiselt kulude kärpimise teel, mis omakorda tähendab, et investeeringuid ei tehta ning eiratakse turul tekkivaid võimalusi. Seetõttu on kasumlikkuse tõstmise mõju lühiajaline ning pikemas perspektiivis võib see mõjuda ettevõtte konkurentsivõimele koguni hävitavalt. (Doyle, 2008: 3)

Ettevõtte väärtusloome on aga protsess, mis omab pikaajalist mõju ettevõtte väärtusele, sest keskendub peamiselt kasvuvõimalustele ning konkurentsieeliste loomisele. Doyle (2008: 11-14) toob välja viis peamist strateegiat, mida ettevõtted peaksid kasutama selleks, et olla jätkuvalt konkurentsivõimelised:

- Osalemisstrateegia (*participation strategy*) – otsustamine, millistel turgudel oma toodangu/teenustega osaleda, arvestades selle turu potentsiaali nüüd ja ka tulevikus;
- Turundusstrateegia (*marketing strategy*) – hinnakujundus, sihtgrupid ja toodete atraktiivsus on järjest enam olulised ettevõttele informatsiooni ajastul, mil hind on niivõrd läbipaistev ning asendustooted on lihtsalt kättesaadavad;
- Operatiivne strateegia (*operationals strategy*) – ettevõtte ärimudel peab kohalduma turundusstrateegiaga ehk keskenduma kliendisuhtlusele ja -kesksusele, tarnimiskanalite valikule ja kvaliteedi tagamisele;

- Globaliseerumisstrateegia (*global strategy*) – vaid ühele lokaalsele turule püsima jäämine teeb ettevõtte haavatavaks globaalsete mängijate suhtes, kellel on võimalusi ja mänguruumi rohkem;
- Organisatsioonilised vajadused/omadused (*Organizational Imperatives*) – juhtimiskihide vähendamine, enamuses töötajaid spetsialiseeritud, kliendile fokuseerimine.

Väärtuse loomist läbi immateriaalsete varade on uurinud CAP Gemini Ernst & Young teadlased Cohen ja Kalafut (2001), kes tutvustavad mõõdikut nimega väärtuse loomise indeks ehk VCI (*Value Creation Index*). See mõõdik kirjeldab ja seejärel kombineerib kõige kriitilisema tähtsusega immateriaalsete varade kategooriad väärtusloome protsessis:

- innovatsioon (*innovation*),
- kvaliteet (*quality*),
- kliendisuhed (*customer relations*),
- juhtimisvõimekused (*management capabilities*),
- partnerid (*alliances*),
- tehnoloogia (*technology*),
- brändi väärtus (*brand value*),
- töötajate suhted (*employee relations*),
- keskkonna ja ühiskonna mured (*environmental and community issues*).

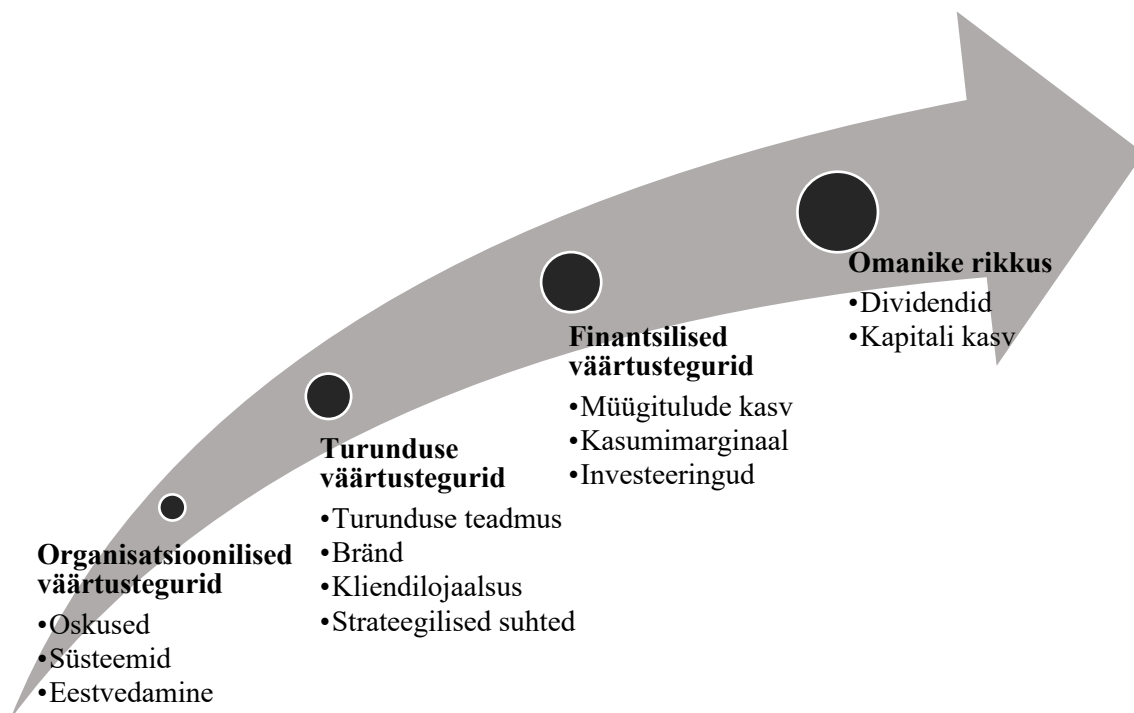
Pärast välja pakutud mudeli testimist leiti, et ettevõtte turuväärtusele kõige suuremat mõju omab innovatsioon, mida mõõdetakse uurimis- ja arendustegevuse, patentide arvu ja patentide olulisuse järgi. Tugevat mõju avaldavad ka juhtimiskvaliteet ning töötajate suhted, mis on indeksis tähtsuse järjekorras järgmised kategooriad. Ka toote ja teenuse kvaliteet omab suurt osakaalu väärtusloomes. (Cohen, Kalafut, 2001)

Väärtus on kõige parem indikaator ettevõtte tulemuslikkuse kohta - see seostab omavahel erinevad tegurid, mis peegeldavad nii ettevõtte sisemist olukorda kui ka välist keskkonda. Väärtuse mõjurid (*value drivers*) on tegurid, mis mõjutavad äri tulemuslikkust lühi- või pikaajalisel perioodil ja läbi selle loovad ettevõttele väärtust. Näiteks on sellisteks teguriteks müügiturgude laiendamine, töötajate rahulolu kasvatamine, ühinemised,

üksuste viimine madalate kuludega riiki jne. (Kazlauskienė, Christauskas 2008: 23) Jack Alexander (2006: 77) jagab ettevõtte poolt kontrollitavad ettevõtte väärtust ja tulevaste oodatavate rahavoogude väärtust juhtivad tegurid kuueks:

- Müügitulude kasv (*sales growth*),
- Suhteline hinnakujunduse tugevus (*relative pricing strength*),
- Äritegevuse efektiivsus (*operating effectiveness*),
- Kapitali juhtimise efektiivsus (*capital effectiveness*),
- Kapitali hind (*cost of capital*),
- Immateriaalsed tegurid (*the intangibles*).

Doyle (2008: 41) on jaganud aga selliseid ettevõtte sisemist ja väliskeskkonda kirjeldavad tegureid kolme gruppi. Esimeses grupis on kolm finantsilist väärtustegurit (*financial value drivers*), mis avaldavad mõju rahavoogudele: 1) müügitulude kasv (*sales growth*), 2) maksudejärgne kasumimarginaal (*after-tax operating profit margin*) ning 3) nõuded investeringutele (*investing requirements*). Omakorda selleks, et need finantsilised tegurid just positiivselt rahavoogusid mõjutaksid on vaja ettevõttel strateegiaid. Neid strateegiaid loovad järgmise grupi mõjurid ehk turunduse väärtustegurid (*marketing value drivers*) – brändid, klientide lojaalsus ning strateegilised suhted tarnijatega. Strateegiate ellu viimiseks tekib ettevõttel aga vajadus organisatsiooniliste väärtustegurite (*organisational value drivers*) järele – oskused, süsteemid ning eestvedamine. (Doyle 2008: 41) Neid seoseid kirjeldab järgneval leheküljel esitatud Joonis 1.5 lk 29 kõige paremini.

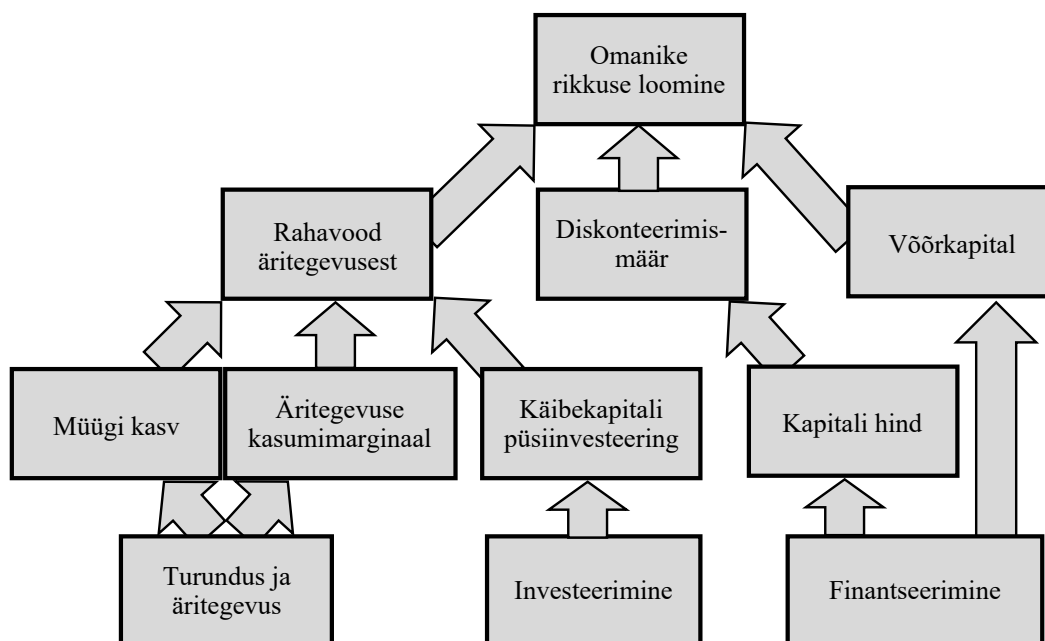


**Joonis 1.5.** Väärtust mõjutavad tegurid ettevõttes.  
Allikas: Doyle 2008: 42 põhjal, autorite muudatustega.

Eelnevat arvesse võttes võib väita, et ettevõtte väärtuse mõjutamiseks on lisaks finantsiliste näitajate mõjutamisele veel ka erinevaid kaudseid viise näiteks strateegiate muutus, immateriaalsete varade osakaal ja kasutamine äritegevuses jpm. Küll aga sisemist väärtust ja erinevate tegurite mõju väärtusele saab leida ainult erinevate arvutuste või analüüside tulemusena numbrilises vääringus.

Selliseid numbrilisi vääringuid on Doyle (2008: 53) jaganud kolmele erinevale juhtimisotsuste tasemele: turundus ja äritegevus (*marketing and operations*), investeerimine (*investment*) ja finantseerimine (*financing*). Igal valdkonnal on erinevad, kuid just neile omapärased finantsilised näitajad, mis panustavad ettevõtte omanike rikkusesse. Turunduse ja äritegevuse valdkonna kõige olulisemateks finantsilisteks näitajateks, mis avaldavad mõju ettevõtte väärtusele kõige otsesemalt läbi rahavoogude, on müügitulude kasv ning äritegevuse kasumimarginaal. Finantseerimise valdkonnas on peamisteks ettevõtte väärtuse mõjuriteks kapitali hind ning ettevõtte kapitalistruktuur. Investeerimise valdkonnas on oluliseimaks mõjuriks käibekapitali püsiinvesteeringu maht – kui investeeringuid ei tehta, siis hetkeliselt rahavood kasvavad, kuid pikemas perspektiivis võimaldavad püsivad investeeringud ettevõtte rahavoogusid tulevikus

kasvatada ning seeläbi avaldab see ka ettevõtte väärtusele positiivset mõju. Eelnevalt kirjeldatud seoseid on kujutatud alljärgneval joonisel 1.6.



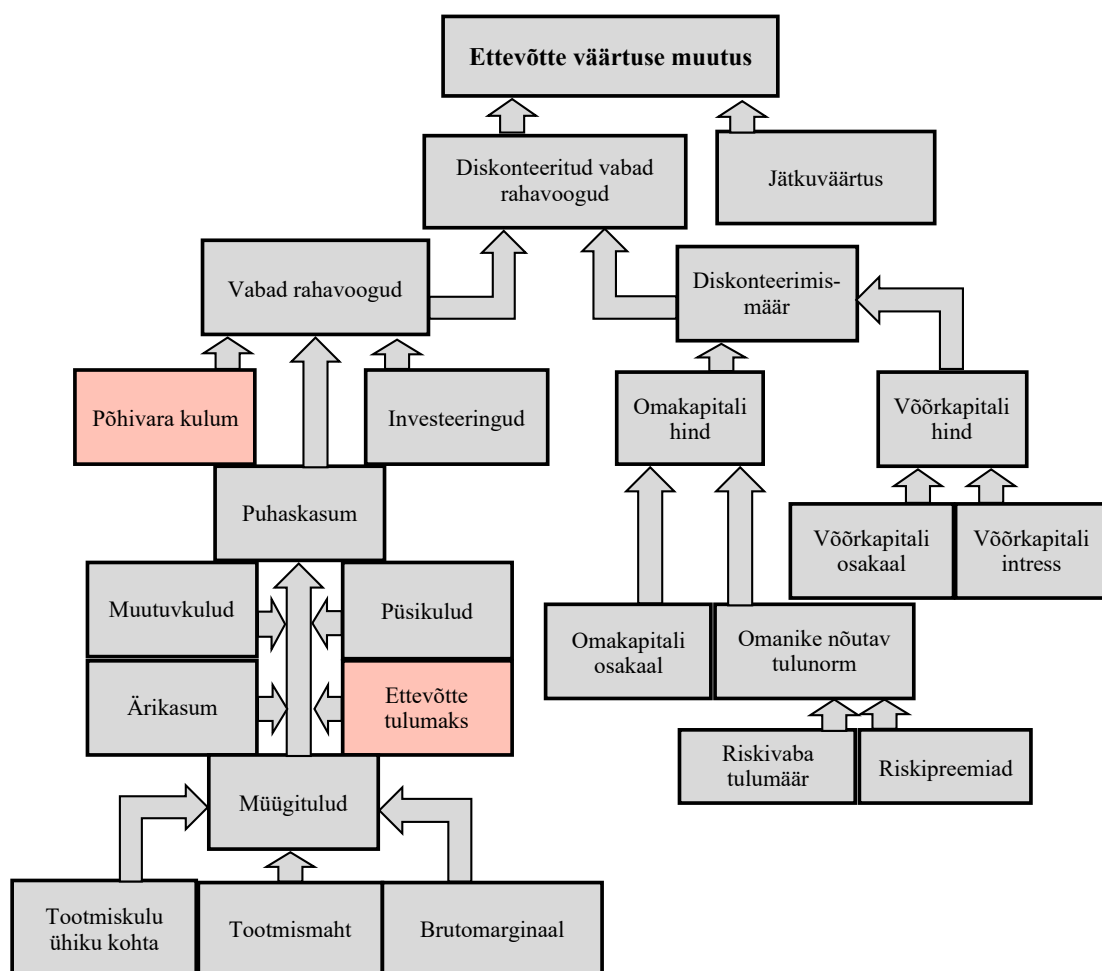
**Joonis 1.6.** Omanike rikkust mõjutavad finantsilised tegurid ettevõttes.  
Allikas: Doyle 2008: 53 põhjal, autorite muudatustega.

Doyle (2008: 18) väidab, et „väärtuseloomes võtmeks on ettevõtte oskus saavutada või säilitada konkurentsieelis muutlikus turuolukorras“. Selleks, et ettevõtte oleks võimeline saavutama ja säilitama konkurentsieelise, peab ettevõtte olema valmis tegema investeeringuid. Üheks oluliseimaks investeeringuks on ettevõtte tegevusplaanide ja ärimudeli kaasajastamine (Slywotzky *et al.* 1997: 6). Omakorda selleks, et investeering looks majanduslikku väärtust on erinevad autorid (Koller *et al.* 2005; Alexander 2006; Doyle 2008) ühel meelel: investeeringute tulusus peab ületama kapitali kulukuse määra. See saab aga konkurentsitingimustes juhtuda ainult siis, kui ettevõttel on märkimisväärne eelis kuludes või toote eristumises (Doyle 2008: 20).

Praktiliselt tähendab konkurentsieelise saavutamine seda, et ettevõttel on toimivad strateegiad, läbi mille genereeritakse võimalikult positiivseid rahavoogusid tulevikus. Sellest tulenevalt on ettevõttel positiivsed väljavaated ja seetõttu ka kõrgem hinnang tänasele väärtusele. Sellise kontseptsiooniga muidugi kaasnevad ka alati raha ajaväärtuse ning riski mõisted. Tulevik, olenemata sellest, kui põhjalikud on tehtud analüüsid, on

siiski ennustamatu ja seetõttu on selliste väljavaadete alati kaasnev risk. Mida kaugemasse tulevikku ulatuvad investeeringud, seda kõrgemad on seotud riskid.

Kazlauskienė ja Christauskas (2008: 24-25) on teinud kokkuvõtte veel mitmetest mõjurite kirjeldustest ning nende jaotustest. Kahjuks leiavad nad, et ühtset struktuuri ei ole, ning veelgi olulisemalt on kirjanduses puudu ülevaade nende tegurite mõju suurustest ning ka omavahelistest seostest. Oma samas artiklis pakuvad nad välja aga kompleksse struktuuri ettevõtte rahavoogusid mõjutavatest teguritest. Selle viiest erinevast tasemest koosneva struktuuri põhjal teevad nad ettepaneku algoritmile, mille abil mõõta mõjude ja koosmõjude suuruseid. Nende viietasemeline struktuuri kujutis on leitav järgnevalt jooniselt 1.7.



**Joonis 1.7.** Väärtust mõjutavad tegurid ettevõttes.

Allikas: Kazlauskienė ja Christauskas 2008: 27 põhjal, autorite lihtsustustega.

Sellisel kujul tegurite struktureerimise eelisteks on nii erinevate tegurite koosmõju läbipaistvus kui ka eelnevatest lülidest sõltuvuse jälgitavus. Joonisele 1.7 lk 31 tuginedes võib väita, et ettevõtte siseselt mõjutavad väärtust kõik tegurid, mis avaldavad otseselt mõju ettevõtte rahavoogudele või rahavoogude diskonteerimismäärale. Siinkohal peavad autorid oluliseks tõdeda, et joonisel roosaka taustaga kujutatud tegurid, milledeks on põhivara kulum ja ettevõtte tulumaks, Eesti kontekstis ettevõtte rahavoogudele mõju ei avalda. Seda seepärast, et Eestis ettevõtte puhaskasumit tulumaksuga ei maksustata ning samuti ei toimi amortisatsioon maksukilbina selliselt nagu mujal maailmas. Seega neid kahte tegurit ettevõtte väärtust mõjutavatena käesoleva töö raames ei käsitleta.

Slywotzky ja Linthicum (1997: 6) väidavad, et parimaks viisiks mõista erinevaid tegureid millede abil on võimalik edu saavutada, on analüüsida minevikus erilise kasvuspurdi teinud ettevõtteid, sealjuures nii sarnase kui ka erineva tegevusalaga ettevõtteid. Iga selline ettevõtte on teinud mingisuguseid konkreetseid samme, et märkimisväärselt kasvada ning kokku piisab vaid kuni viiest sellisest tegevusest.

Kõige olulisemaks ettevõtte väärtuse mõjuteguriks peab Alexander (2006: 79) müügitulude kasvu, sest seda saab mõjutada kõige suuremal määral, väga erinevate meetmetega ning selle efekt on kohene. Kõikide teiste väärtust mõjutavate tegurite puhul esinevad teatavad piirangud, kuid maksimaalse potentsiaalse väärtuse saavutamiseks neid kõrvale jätta ei saa. Müügitulude kasvatamise puhul tuleb ka suurt tähtsust pöörata sellele, kuidas seda tehakse. Igasugune müügitulude kasv ei garanteeri ettevõtte väärtuse kasvu. Müügikasv peab olema kasumlik ja suuteline tekitama positiivseid rahavoogusid ja majanduslikku tulu mõistliku aja jooksul. Sarnaselt Alexandrile nimetab ka Doyle (2008: 37) üheks peamiseks ettevõtte rahavoogusid suurendavaks teguriks müügikasvu, samas lisab veel maksudejärgse kasumimarginaali ja investeeringute vajalikkuse.

Kokkuvõtvalt saab öelda, et ettevõtte väärtust juhivad ettevõtte tulevased oodatavad rahavood (Koller *et al.* 2005: 68), mis on diskonteeritud kaalutud keskmise kapitali kulukuse määraga (*Ibid.* 2005: 101) ning millest on maha arvatud ettevõtte võlad ja kohustused. Doyle (2008: 22) sealjuures rõhutab, et ettevõtte rahavoogusid ei ole vaja mitte lihtsalt suurendada vaid arvesse tuleb võtta ka rahavoogude risk, kestvus ja ajastatus. Koller *et al.* (2005: 384) toovad välja oluliste ettevõtte sisemist väärtust ehk tulevaste ettevõttele suunatud rahavoogude diskonteeritud väärtust mõjutavate teguritena

ettevõtte pikajalise kasvu (*long-term growth*) ja investeeritud kapitali tulususe ehk ROIC (*return on invested capital*).

Erinevates allikates optimaalse kapitalistruktuuri leidmiseks (Leland 1994; Myers 2001; Miao 2005) on viidatud 1958. aastal Modigliani ja Milleri läbi viidud uuringule, mille kohaselt laenu- ja omakapitali suhe ega ka kapitali hind ei mõjuta ettevõtte väärtust täiuslikul kapitaliturul. Myers (2001: 85) selgitab, et eelnev järeldus on seotud eeldusega, et kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr on konstant. See tähendab, et investorite nõutav tulunorm kasvab, kui ettevõtte võlgnevuste osakaal suureneb ja sellest tulenevalt „odava“ laenukapitali kasutamine taandub välja järjest „kallineva“ investori tulunormiga, seetõttu kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr ei muutu. Samas vaidleb ta aga, et mõningatel juhtudel ei pruugi investorite nõutav tulunorm sugugi kasvada, kui ettevõtte laenukapitali kaasates lähtub lisandunud väärtusest ning suudab jääda optimaalse võlgnevuse ja omakapitali suhte piiresse (*Ibid.* 86).

Laenu- ja omakapitali suhe on oluline ettevõtte väärtuse seisukohast. Esiteks suurema laenukoormusega ettevõtetel kaasneb intressikoormus ning laenumaksetega kaasneb ka rahavoogudele negatiivne mõju. Samuti kaasneb risk, et ettevõtte ei suuda laenusid teenindada, millest omakorda tulenevalt tekivad raskused ettevõtte äritegevuse jätkamiseks. Üldine tendents kasumlike tööstusettevõtete seas on, et pigem eelistatakse investeringute finantseerimist omakapitalist ning võõrkapitali kaasatakse oluliselt väiksemal määral (Myers 2001: 83). Samas aga kapitali kaasamise vajadusel tuleks eelistada võlakirjade emissiooni aktsiaemissioonile, sest viimane tõenäoliselt avaldab negatiivset mõju aktsia hindadele ja seetõttu ka ettevõtte väärtusele. Lisaks selgitab kasumlike ettevõtete väiksemat laenukoormust asjaolu, et neil on piisavalt sisemisi finantseeringuallikaid ja likviidset vara ning seetõttu ei ole tarvis laenukapitali kaasata. (Myers 2001: 93). Sellest tulenevalt võib väita, et kasumlike ettevõtete pigem väikesed laenukoormused ei ole märk optimaalsest kapitalistruktuurist vaid pigem laenukapitali kaasamise vajaduse puudumisest. Kui aga kaasata ettevõtte investeerimisotsustesse pigem laenukapitali ning ettevõtte likviidset vara reinvesteerida on võimalik kasutada ettevõtte kapitalistruktuuri ettevõtte väärtust mõjutava tegurina.

Ettevõtte väärtust mõjutava tegurina vaadeldakse kirjanduses ka ühinemisi ja jagunemisi. Jagunemistel võib ettevõtte väärtusele suur mõju olla seetõttu, et mitme erineva

tootmisliini ja/või tegevusalaga tegeleva ettevõtte korral võib esineda väärtuse hindamisel olulisi vigu (Chen *et al.* 2007: 1). Käesoleva töö raames analüüsitaval ettevõttel aga sedavõrd erinevaid tootesegmente ei ole, millest tulenevalt jagunemist väärtuse mõjurina ei käsitleta.

Ühinemiste puhul aga toovad Devos *et al.* (2009: 1181) välja, et nende analüüsitud 264 ühinemise tagajärjel ettevõtete väärtus kasvas 10,03%, sealjuures maksukilbi mõju, mis Eesti kontekstis tähtsust ei oma, on vaid 1,64% lisandunud väärtusest. Ülejäänud 8,38% lisandunud väärtusest tuleneb äritegevuse allikatest. Peamiselt on lisandunud väärtuse mõju seotud nn tekkinud sünergiast. (*Ibid*: 1183) Sünergia võit võib tuleneda tekkinud mastaabiefektist või tegevuskulude ja/või investeeringute vähendamise potentsiaalst, milledest tulenevalt kasvavad rahavood.

Seth (1990: 111) uuris ühinemistel tekkinud väärtusloomet just erinevate ühinemistüüpide korral ning leidis, et ühinemistel on märkimisväärne positiivne mõju olenemata valitud strateegiast. Samuti selgub uuringust, et ühinenud ettevõtete tulemuslikkuse mõju on positiivne sõltumata valitud strateegiast. (*Ibid*: 112) Devos *et al.* (2009: 1203) leiavad samuti kokkuvõtvalt, et kõikide ühinemiste positiivne sünergia tuleneb investeeringute vähendamisest. Analüüsitud tööstusettevõtete ühinemiste sünergia, mis tulenes suurenenud müügitulust või kulusäästudest, oli ligilähedane nullile. Seega saab järeldada, et ühinemistel on väike või isegi olematu mõju ettevõtte äritegevuse tulemusele.

Eelnevat kokkuvõttes leiavad autorid, et ettevõtte väärtuse mõjutamiseks tuleb arvesse võtta väga mitmeid erinevaid tegureid, sealjuures nii väliseid (näiteks konkurentsitingimused ja turuolukord) kui ka ettevõttesiseseid (näiteks strateegiad, kompetentsid, juhtimisvõimekused). Samuti tuleb hinnata väärtuse mõjutamise potentsiaali läbi finantsiliste tegurite (diskonteerimismäär, müügitulud), kuid omakorda ka läbi nende tegurite (turundus, tootesegmendid jne), mis mõjutavad neid finantsilisi tegureid. Seega selleks, et kaardistada ettevõtte väärtuse tõstmise võimalusi tuleb esmalt analüüsida kõnealust ettevõtet kõikidest aspektidest lähtuvalt, seejärel leida hinnang selle väärtusele ning alles viimaks leida just kõnealusele ettevõttele sobivad võtted ettevõtte väärtuse tõstmiseks.

## **2. VÕIMALUSED ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE TÕSTMISEKS ECOBIRCH AS NÄITEL**

### **2.1. Ecobirch AS tutvustus, finantsseisund ja teostatud uuringu meetoodika**

Selles alapeatükis annavad autorid ülevaate uuritavast ettevõttest Ecobirch AS. Autorid analüüsivad ettevõtte majandusaastaruannete ja 2020. aasta finantsaruannete põhjal ettevõtte ajaloolist ja 30.06.2020 finantsseisundit. Alapeatüki teises pooles kirjeldatakse ettevõttes teostatud uuringu meetoodikat.

AS Ecobirch (edaspidi Ecobirch) on Eesti tootmisettevõtte, mis registreeriti juriidilise isikuna 2002. aastal. Ecobirchi tootmiskompleks asub Pärnu linnas. 31.12.2019 seisuga andis ettevõtte tööd 143-le töötajale, ühele palgalisele juhatuse liikmele ja 15-le renditöötajale. Ettevõtte põhitegevusala on kasest liimpuittoodete ja komponentide tootmine. Ecobirchi territooriumil asuvad liimpuitkilbivabrik ja saeveski, kus saeveski rolliks on kase saematerjali tootmine kilbivabriku tarbeks. Liimkilbivabrik kasutab liimkilbi ja sõrmjätkatud komponentide tootmisel toormena lisaks kase saematerjalile ka männi sõrmjätkatud komponente. Ecobirch kuulub Eesti ühte juhtivasse puidutööstusgruppi Combi Grupp. Combi Gruppi kuulub üks metsa varumise ja majandamise ettevõtte, üks logistika ettevõtte, kaks saeveskit, kolm müügikontorit ja viis puidu järeltöötusega tegelevat 100% Eesti kapitalile rajatud ettevõtet. (Ecobirch AS...2020; G.Rahnel, suuline vestlus, 10.03.20; Combi Group 2020)

Seoses toorme hankepiirkonna laienemise vajadusega omandas Ecobirch 2018. aasta alguses Soome saeveski OY Haka-Wood AB osaluse suuruses 41%, millest sama aasta suvel 16% kolmandale osapoolle müüdi. Täiendavalt soetati 2018. aastal 12,5% suurune osalus metsa varumise ettevõttes Iriscorp Transport OÜ-s. 2019. aastal jäid omandatud

osalused samaks ja need on planeeritud säilitada järgmisel viiel aastal. (G.Rahnel, suuline vestlus, 10.03.20)

Ettevõtte poolt klientidele loodava väärtuse aluspõhimõtted on autorid, koostöös Ecobirch tegevjuhi G. Rahneliga, toonud välja Osterwalderi ärimudeli lõuendil.

Väärtuspakkumise aluspõhimõtted on toodud välja joonisel 2.1.

<u>PAKKUMINE</u>		
VÄÄRTUSE PAKKUMINE: Ettevõtte pakub looduslikku täispuidust töötasapinda laiale tarbijaskonnale kättesaadava hinnaga		
<u>INFRASTRUKTUUR</u>		
TEGEVUSED: Saematerjali ja palgi ostmise, saagimise, kuivatamise, liimpuitkilbi tootmine	RESSURSID: Toormeladu, kuivatamise võimsus, tarneahela juhtimine konteinerveod	PARTNERID: RMK, Combimill Reopalu, Haka-wood, Räpina Paberivabrik
<u>KLIENT</u>		
SIHTGRUPP: USA kinnisvara omanikud, kinnisvara renoveerimise alltöövõtjad	MÜÜGIKANALID: Edasimüüja USA turul müüb tooted edasi ehituskaubamajadele	KLIENDISUHTED: Edasimüüja edastab infot lõpptarbija ootustest ja informeerib ehituskaubamaja võimalustest
<u>FINANTSID</u>		
TULUD: Liimpuitkilp, Saematerjal, Palk, Saepuru ja hake	KULUD: Toore, Tööjõud, Energia	

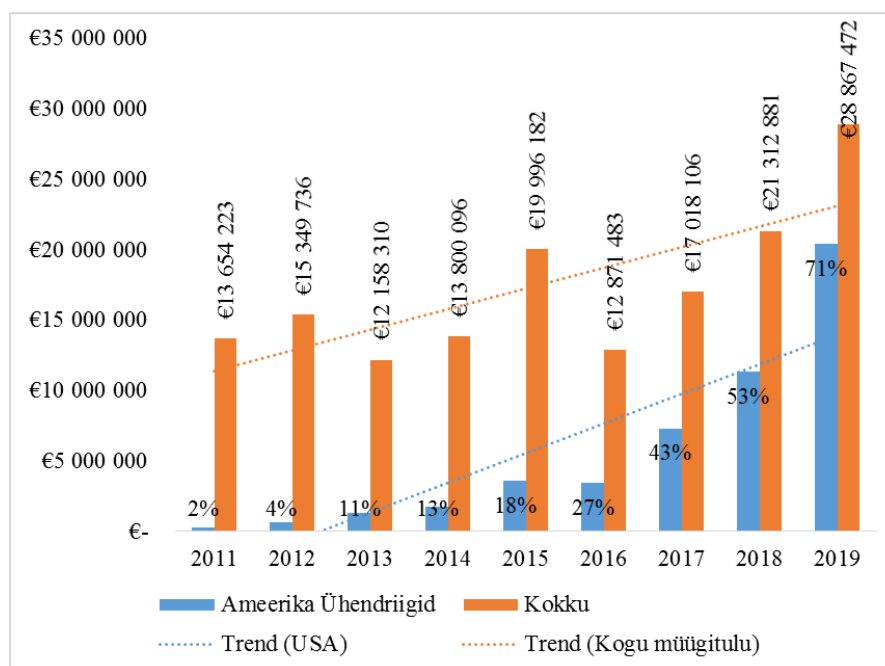
**Joonis 2.1.** Ecobirch AS ärimudel kasutades Osterwalderi lõuendit.

Allikas: Business Model...2011, Intervjuu Ecobirch tegevjuhi G.Rahneliga, autorite kohandustega.

Ecobirch AS on tootnud kasest liimpuitkilpi tänaseks päevaks 18 aastat. Selle aja jooksul on ettevõttel olnud erinevaid ärimudeleid. 2014. aastal siseneti koostööpartneri abil USA

turule ja välja hakkas kujunema tänaseni kasutusel olev ärimudel. Tänapäevane ärimudel on jätkusuutlik, välja on töötatud toimiv koostööpartnerite ja tarnijate võrgustik. Ettevõtet juhivad motiveeritud juhtkond ja tootmistöötajad saavad Pärnumaa keskmisest palgast ca 30% kõrgemat töötasu (G.Rahnel, suuline vestlus, 10.03.20). Kogemusi ja teadmisi vahetatakse Combi Grupi alla kuuluvate ettevõtete vahel, mis pakub kiired probleemilahendused. Combi Grupi ettevõtete omanike ringis on tegevusharus väga hästi orienteeruvad ettevõtjad.

Ecobirch 2019. aasta müügitulust 83% moodustavad puitkomponendid ja liimpuittooted, 9% müüakse saepuru ja hakkena, 6% saematerjali ja 2% palgina. (Ecobirch AS...2020) Olulisemad müügiturud 2019. aastal olid USA, Eesti, Saksamaa ja Lõuna-Korea. Võrrelduna 2018. aastaga kasvas oluliselt müük USA turule, kuhu ennustab G. Rahnel (suuline vestlus, 10.03.2020) suurimat kasvu ka 2020. aastal. See on eelkõige seotud USA turul laienemisega, lisandub uusi müügipindu erinevates ehituskaubamajades. Ettevõtte müügitulu aastatel 2011-2019 on toodud välja joonisel 2.2. Joonisel on näha, et USA müügitulu trend kasvab kiiremini kui kogu müügitulu trend.



**Joonis 2.2.** Ecobirch AS müügitulu 2011-2019 ja USA müügi osakaal. Allikas: Ecobirch AS 2011-2019 majandusaasta aruannete põhjal, autorite kohandustega.

Ecobirchi 2019. aasta müügitulust 71% eksporditi USA turule, 2018. aastal oli sama näitaja 53%. 2020. aasta esimese kuue kuu müügitulu oli 17,68 miljonit eurot mis moodustab 2019. aasta müügitulust 61%. Ettevõtte suurimaks kliendiks ja koostööpartneriks on USA ettevõtte FPD (*Forest Products Distributors*), kellega koos töötati 2015. aastal välja ja arendatakse edasi täna kasutusel olevat ärimudelit. Alates 2015. aastast on jõudsalt kasvanud USA müügi osakaal müügitulust. Ecobirch ja FPD vahel on sõlmitud tähtjatu koostöö ja kavatsuste deklaratsioon, mida uuendati viimati 2020. aasta veebruari lõpus. FDP klientideks on USA turu suurimad ehituskaubamajade ketid Home Depot, Lowe's ja Menards. Müügitulu kasv USA turul aastatel 2020-2024 on planeeritud eelkõige juba tootenomenklatuuris olevate toodete uutele kaubapindadele laienemise arvelt. (G.Rahnel suuline vestlus 10.03.20)

Müügi kasvu veab eelkõige müügitulu kasv väljaspool Euroopa Liitu (EL) USAs. Müügitulu kasvumäärad kokku, ELis ja väljaspool ELi perioodil 2012-2019 on toodud välja tabelis 2.1. Kasvumäärad on arvatud eelmise aasta müügitulu põhjal. Täiendavalt on arvatud välja müügitulu kasvumäärade geomeetrilised keskmised aastatel 2012-2019 ja 2016-2019. Autorite hinnangul on mõistlik vaadelda viimast nelja aastat eraldi, sest aastal 2015 vaadati üle ja muudeti ettevõtte ärimudelit (G.Rahnel suuline vestlus 10.03.20).

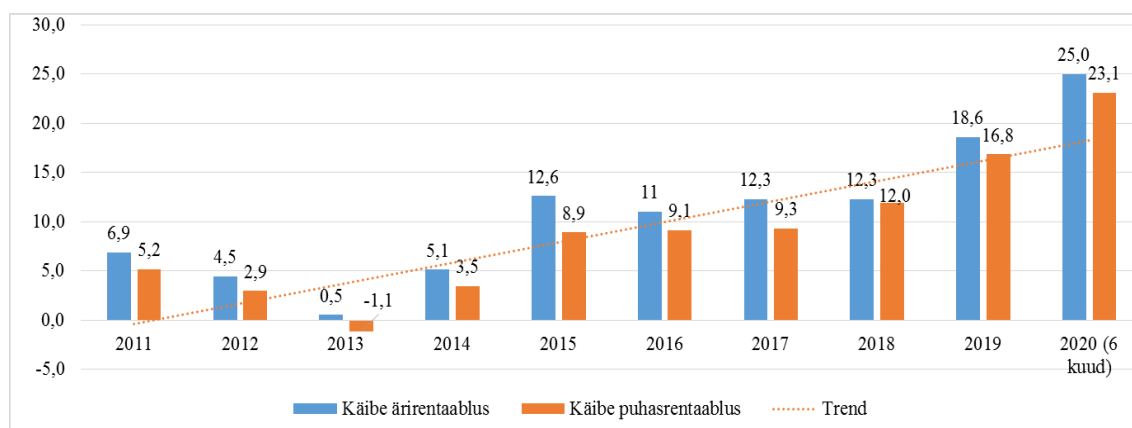
**Tabel 2.1.** Ecobirch AS müügitulu kasv ELis ja väljaspool

	<b>Müügitulu kasvumäär</b>	<b>Müügitulu kasvumäär ELis väljas</b>	<b>Müügitulu kasvumäär ELis</b>
2012	12%	158%	-4%
2013	-21%	-1%	-26%
2014	14%	4%	17%
2015	-5%	76%	-33%
2016	-2%	-8%	3%
2017	32%	61%	9%
2018	25%	42%	5%
2019	35%	63%	-9%
geomeetiline keskmine 2012-2019	13%	23%	10%
geomeetiline keskmine 2016-2019	16%	33%	6%

Allikas: (Ecobirch AS 2011-2019 majandusaasta aruannete põhjal), autorite arvutustega.

Kui jätta kõrvale ELi sisese müügitulu negatiivne kasvumäär aastal 2019, on Ecobirchi viimase kolme aasta müügitulu kasvumäärad olnud positiivsed. Ettevõtte on teadlikult vähendanud liimpuitkilbi müügimahtu ELis, et tulla toime USA turu kasvanud liimpuitkilbi nõudlusega. Ettevõtte on teostanud perioodil 2018-2020 investeeringuid tootmismahu kasvatamiseks ja see annab võimaluse müügimahtu ELi turule kasvatada (G.Rahnel suuline vestlus 10.03.20). Viimase kolme aasta müügitulu kasvumäärad on kõrged. Viimase nelja aasta geomeetiline keskmine kasvumäär on 16% ja autorite hinnangul on kõrge kasvumäär iseloomulik kasvufaasis olevale ettevõttele.

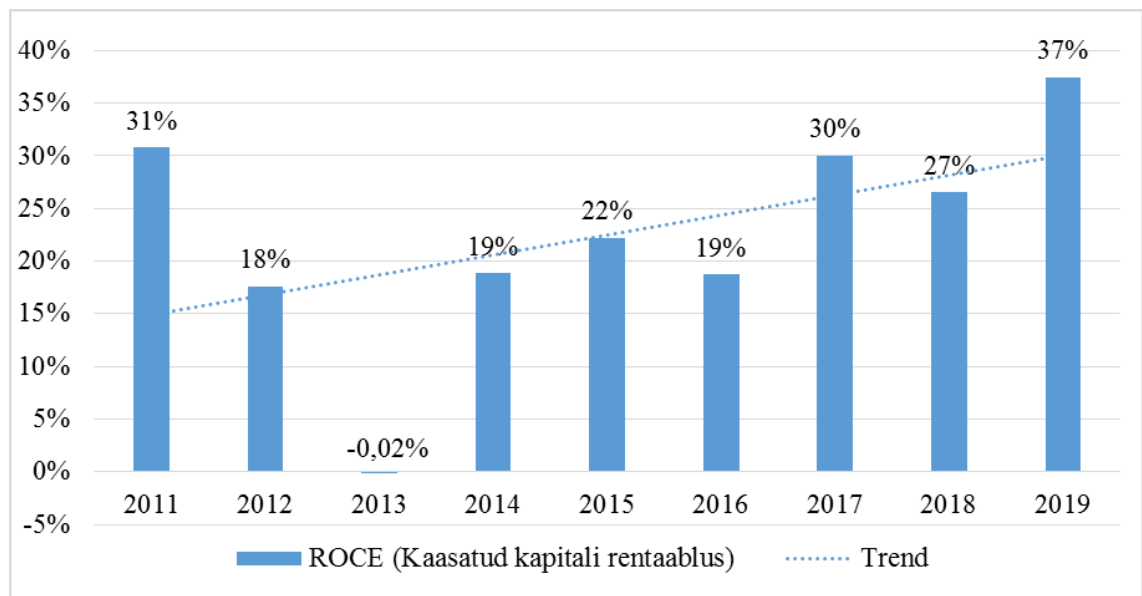
Autorid analüüsisid ettevõtte mineviku andmeid ehk eelmiste perioodide finantsaruandeid, et hinnata ettevõtte finantseisundit. Ettevõtte kasumiaruanne ja bilanss 31.12.19 ja 30.06.20 seisuga on toodud välja lisas 1. Autorid viisid läbi ettevõtte majandusaasta aruannetes kajastatud peamiste tulususe- ja likviidsussuhtarvude analüüsi, et hinnata tulemusi ja näha trende. Ettevõtte rentaablu suhtarvud on toodud välja Joonisel 2.3.



**Joonis 2.3.** Ecobirch AS rentaablu suhtarvud perioodil 2011-2020 (6 kuud).  
Allikas: Ecobirch..2011-2020, autorite kohandustega.

Ettevõtte rentaablu ehk tegevustulukus ehk marginaal näitab müügitulu iga rahaühiku tasuvust (Kõomägi 2006:128). Ecobirch rentaablu on alates 2013. aastast jõudsalt kasvanud ja trend on selgelt kasvav. 2019. aastal jäi 18,6% müügitulust ettevõttele ärikasumiks ja 16,8% puhaskasumiks. 2020. aasta esimese poolaasta lõpu seisuga oli ettevõtte ärirentaablus 25% ja puhasrentaablus 23,1%. G. Rahneli (10.06.2020) sõnul oodatakse järgmistel aastatel ärirentaablust keskmiselt 25%.

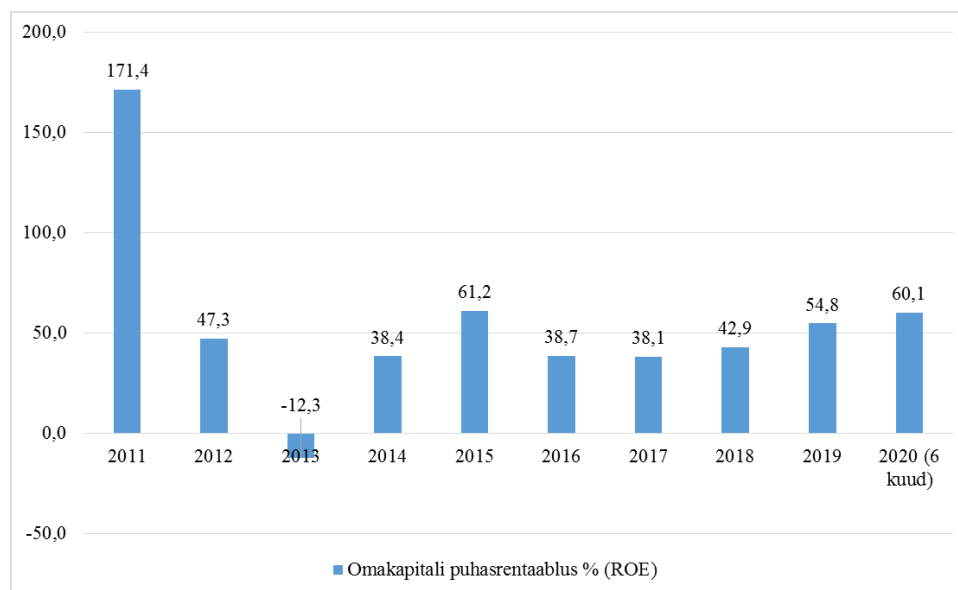
Ettevõtte kaasatud kapitali rentaablus ROCE (*return on capital employed*) näitab, et kui palju tekitab kasumit iga pikaajalistesse kohustustesse ja omakapitali investeeritud euro (Kõomägi 2006:140). Ettevõtte kaasatud kapitali rentaablus on toodud välja joonisel 2.4. Ettevõtte iga pikaajalistesse kohustustesse ja omakapitali investeeritud euro võime teenida kasumit on ajas kasvanud, teenides 2019. aastal 37 senti ärikasumit.



**Joonis 2.4.** Ecobirch ROCE 2011-2019.

Allikas: Ecobirch..2012-2019, autorite kohandustega.

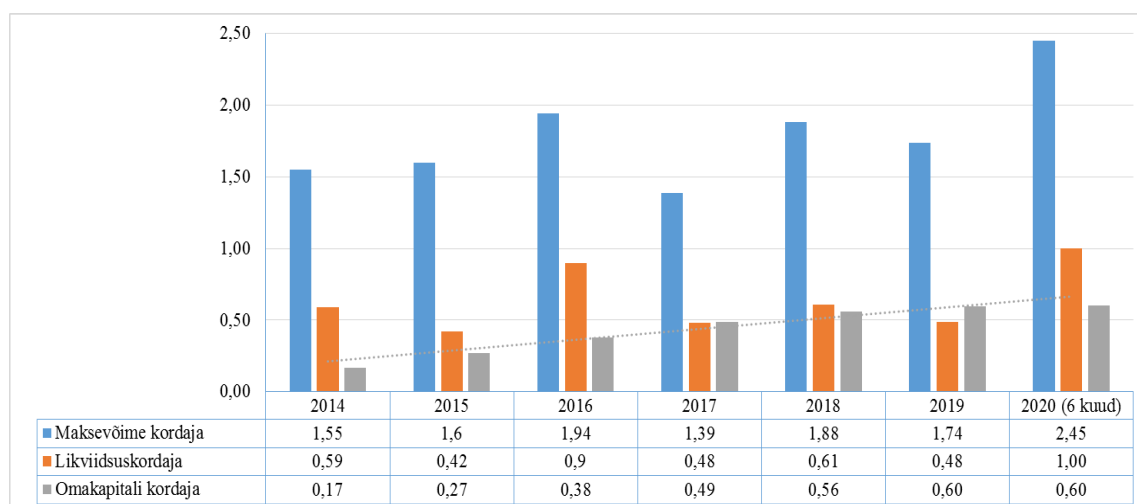
Omanike jaoks on kõige olulisem näitaja omakapitali rentaablus ehk ROE mis sisuliselt näitab omanike rikkuse kasvu ehk investeeritud kapitali tulusust (Kõomägi 2006:128). 2011. aasta kõrge ROE on selgitatav madala omakapitali osakaaluga kapitali struktuurist. Kui veel 2016. aastal teenis iga omakapitali investeeritud euro alla 38,7 senti puhaskasumit siis 2020. aasta esimese poolaasta lõpuks teenis iga omakapitali investeeritud euro 60,1 senti puhaskasumit. Omakapitali rentaablus aastatel 2011-2020 esimene poolaasta on toodud välja joonisel 2.5 lk 41.



**Joonis 2.5.** Ecobirch AS omakapitali rentaablus 2012-2019

Allikas: Ecobirch..2012-2019, autorite kohandustega.

Ettevõtte likviidsussuhtarvudest analüüsisid autorid maksevõime kordajat, likviidsuskordajat ja omakapitali kordajat. Analüüsitud kordajad on visualiseeritud joonisel 2.6.



**Joonis 2.6.** Ecobirch AS likviidsussuhtarvud 2014-2020(6 kuud)

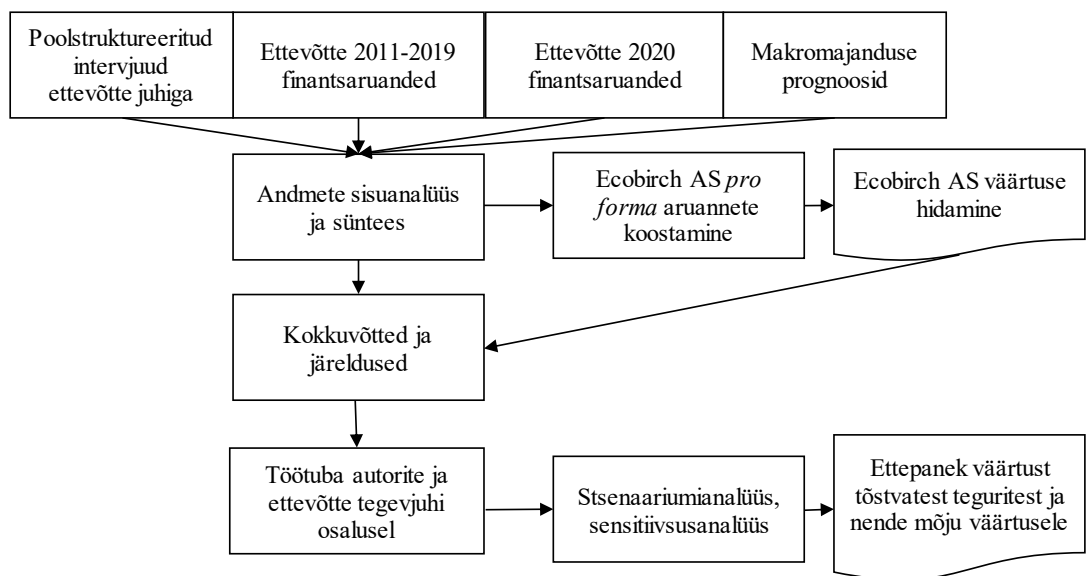
Allikas: Ecobirch..2014-2019, autorite kohandustega.

Autorid pidasid oluliseks visualiseerida joonisel omakapitali kordaja trend. Omakapitali kordaja näitab, et 2014 aastal moodustas ettevõtte omakapital 17% kapitali struktuurist. Seega oli 2014. aastal 83% varadest finantseeritud laenukapitali arvelt. 2020. aastaks oli tõstetud omakapitalist varade finantseerimist 60%ni.

Maksevõime kordaja ehk lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja järgi saab teada, kui palju on käibevara lühiajaliste kohustuste ühe rahaühiku kohta. Üldtunnustatud kriteeriumid kohustuste kattekordaja hindamiseks on, et likviidsus on hea, kui näitaja 1,6 või sellest suurem. (Kõomägi 2006:123) Üldtunnustatud kriteeriumite järgi on Ecobirch lühiajaline likviidsus hea. Ettevõtte likviidsuskordaja näitab likviidsust kitsamalt ehk kui palju saab käibevaradest tasuta lühiajalisi kohustusi varusid müümata. Üldtunnustatud kriteeriumite põhjal on Ecobirch kiire maksevõime rahuldav. (Kõomägi 2006:123)

Eelevale finantsanalüüsile tuginedes on ettevõtte finantspositsioon väga hea. Rentaablus on kõrge, likviidsus hea, kapitalistruktuuris on suurendatud omakapitali osakaalu 60%ni, mis vähendab ettevõtte sõltuvust laenukapitalist. Ettevõttel on toimiv ärimudel, mis on üles ehitatud peamise sihtturu USA stabiilselt kasvava nõudluse rahuldamiseks.

Alljärgnevalt kirjeldavad autorid Ecobirch ASis läbiviidud uuringu meetodikat. Uuringu ülesehitus on toodud välja joonisel 2.7.



**Joonis 2.7.** Teostatud uuringu ülesehitus.  
Allikas: autorite koostatud.

Autorid viisid läbi Ecobirchis uuringu perioodil 15.02-15.07.2020. Autoritel oli kasutada ettevõtte majandusaastaaruanded perioodil 2011-2019. Täiendavalt saadi ettevõtte raamatupidajalt ettevõtte kasumiaruanne ja bilanss 30.06.2020 seisuga. Autoritele

võimaldati juurdepääs majandusaastaaruannete koostamise aluseks olnud dokumentatsioonile, Microsoft exceli ja wordi dokumentidena. Uuringu käigus tutvuti ettevõtte finantsaruandlusega ja teostati organisatsiooni dokumentide kvalitatiivne sisuanalüüs.

Ettevõtte tegevjuhiga viidi läbi poolstruktureeritud intervjuud, mille käigus kogutud esmastele verbaalsetele andmetele teostati sisuanalüüs. Intervjuu käigus kogutud andmed lisasid usaldusväärset teistele tekstilistele andmetele. Poolstruktureeritud intervjuu vorm võimaldab käsitletavaid teemasid süvitsi uurida. Võrreldes struktureeritud intervjuuga on poolstruktureeritud intervjuu vorm paindlikum, sest võimaldab vestluse käigus teemade valikut muuta ja/või algatada uusi, uuringu seisukohast olulisi teemasid. (Praakli 2009: 210) Intervjuu eesmärgiks oli koguda infot ettevõtte strateegiliste plaanide kohta ja andmeid *pro forma* bilansi koostamiseks (investeeringud, müügitulu, dividendid). Intervjuu ettevalmistatud küsimused on toodud välja lisas 2. Autorid soovisid teada, mida on tehtud ja mida planeeritakse teha ettevõtte sisemise väärtuse tõstmiseks. Autorite hinnangul andis poolstruktureeritud intervjuu vormi kasutamine võimaluse vestlust intervjuueeritava vastuste järgi suunata. See muutis vestluse avatuks ja võimaldas koguda vajalikku infot.

Ettevõtte väliseid andmeallikaid kasutati objektiivsete makromajanduse prognooside saamiseks ja omakapitali kulukuse määra hindamiseks. Makromajanduse prognoosideks kasutati Eesi Panga majandusprognoos 10.06.2020 seisuga ja Rahvusvahelise Valuutafondi IMF majandusprognoosi aprill 2020 seisuga. Omakapitali kulukuse määra arvutamiseks kasutati andmeid Damodarani kodulehe andmebaasist, Eesti Rahandusministeeriumi kodulehelt ja Andressoni väikeettevõtte riskipremia komponente.

Sisuanalüüsi tulemusena kogutud andmete põhjal teostati diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades ettevõtte väärtuse hindamine. Mineviku andmete analüüsimiseks kasutati suhtarvude analüüsi. Jätkuperioodi *pro forma* bilansis kasutati intervjuu käigus kogutud verbaalseid andmeid. Ettevõtte üldseisundi ja tegevuskeskkonna analüüsid SWOT, PESTLE, Porteri 5 konkurentsijõudu ja Osterwaldi ärimudel koostati autorite poolt koostöös ettevõtte tegevjuhiga. Ecobirch väärtust tõstvate tegurite välja selgitamisel viidi läbi autorite ja ettevõtte tegevjuhi osalusel töötuba. Töötoas analüüsiti autorite poolt

koostatud ettevõtte väärtuse hindamise mudelit ning arutelu käigus kaardistati võimalused ettevõtte väärtuse tõstmiseks. Tegurite mõju ettevõtte väärtusele analüüsiti kasutades stsenaariumianalüüsi ja sensitiiivsusanalüüsi.

## **2.2. Ecobirch AS tegevuskeskkond ja hinnanguline väärtus**

Alapeatükis viivad autorid läbi ettevõtte väärtuse hindamise diskonteeritud rahavoogude meetodil. Autorid jälgivad ettevõtte väärtuse hindamisel leheküljel 18 joonisel 1.4 kujutatud protsessi, mille käigus analüüsitakse ettevõtte mineviku finantssuhtarve, hinnatakse ettevõtte hetkeolukorda ja vaadatakse tulevikku prognoosides rahavood ja diskonteerides neid kohase diskontomääraga. Ettevõtte väärtuse hindamisel rakendatakse ettevõttele suunatud rahavoogude diskonteerimise mudelit. Autorid on jaganud alapetüki kaheks, esimeses pooles analüüsitakse makromajanduslikku keskkonda, ettevõtte tegevuskeskkonda ja väärtusloomet. Teises pooles kirjeldatakse ettevõtte väärtuse hindamise mudeli koostamist, mudeli jaoks vajalike sisendite tuletamist ja arvutatakse välja ettevõtte väärtus.

Ettevõtte mineviku suhtarve analüüsisid autorid peatükis 2.1. Ettevõtte üldseisundi tuvastamiseks ja tegevuskeskkonna analüüsimiseks hindasid autorid koostöös Ecobirch AS tegevjuhi G. Rahneliga ettevõtte hetke olukorda. Selleks hinnati tegevusharu konkurentsivõimet, makromajanduslikke näitajaid ja ettevõtte tugevusi ning nõrkusi.

Ettevõtte 2019. majandusaasta aruanne ei too eraldi välja, et raamatupidamiskohustuslane on jätkuvalt tegutsev ning tal ei ole tegevuse lõpetamise kavatsust ega vajadust. Tegevusaruandes tuuakse välja 2020. aastaks seatud eesmärgid: arendada tarneahelat ja viia ellu planeeritud investeeringud, et säilitada kasumlikkus olukorras, kus müügi- ja toorme hinnad kasvavad. (Ecobirch AS Majandusaasta aruanne 2019: 3) Intervjuu käigus kinnitas ettevõtte tegevjuht (G.Rahnel, suuline vestlus, 10.03.20) äritegevuse jätkuvust. Eelnevale tuginedes leiavad autorid, et ettevõtte on jätkusuutlik ja ei planeeri oma tegevust prognoosiperioodi jooksul lõpetada.

Sündmusena pärast 31.12.2019 toob ettevõtte oma tegevusaruandes (Ecobirch AS 2019. Majandusaastaaruanne...2020:4) välja koroonaviiruse SARS-CoV-2 põhjustatud Covid-

19 pandeemia Euroopas ja mujal maailmas. 24.03.2020 seisuga kehtivad piirangud kaubavahetuses ja inimeste liikumises ei ole esialgu ettevõtte tegevust mõjutanud. Võimalikku mõju ettevõtte 2020. aasta majandustulemustele ei ole aruande koostamise hetkel veel võimalik hinnata. Ettevõtte tegevjuht kinnitas (*Ibid.* 10.03.20), et ettevõtte on võtnud kasutusele Covid-19 pandeemia leviku ja võimaliku tehase ajutise sulgemise takistamiseks abinõud: tehase ruume puhastatakse ja desinfitseeritakse teenusepakkuja poolt iga tööpäeva lõpus, tööliste kehatemperatuuri kontrollitakse tööpäeva alguses ja lõunapausil, töötajatele on jagatud maskid ja käte desinfitseerimise vahendid. Ettevõtte jälgib maailma majanduses toimuvat, võimalikud riskid ja alternatiivsed tegevused riskide realiseerumisel on kaardistatud.

USA poolt kehtestatud kaubandus- ja liikumispiirangud seoses Covid-19 pandeemiaga ei ole laienenud esmatarbekaupsid pakkuvatele ehituskaupluste kettidele nagu Home Depot, Lowe's ja Menards. Eelnevalt loetletud ehituskaubamajade kodulehtedel (<https://corporate.homedepot.com/newsroom>; <https://www.lowes.com>; <https://www.menards.com>) on info, et kasutusele on võetud pandeemia levikut takistavad meetmed ja lühendatud on kaupluste lahtiolekuaegasid. Ecobirch tegevjuht G. Rahnel (suuline vestlus 15.04.20) tõi välja, et USA turu nõudlus nende toodete järele on Covid-19 pandeemia ajal kasvanud ja aprilli, mai 2020 tootmismahud on suuremad kui kunagi varem. Ettevõtte tegevjuhi hinnangul on nad saanud oma USA turu koostööpartnerilt informatsiooni, mille kohaselt on USA elanikud seoses Covid-19 pandeemiaga kodusemad kui varem ja tegelevad oma kodu renoveerimisega.

Rahvusvaheline Valuutafond IMF (*International Monetary Fund*) aprillis 2020 avaldatud värskeim maailma majandusproгноos WMO (*World Economic Outlook*) kinnitab maailma majanduse dramaatilist muutumist võrreldes kolm kuud varasema prognoosiga. 2020. aasta alguses Hiinat tabanud Covid-19 viirusest on saanud pandeemia, mis jätkab kogu maailmas laialdast levimist ja sellest ei ole jäänud puutumata ükski maailmajagu. Viiruse kiire levik halvaks riikide tervishoiu süsteemid. Seda takistatakse riigipiiride sulgemisega, eriolukordade ja liikumispiirangutega. Kriisi hinnatakse suurimaks pärast ülemaailmset majanduskriisi ehk suurt depressiooni 1929-1933. 2020. aasta maailma majanduse langust prognoositakse 3% ja sellest taastumist nähakse alles 2021. aasta

jooksul. (IMF...2020: 5-8) Ecobirchi tegevjuhi hinnangul on kriis toonud kaasa USA turul nõudluse kasvu.

Eesti Panga majandusprognoos (Eesti Pank 2019:26) tõi juba 2019. aasta lõpus välja, et üleilmse kasvu raugemisega jaheneb ka Eesti ja tema peamiste kaubanduspartnerite majandus. Euroala väline nõudlus on kahanenud ja see pidurdab tööstussektori eksporti, mis tõenäoliselt vähendab ettevõtete investeringuid. Kahanenud nõudluse ja pidurduva kasvu mõjul Eesti majanduskasv aeglustub. Kui veel 2019. aasta kasv oli 3,4% siis 2020. aasta prognoositakse kasvu aeglustumist 2% juurde. Eesti töötleva tööstuse vabade töökohtade arv väheneb ja see viitab tööjõu nõudluse kahanemisele (*Ibid.*:28). Prognoosi avaldamise hetkel ei kujutanud kolm kuud hiljem pandeemiaks kuulutatud Covid-19 endast veel ohtu maailma majandusele. 25.03.20 avaldas Eesti Pank pressiteate oma kodulehel (Eesti Pank 25.03.20), kus Eesti riigi varasemaid majandusprognoose on korrigeeritud võimaliku Covid-19 pandeemia mõjuga. Olenevalt kehtestatud piirangute tühistamise ajast prognoositakse Eesti majanduskasvu kahanemist kas 6% või 12%. Positiivsema prognoosi kohaselt tühistatakse kehtestatud piirangud mai alguses ja negatiivsema korral augusti alguses. Covid-19 mõju peetakse ajutiseks ja loodetakse endise majanduskeskkonna taastumist pärast kriisi. Samal ajal on ebamäärasus suur ja kutsutakse üles olema valmis, et pärast taastumist ei ole enam majandus endine.

Töö kirjutamise ajal asus Eesti riik planeerima piirangute tühistamist ja nendega alustati mai alguses. Piiranguid leevendatakse etappide kaupa kuni sügiseni 2020. Sellest tulenevalt prognoosis Eesti Pank 25.03 Eesti majanduse kahanemist 2020. aastal rohkem kui 6% (Eesti Pank 25.03.20). 10.06.20 avaldatud pressiteates (Eesti Pank 10.06.20) prognoosib Eesti Pank Eesti majanduse maht väheneb võrreldes eelmise aastaga 10% ja seda tingimusel, et viiruse levik peatub ja ei rakendata uusi piiranguid. Majanduse taastumist kriisieelsele tasemele oodatakse alles 2022 aastaks.

Lisaks Covid-19 põhjustatud kriisile mõjutab puidusektorit tervikuna Euroopas leviv kuuse-kooreüraski rüüste, mis ohustab otseselt kuuske. Kaudselt toob see aga endaga kaasa teiste puuliikide võimaliku raiemahtude vähenemise, mis on tingitud kuuse raiemahtude suurenemisest, et ennetada kooreüraski hävitustööd. (Ruuda: 2020) Ka G.Rahneli (suuline vestlus 10.03.20) hinnangul võib kuuse raiemahtude suurenemine vähendada teiste puuliikide raiemahtusid aga Eestis seda veel märgata ei ole. Üraski

koldeid Eesti kuusikutes on, aga laialdast levimist ei ole täheldatud. Küll aga näeb ta probleemina, et kui paberipuu ning palgi hinnad langevad ja püsivad pikema aja jooksul madalad, siis ei ole metsade majandamine enam kasumlik ning tehnika suunatakse Eestist välja üraskist tingitud kahjusid likvideerima.

Eesti Panga pressiteates (Eesti Pank 10.06.20) tuuakse välja erisusena võrreldes eelmise kriisiga, et erinevalt tööstus- ja ehitussektorist saavad selles kriisis kannatada eelkõige teenindussektori ettevõtted. Tööjõupuudus on kiiresti kasvanud ja pärast Eesti riigi poolt makstava palgatoetuse lõppu prognoositakse tööpuuduseks üle 13%. Palgatoetust sai aprillis 120 000 hõivatut, kes pärast toetuse lõppemist võivad oma töökoha kaotada. Autorite hinnangul pakub see tööstussektori ettevõtetele lahenduse tööjõu probleemidele. Lisanduv tööjõud tuleb küll teenindussektorist aga ettevõtete poolt pakutava ümberõppe abil on neid võimalik tööstuses rakendada. Tööpuuduse suurenemine pidurdab ka palgakasvu, mis annab võimaluse tööstussektorile hoida tööjõukulud samal tasemel eelmise aastaga. Seisuga 11.06.20 ei ole Ecobirch AS küsinud Eesti riigilt palgatoetust (G. Rahnel suuline vestlus 11.06.20).

Tegevusharu konkurentsijõudu on analüüsitud kasutades Porteri viie konkurentsijõu mudelit. Analüüs viidi läbi koostöös ettevõtte tegvjuhi G. Rahneliga.

- Harusisene konkurents – konkurentide arv Eestis on madal. Konkureerida tuleb Euroopas ja Hiinas tegutsevate konkurentidega. Ecobirchi toodete konkurentsieelis tuleneb kõrgest tarnekindlusest ja stabiilsest kvaliteedist. Peamiseks konkurendiks USA turul on Ecobirchile Hiina ettevõtted, kes pakuvad madalate hindadega liimpuittooteid. Hiina-USA kaubandussõja tulemusena on USA kehtestanud Hiina impordile tollitariifid, mis tõstab turule jõudvate toodete hinda. Kaubandussõda Hiina ja USA vahel on muutnud kaubanduskeskkonna ebastabiilseks (IMF...2020: 5-8). Hiina toodete kõrgem hind ja tarnekindluse ebastabiilsus loovad eelise USA turul Ecobirchile. Ecobirch on läbinud USA kaubanduskettide auditid ja vastab toodete kvaliteedile ja tootmiskeskonnale seatud kõrgetele nõudmistele, mis on loonud soodsa keskkonna laienemiseks USA turul (G.Rahnel suuline vestlus 10.03.20).
- Uute sisenejate oht – Ecobirch 2019. andmete põhjal on ettevõtte ROIC (34%)>WACC (13,89%) ja see teeb uutele sisenejatele tegevusharu atraktiivseks.

G. Rahneli hinnangul on 2020 aasta jooksul nendeni jõudnud informatsioon, et Ecobirchi ärimudelit proovitakse jäljendada. Oluliseks konkurentide kasekilbi tootmisesse sisenemise takistuseks peab ta kase liimpuitkilbi tootmiseks vajaliku oskusteabe keerukust. Eelnevale lisaks domineerib Ecobirchi toorme turul, mis võimaldab kujundada Ecobirchil toorme hinda, muutes vajadusel hankestrateegiaid. Kasekilbi nõudlus on USA turu põhine ja sellele turule sisenemiseks on vaja kohapealset koostööpartnerit.

- Asenduskaupade oht – G. Rahneli sõnul võib asenduskaupadest välja tuua Euroopa turul pöögist ja USA turul kummipuust ning akaatsiast liimpuitkilbi. Samal ajal eelistab USA turg kasest liimpuitkilpi kummipuust ja akaatsiast kilbile (Ecobirch koostööpartneri FPD hinnang 2020 kevadel).
- Tarnijate mõjusus – Ettevõttele on oluline tarnijate tegutsemine turul. Kase paku kättesaadavus on piiratud, paku hinna määrab paberipuu nõudlus. Seoses kuusekooreüraski rüüstega võivad kase raiemahud väheneda ja metsade majandamiseks vajalik tehnika võidakse viia Euroopa rüüste kolletesse. G. Rahneli hinnangul domineerib Ecobirch kase toormeturul ja see võimaldab valida hankestrateegiaid kohapealse kasepaku hinnast lähtuvalt. Ecobirch ostab kase tooret Baltikumist, Soomest ja Venemaalt. Hankestrateegiate muutmisega kujundab Ecobirch omakorda kase toorme hinda Eesti turul.
- Ostjate mõjusus – klientide nõudlust on raske prognoosida, kuna ettevõtte kliendid ei ole lõpptoote tarbijad. Ettevõtte jaoks on oluline kaubanduslike vahendajate mõjusus, kelle kaudu tooted jõuavad lõpptarbijateni.

Makromajanduslikke näitajaid on autorid hinnanud kasutades PESTLE-analüüsi. PESTLE-analüüsi raames hindasid autorid koostöös Ecobirch tegevjuhi G. Rahneliga poliitiliste, majanduslike, ühiskondlike, tehnoloogiliste, õiguslike ja keskkonnategurite mõju ettevõtlusele ja Ecobirchile. Analüüsi tulemused on toodud välja tabelis 2.2 lk 49.

**Tabel 2.2.** Ecobirch PESTLE analüüsi tulemused

<b>Makrokeskkonna osa</b>	<b>Mõjutegurid hetkeseisuga</b>	<b>Mõju Ecobirchile</b>
<b>Poliitiline keskkond</b>	USA kaubanduspiirangud Hiinale, Keskkonna aktivistide surve raiemahtude vähendamiseks	Tooted USA turul konkurentsivõimelised, toodete konkurentsivõime vähenemine USA turul, võib mõjutada poliitilisi otsuseid
<b>Majanduslik keskkond</b>	Majanduslangus, valuutakursside muutused, töötuse kasv seoses Covid-19 pandeemiaga, piiriülese liikumise vähenemine seoses Covid-19 pandeemiaga.	Võimalik tarbijate ostujõu vähenemine, USDi muutused avaldavad otsest mõju ettevõttele (dollari tugevnedes müügitulu kasvab ja vastupidi), Covid-19 pakub leevendust tööjõukulude kasvule ja tagab piisava tööjõu pakkumise turul, võõrtööjõu pakkumise vähenemine
<b>Sotsiaalne keskkond</b>	tööealise elanikkonna vähenemine, tööstuse ebaatraktiivsus noorte seas, vahetustega töö	nõuab tootmise täiendavat automatiseerimist, noored ei soovi teha tööstuses karjääri, raske leida töötajaid vahetustega töökohtadele
<b>Tehnoloogiline keskkond</b>	tegemist on küpse haruga ja innovatsioon tehnoloogias madal	Ei mõjuta ettevõtet
<b>Õiguslik keskkond</b>	Hetkel puuduvad mõjutegurid	Ei mõjuta ettevõtet
<b>Looduslik keskkond</b>	Kuuse-kooreüraski rüüste Euroopas, kliima muutused, raiemahtude vähenemine	võib kaasa tuua kase raiemahtude vähenemise ja metsatehnika Eestist välja viimise, keerulisem juurdepääs teedest kaugematele lankidele, toorme hinna kallinemine

Allikas: Intervjuu Ecobirch tegevjuhi G.Rahneliga, autorite kohandustega.

Porteri viie konkurentsijõu ja PESTLE-analüüsi tulemusi kasutasid autorid SWOT analüüsi koostamisel. Autorid hindasid koostöös Ecobirch tegevjuhi G. Rahneliga ettevõtte sisemisi tugevusi ja nõrkusi ning väliseid võimalusi ja ohtusid. Tulemused on leitavad järgmisel leheküljel tabelis 2.3 lk 50.

**Tabel 2.3.** Ecobirch SWOT analüüsi tulemused

<b>Sisemised tugevused</b>	<b>Sisemised nõrkused</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tegevusharus hästi orienteeruvad omanikud,</li> <li>• Motiveeritud juhtkond,</li> <li>• Koostööle orienteeritud Combi grupp,</li> <li>• Motiveeriv ja tootlikkust tõstev lisatasusüsteem tootmistöötajatele,</li> <li>• Püsiv tööjõud,</li> <li>• Mastaabiefektist saadav tulu,</li> <li>• Kogemuskurvi efekt,</li> <li>• Kaasaegne tehnoloogia,</li> <li>• Kõrge automatiseeritus ja jätkuv automatiseerimine,</li> <li>• Tuumkompetents tegevusvaldkonnas,</li> <li>• Osaline vertikaalne integratsioon,</li> <li>• Geograafiliselt lai toorme hankepiirkond.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sõltuvus USA turust,</li> <li>• Sõltuvus ühest valuutast,</li> <li>• Sõltuvus ühest ostjast (edasimüüja USA turul),</li> <li>• Koolitussüsteemide nõrk tase,</li> <li>• Madal toodete diferentseeritus.</li> </ul>
<b>Välised võimalused</b>	<b>Välised ohud</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Toodete diferentseerimisel uute turgude avanemine,</li> <li>• Võimalus kasvatada USA turu osakaalu müügipindade lisandumise teel,</li> <li>• USDi tugevnemine,</li> <li>• Võimalus taastada endised müügiimahud Euroopa ja Aasia turgudel tootmismahu tõstmise korral.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Asenduskaupade oht,</li> <li>• Tarnijate mõjukuse kasv,</li> <li>• Negatiivsed demograafilised muutused,</li> <li>• Kütuse hinna kallinemisega kaasnev kulude kasv,</li> <li>• Klientide vajadusi raske ennustada ja kliendid nõuavad ennustatust suuremaid koguseid,</li> <li>• Toorme kallinemine,</li> <li>• Covid-19 pandeemiaga seotud piirangute kehtestamine,</li> <li>• USDi nõrgenemine,</li> <li>• USA võimalikud kaubanduspiirangud Euroopale</li> </ul>

Allikas: Intervjuu Ecobirch tegevjuhi G.Rahneliga, autorite kohandustega.

Kõige suurimaks ohuks ettevõtte üldisele heaolule võib pidada Covid-19 pandeemiast tekkinud ebakindlust maailmas. Ettevõtte peamine kasvav sihtturg kasutab maksevahendina USA dollarit ja seega mõjutavad ettevõtet USD kursi muutused Euro suhtes. Kui veel 2019. aastal USD tugevnes siis 2020. aastal on USA dollari kurss Euro suhtes langenud.

Pärast minevikuandmete ja tegevusharu analüüsi teostamist koostasid autorid tuleviku prognoosid, *pro forma* finantsaruanded on koostatud prognoositavale perioodile 2020 teine poolaasta kuni 2024. Ettevõtte tegevjuht esitas autoritele planeeritud müügitulu, investeeringud ja dividendide väljamaksed, mis on välja toodud tabelis 2.4 lk 51.

**Tabel 2.4.** Ecobirch AS Prognosisperioodi 2020-2024 müügitulu kasv, investeeringud ja dividendid

Näitaja	Väärtus prognosisperioodil aastas	Normaliseeritud väärtus jätkuperioodil
Müügitulu kasv 2020 teine poolaasta ja 2022-2024 %	6	1,5
Müügitulu kasv 2012 %	25	1,5
Investeeringud põhivarasse 2020 teine poolaasta miljonit eurot	2	1,6
Investeeringud põhivarasse 2021-2024 miljonit eurot	1	1,6
Dividendide väljamaksed miljonit eurot	1,5	1,5

Allikas: Intervjuu Ecobirch tegevjuhi G.Rahneliga, autorite kohandustega.

2021. aasta müügitulu 25% kasvu prognoosi võimaldab USA turu nõudlus, mida seni on piiranud piiratud tootmismahd. Tootmismahdu suurendatakse 2019-2020 teostatud investeeringute abil. Ettevõtte müügitulu on planeeritud tõsta USA turul müügipindade lisandumise arvelt. Ettevõtte juhi poolt esitatud bilansi- ja kasumiaruande kirjete funktsionaalsed seosed, kas mõne muu bilansi- või kasumiaruande kirjega või ettevõtte otsusega on toodud välja lisa 3. Ettevõttel on äritegevusega mitteseotud põhivarana kajastatud bilansis finantsinvesteeringud ettevõttesse Iriscorp Transport OÜ ja konsolideerimata sidusettevõttesse Oy Haka-Wood Ab. Nendelt tekkivaid rahavooge ei lülita autorid vabade rahavoogude prognoosi, kuid nende väärtus lisatakse hiljem ettevõtte äritegevuse väärtusele. Põhivara kasulikuks eluajaks on keskmiselt 10 aastat ja põhivara amortiseeritakse lõppväärtuseni null, mis teeb amortisatsiooni määraks 10%. Põhivara kajastatakse bilansis jääkväärtuses. Finantsinvesteeringut ja investeeringut sidusettevõttesse ei ole plaanis muuta. Sidusettevõttelt on planeeritud kasumit keskmiselt 50 000 eurot aastas.

Põhivara all kajastatud nõuded ja ettemaksed on antud laenu ja käsitleme neid balloonlaenuidena, mille põhiosa tagastatakse 2023. Ettevõtte võttis 2019. aastal pikaajalist laenu summas 3 300 000 eurot, intressimääraga 2,2% aastas ja kestvusega 5 aastat. Autorid konsulteerisid ettevõtte juhiga ja eeldavad lihtsustatult, et ettevõtte tagastab igal aastal maksimaalselt 1 250 000 eurot väärtuses pikaajalist laenu. Ettevõttel on võimalus kasutada ajutiste likviidsusriskide katmiseks arvelduskrediiti summas 1 500 000 eurot.

Prognoosiperioodi rahavood on autorid normaliseerinud konsulteerides ettevõtte tegevjuhiga.

Oluline väärtust kujundav tegur on investeeritud kapitali tulusus ehk ROIC. Autorid analüüsisid ettevõtte ROIC perioodil 2012-2019 ja võrdlesid ettevõtte ajaloolist ROICi prognoosiperioodi omaga. Autorid eemaldasid varadest üleliigse rahavaru ja äritegevusega mitteseotud investeeringud tütar- ja sidusettevõtetesse ning finantsinvesteeringud. Aastatel 2014-2016 jäi investeeritud kapitali tulusus 17-18% juurde. Ärikasumi kasvuga korrelatsioonis tõusis ROIC aastatel 2017-2018 23-24% ja aastal 2019 oli ettevõtte ROIC 34%. ROIC analüüs perioodil 2012-2019 on visuaalselt toodud välja autorite koostatud joonisel lisas 4. Analüüsist on näha, et ROIC jätkab kasvu ka prognoosiperioodil.

Kapitali kaalutud keskmise kulukuse arvutamiseks on vaja arvutada välja omakapitali turuväärtus ehk investorite oodatav tulusus seisuga 30.06.20. Selleks kasutasid autorid CAPM mudelit. Omakapitali kulukuse määra arvutamiseks vajalikud andmed on kogutud kokku tabelisse 2.5.

**Tabel 2.5.** Ecobirch AS omakapitali kulukuse määra arvutamise eeldused

Näitaja	Väärtus
Riskivaba tulumäär	0,235%
Eesti tururiskipreemia	7,3%
Finantsvõimendusega beetakordaja	0,91
Väikeettevõtte riskipreemia	7,97%

Allikas: (Damodaran Online 2020; Rahandusministeerium 2020; Andresson 2002: 225), autorite kohandustega.

Damodaran 2020. aasta aprillis uuendatud andmete põhjal on Eesti tururiskipreemia 7,3% (Damodaran Online 2020). Tururiskipreemia koosneb üldisest riskipreemiast mis katab ära investori võetud süstemaatilise riski ja riigiriskipreemiast mis katab ära võetud riski sellel konkreetsel turul (Damodaran 2020:61). Beetakordaja näitab konkreetse ettevõttega seotud riski (Doyle 2008:44). Börsil noteerimata ettevõtte puhul saab beetakordajana kasutada sektori beetakordajat (Sander 2019:74). Damodarani jaanuaris 2020 uuendatud andmete põhjal on paberi- ja metsatööstuse finantsvõimendusega beetakordaja 0,91 (Damodaran Online 2020).

Riskivaba tulumäära hindamiseks tuleb vaadelda valitsuste pikaajaliste võlakirjade tulusust ja Euroopas sobib selleks Saksa riigi 10 aastane võlakiri (Koller *et al.* 2005:296). Bloombergi (2020) info põhjal on Saksa riigi 10 aastase võlakirja tulusus tähtajani - 0,47%. Kuna tulusus tähtajani on negatiivne siis tuleks kasutada arvutustes riskivaba tulumäära 0%. Autorite hinnangul ei ole see pikaajaliselt jätkusuutlik. Eesti riigi valitsus emiteeris 2020. aasta mai lõpus rahvusvahelisel kapitaliturul ca pooleteist miljardi euro mahus kümneaastaseid võlakirju, mille tulusus tähtajani on 0,235% aastas. (Rahandusministeerium..2020) Autorid kasutasid arvutustes Eesti riigi valitsuse kümneaastase võlakirja tulumäära. Laenukapitali kulukuse määrana kasutasid autorid pikaajalise laenu intressimäära 2,2%.

Täiendavalt kasutatakse börsil mittenoteeritud ettevõtete omaniku nõutavale tulumäärale lisama väikeettevõtte riskipreemiat ja likviidsusriski preemiat. Investeering väikeettevõttesse peetakse riskantsemaks sest nad on avatumad erinevatele keskkonnast tulenevatele riskidele kui suuremad ettevõtted. (Andresson 2002:225) Damodaran (2020:52) ei soovita ettevõtte väärtuse hindamisel rakendada mõlemat korruga sest siis oleksid riskide maandamine dubleeritud. Käesoleva töö autorid kasutavad Ecobirch väärtuse hindamisel väikeettevõtte riskipreemiat ja selle arvutamiseks KPMG uuringut teguritest, mis mõjutavad preemia suurust. KPMG uuringus leiti faktoranalüüsi abil kuus mõjutegurit, mis on olulised väikeettevõtte riskipreemia suuruse leidmisel ja need on toodud välja tabelis 2.6.

**Tabel 2.6.** Riskipreemia komponendid ja väärtus

<b>Riskipreemia komponent</b>	<b>Väärtus</b>
Sõltuvus juhtimise kvaliteedist	2,36%
Mittelikviidsuse preemia	1,72%
Riskide hajutatus firma erinevate tegevusvaldkondade lõikes	1,92%
Ettevõtte turupositsioon	1,41%
Turule sisenemise tõkete olemasolu	1,77%
Korrigeeriv faktor – seos 2. ja 3. faktori vahel	-1,21%
Kokku	7,97%

Allikas: (Andresson 2002: 225), autorite kohandustega.

Mõjutegurite maksimaalne väärtus kokku saab olla seega 7,97%. Pärast arutelu Ecobirch tegevjuhiga otsustasid autorid rakendada väikeettevõtte riskipreemia maksimaalset väärtust 7,97% ja see lisati CAPM väärtusele. Autorite poolt arvutatud Ecobirchi

äritegevuse rahavood, ettevõtte WACC ja väärtuse kujunemine on toodud välja lisas 5. Ettevõtte väärtuseks seisuga 30.06.2020 on hinnanguliselt Ettevõtte väärtus hinnati seisuga 30.06.2020 ja selleks kujunes hinnanguliselt 71 630 369 eurot millest omakapitali väärtus 65 640 313 eurot.

### **2.3. Ecobirch AS väärtust tõstvad tegurid**

Ettevõtte SWOT analüüsis hindasid autorid koostöös ettevõtte juhi G. Rahneliga Ecobirchi tugevusi, nõrkuseid, võimalusi ja ohtusid. Analüüsi tulemustest lähtuvalt oli võimalik välja tuua erinevad tegurid, mis mõjutavad ettevõtte väärtust positiivselt või negatiivselt. Käesolevas alapeatükis kirjeldatakse autorite välja pakutud erinevaid võimalusi ettevõtte väärtuse tõstmiseks. Koostöös ettevõtte tegevjuhiga analüüsiti erinevate väärtust tõstvate tegurite rakendamise võimalikkust ning valiti välja need tegurid, millede abil oleks võimalik ettevõtte väärtust kasvatada. Välja valitud tegurite mõju ettevõtte väärtusele analüüsisid autorid kasutades stsenaariumi- ja sensitiivsusanalüüsi.

Autorid viisid ettevõtte juhiga läbi töötoa, kus kaardistati Ecobirch ASi väärtust mõjutavad tegurid, nende mõju kasumiaruande ning bilansi erinevatele näitajatele. Võimalikud tegurid ettevõtte väärtuse tõstmiseks ning nende mõju on kirjeldatud tabelis 2.7 lk 55. Väärtust tõstvate tegurite ja nende mõju kaardistamisel järgnes töötoas iga võimaliku teguri üle sisukam arutelu. Arutelu tulemusena otsustati ühiselt, milliste tegurite mõju edasine analüüsimine on antud ajahetkel asjakohane.

Kase liimpuitkilbi nõudlus USA turul on 2020. aasta keskpaigas suurem kui Ecobirchi pakkumine ja see annab ettevõttele võimaluse toote hinda tõsta müüginahus kaotamata. Ettevõtte on teinud viimastel aastatel investeeringuid tootmismahude tõstmiseks ja alates 2021. aastast ollakse valmis tootma 25% senisest tootmismahust enam. Uute toodete arendustegevuseks ja turule toomiseks ei ole G. Rahneli hinnangul täna piisavalt ajalist ressursi. Käivitatud investeeringute ühiseks eesmärgiks on luua tootmismahude suurendamiseks tingimused, et tulla toime USA turu nõudluse rahuldamisega. Samaaegselt lõpetatakse saeveski uue saagimis- ja sorteerimisliini käivitamist, paigaldatakse uusi kuivatuskambreid ja laiendatakse liimkilbi tootmishoonet. Liimkilbi

tootmises on käimas liinide arendusprojektid, et läbi automatiseerimise, digitaliseerimise ja liinide tootlikkuse suurendamise vähendada sõltuvust tööjõust. 2020. aasta lõpuks saab G. Rahneli hinnangul vähendada liimpuitkilbi tootmises ca 25% tootmistöölistest. Lihtsamad tootmistööliste ametikohad asenduvad oskustööliste ja spetsialistide ametikohtadega. Tootearendusega planeeritakse alustada mitte enne kui 2021. aasta teises pooles.

**Tabel 2.7.** Võimalikud tegurid Ecobirch AS väärtuse tõstmiseks

<b>Tegurid ettevõtte väärtuse tõstmiseks</b>	<b>Eeldatav positiivne mõju ettevõtte kasumiaruandele, bilansile ja ettevõtte väärtusele</b>	<b>Võimalikud kaasnevad mõjud</b>
Liimpuitkilbi ja komponentide hinnatõus	Müügitulu, ärikasumi, rahavoogude ja väärtuse suurenemine.	Müügitulu vähenemine
Uute toodete arendus ja turule toomine	Müügitulu, ärikasumi, rahavoogude ja väärtuse suurenemine.	Tegevuskulude ja riski suurenemine
Automatiseerimine	Tööjõukulude vähenemine, ärikasumi, rahavoogude ja väärtuse suurenemine.	Tegevuskulude kasv
Juhtivtöötajatele eelisaktiade väljastamine	Tööjõukulude vähenemine, ärikasumi, rahavoogude ja väärtuse suurenemine.	Dividendide väljamaksete suurenemine
Praagikulu vähendamine	Kuluartikkel Kaubad, toore, materjal, teenused vähenemine, ärikasumi, rahavoogude ja väärtuse suurenemine.	Tööjõukulude kasv
Saematerjali efektiivsem kasutamine liimpuitkilbi tootmisel	Kuluartikkel Kaubad, toore, materjal, teenused vähenemine, ärikasumi, rahavoogude ja väärtuse suurenemine.	
Toormehinna langus	Kuluartikkel Kaubad, toore, materjal, teenused vähenemine, ärikasumi ja rahavoogude suurenemine.	Toorme kvaliteedi langus, tarnitavate koguste langus
USD/EUR kursi muutusest tingitud riski hajutamine	Müügitulu, ärikasumi, rahavoogude ja väärtuse suurenemine.	USDi tugevnemisel saamata jäänud finantstulu
Laenukapitali osakaalu tõstmine	Kaalutatud keskmise kapitali kulukuse määra langus, ettevõtte väärtuse suurenemine.	Intressikulude suurenemine, riski suurenemine

Allikas: Intervjuu Ecobirch tegevjuhi G.Rahneliga, autorite kohandustega.

Ettevõtte tööjõukulust moodustavad tulemustasud ca 60%. G. Rahneli sõnul makstakse tootmistöölistele tulemustasu iga kuu ja kontoritöötajatele neli korda aastas. Teiste kontoritöötajate seas on kolm juhtivtöötajat, keda ettevõtte tegevjuht nimetab võtmeisikuteks. Võtmeisikuteks on müügijuht, saeveski tootmisjuht ja liimpuitkilbi tootmisjuht, kes saavad kvartaalset tulemustasu, mis peaks tagama nende motiveerituse

ja pühendumise ettevõttele. G. Rahneli sõnul soovitakse asendada nende tulemustasu ettevõtte eelisaktsiatega, et vähendada tööjõukulusid ja seega soovib ta näha selle teguri mõju detailsemat analüüsi.

Suurt potentsiaali ettevõtte väärtuse tõstmisel näeb G. Rahnel toormekulu vähendamisel läbi praagikulu vähendamise ja efektiivsema saematerjali kasutamise liimuitkilbi tootmisel. Autorid analüüsivad mõlema teguri muutuse mõju ettevõtte väärtusele. G. Rahneli sõnul kontrollib Ecobirch kohalikku kase toorme turgu ja kujundab hankestrateegiate vahetamisel abil toorme hinda.

Ettevõtte on varasemalt kasutanud valuutariski maandamiseks *forward* tehingut. 2017. aastal kasutas ettevõtte potentsiaalse USD väärtuse languse vastu *forward* tehingu, millega fikseeris USD/EUR kursi tehingu toimumisele tulevikus. Ootustele vastupidiselt hakkas USD euro suhtes aga tugevnema ja tehingu tagajärjel kandis ettevõtte kahju. Töötoas lepiti kokku, et USD/EUR vahetuskursist tingitud mõju müügitulule ning sealjuures ka ettevõtte väärtusele analüüsitakse käesoleva töö raames detailsemalt.

Ecobirch on tõstnud varade finantseerimist omakapitali arvelt 17%st 2014. aastal 60%ni juuni lõpuks 2020 (joonis 2.6, lk 41). G. Rahneli sõnul ei soovi nad kaasata juurde laenukapitali. Põhjendusena nimetab ta Covid-19 pandeemiast tuleneva ebakindluse ja laenukapitali osakaalu tõstmisega kaasneva riski suurenemise.

Autorite ja ettevõtte tegevjuhi vahelise arutelu tulemusena lepiti kokku detailsemaks analüüsimiseks sobivad tegurid. Autorid analüüsivad oma töös põhjalikumalt järgmisi tegureid:

- liimpuutkilbi ja komponentide müügihinna tõus,
- juhtivtöötajatele eelisaktsiate väljastamine,
- praagikulu vähendamine,
- saematerjali efektiivsem kasutus,
- USD/EUR vahetuskursi fikseerimine.

Ettevõtte kasutab liimpuutkilbi toormena peamiselt kase saematerjali, mis ostetakse tarnijatelt saematerjali või kasepakuna. Ostetud kasepakk saetakse sobivasse mõõtu liimpuutkilbi tehase kõrval asuvas Ecobirchi saeveskis. Suurimaks saematerjali tarnijaks

on Soomes tegutsev Ecobirchi vähemusosalusega saeveski OY Haka-Wood AB. Saeveskis toodetud ja ostetud saematerjal kuivatatakse Ecobirchi kuivatuskambrites või ostetakse kuivatusteenust koostööpartneritelt. 2020. aasta jooksul investeeris ettevõtte uutesse kuivatuskambritesse ja see kaotab teenuskuivatuse vajaduse alates 2021. aastast. Toorme, materjali ja kaasnevate teenuste kulu moodustab liimpuitkilbi müügitulust ca 65% (2020 esimene poolaasta 64,84%), mis on suurim kuluartikkel tööjõukulude ees ning omab suurt mõju ärikasumi kujunemisele. Kuluartikkel “toorme, materjali ja kaasnevate teenuste kulu” on tundlik erinevatele teguritele aga eelkõige on see mõjutatud toorme hinnast, toodangu väljatulekust ja praagikulust.

Kasumiaruande kulukirje “kaubad, toore, materjal, teenused“ sisaldab materjalikulu ja muid kulusid. Materjalikulu moodustab 74,59% ja muud kulud 25,41% kaubad, toore, materjal ja teenused kulust. Autorid analüüsisid, et kuidas mõjutab Ecobirchi väärtust materjalikulu vähendamine, mis muudab kulukirje kaubad, toore, materjal, teenused *ceteris paribus*. Analüüsi tulemused materjalikulu vähendamisel 1-5%, 10% ja 15% *ceteris paribus* on toodud välja tabelis 2.8.

**Tabel 2.8.** Ecobirch AS materjalikulu vähendamise mõju ettevõtte väärtusele

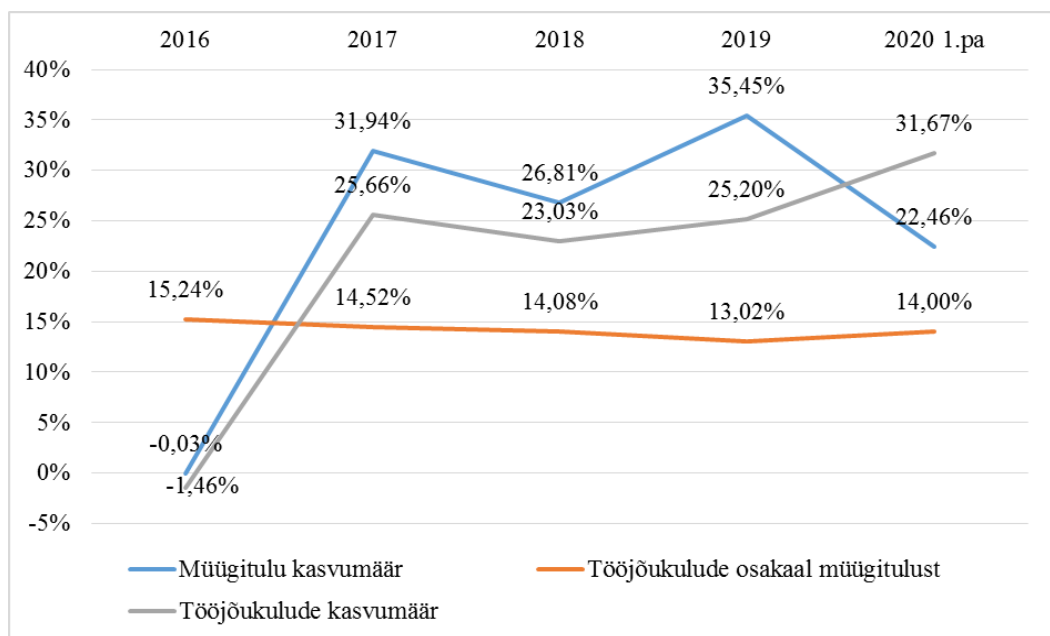
<b>Materjalikulu vähenemine</b>	<b>Kaubad, toore, materjal, teenused vähenemine</b>	<b>Osakaal müügitulust</b>	<b>Ettevõtte väärtus</b>
-1,00%	-0,75%	64,21%	74 068 678 €
-2,00%	-1,49%	63,73%	75 937 950 €
-3,00%	-2,24%	63,24%	77 807 222 €
-4,00%	-2,98%	62,76%	79 676 493 €
-5,00%	-3,73%	62,28%	81 545 765 €
-10,00%	-7,46%	59,87%	90 892 123 €
-15,00%	-11,19%	57,45%	100 238 482 €

Allikas: Ecobirchi finantsaruanded, autorite arvutused.

Analüüsi tulemusena selgus, et 1% materjalikulu vähendamine annab 0,75% kaubad, toore, materjal, teenused kulu vähenemise. Seega vähendab 1% materjalikulu vähendamine kulukirje kaubad, toore, materjal, teenused osakaalu müügitulust 64,21%ni ja suurendab ettevõtte väärtust kokku 2,59%.

Järgnevalt analüüsisid autorid Ecobirchi tööjõukulu osakaalu müügitulust ja kasvumäära perioodil 2016-2020 esimene poolaasta. Analüüsi tulemused on visuaalselt esitatud joonisel 2.8. Jooniselt on näha, et ettevõtte tööjõukulud on kasvanud alates 2016. aastast,

samal ajal on tööjõukulude osakaal müügitulust jäänud kahe protsendipunkti sisse. Kui tööjõukulud Eesti tööstussektoris kerkisid aastatel 2015–2018 keskmiselt 6–8% aastas (TööstusEST..2020) siis Ecobirchi tööjõukulud kasvasid 2017. aastal 25,66%, 2018. aastal 23,03% ja 2019. aastal 25,2%. G. Rahneli sõnul andis palgakasvule hoogu juurde lisaks tööjõuturul valitsevale olukorrale Metsä Woodi uue tehase ehituse algus aastal 2017 ja selle avamine 2018. aastal. Metsä Woodi plaan oli palgata Pärnus ca 200 töötajat ja see pani surve alla eelkõige teised puidutöötlemisega tegelevad Pärnumaa ettevõtted (Ärileht..2020). Ecobirch ennetas survet tööjõukulude kasvule ja tõstis töötajate palkasid juba 2017. aastal ja jätkas palgakasvu ka järgnevatel aastatel. Sellega hoiti ära inimressursi liikumine naabruses asuvasse tootmishoonesse.



**Joonis 2.8.** Ecobirch AS tööjõukulude osakaal müügitulust ja kasvumäär 2016-2020  
Allikas: autorite koostatud.

Ecobirchi tootmistöötajate palkadest moodustab tulemustasu kuni 60% ja see soodustab G. Rahneli hinnangul tootmismahude kasvatamist. Joonisel 2.8 on näha, et 2020. aasta esimeses pooles ületas tööjõukulude kasv müügitulu kasvu ja see on tingitud automatiseerimisest kiiremini kasvavas nõudluse kasvus. 2020. aastal tehtud investeeringud võimaldavad vähendada juba 2020. aasta lõpus inimeste arvu ja tööjõukulusid. Täiendavalt aitab tööjõukulusid vähendada Covid-19, mille tõttu on majanduse kasv aeglustunud ning surve tööjõukulude kasvule 2020 keskpaigas vähenenud.

Ettevõtte väärtuse hindamisel on autorid koostöös ettevõtte tegevjuhiga prognoosinud töajõukulude kasvumääraks 5%. Kasvumäära prognoosimisel analüüsiti mineviku kasvumäärasid ja arvestati Covid-19 mõjutatud töajõukulude kasvu pidurdumisega ning automatiseerimise tulemusena väheneva töajõukuluga. Täiendavalt on võimalik vähendada töajõukulusi Ecobirchi võtmeisikute lisatasude arvelt. Täna makstakse lisatasudena kolmele võtmeisikule kvartaalselt kokku 4% puhaskasumist mis koos sotsiaalmaksuga moodustas 2020. esimesel poolaastal ca 8,8% töajõukuludest. Alternatiivselt on võimalik ettevõttel väljastada eelisaktsiad, mis G. Rahneli hinnangul tõstavad võtmeisikute motivatsiooni ja pühendumist ettevõttele ning samal ajal aitavad töajõukuludelt kokku hoida.

Autorid analüüsisid prognoosiperioodi võtmeisikute lisatasu suurust ja selle osakaalu töajõukuludest. Keskmiselt moodustasid võtmeisikute lisatasud koos maksudega 8,7% töajõukuludest. Autorid modelleerisid ettevõtte väärtuse juhtivtöötajate lisatasude võrra vähendatud töajõukuludega *ceteris paribus* ja ettevõtte väärtus kasvas 5,74% ehk 30.06.20 seisuga kujunes ettevõtte väärtuseks 75 457 974 eurot.

Järgnevalt analüüsivad autorid liimpuutkilbi ja komponentide hinnatõusu mõju ettevõtte väärtusele. Ettevõtte müügitulu on kasvanud kõikide tegevusalade lõikes, kuid kõige suurema osa müügitulust moodustab just liimpuutkilbi ja komponentide tootegruppide müügitulu. Lisandunud tootmismahu kasvule 2019. aastal lisaks leidis aset ka liimpuutkilbi kaubagrupi hinnatõus (G. Rahnel, 2020). Ecobirch AS tegevjuhi hinnangul on USA turul jätkuvalt kasvav nõudlus liimpuutkilbi tootegruppide järele ja seetõttu on ettevõtte ka uute müügiplindade otsinguil ning kavandatud müügitulu kasv 25% 2020. ja 2021. aastal tuleneb just liimpuutkilbi ja komponentide kaubagrupi müügiplindade kasvatamisest.

Liimkilbivabriku müügiplindadeks 2018. aastal oli 21 845 m<sup>3</sup> liimpuuttooteid ja komponente (Ecobirch AS, 2018) ning 2019. aastal sama kaubagrupi tootmismahuks oli 26 502 m<sup>3</sup> (Ecobirch AS, 2019), mis teeb 21,3% rohkem kui aasta varem. Tegevusala müügitulu 2018. aastal oli 17 742 579 eurot, mis kogu müügitulust moodustas 83,25%. Sama tegevusala 2019. aasta müügituluks osutus 24 076 329 eurot, mis oli 35,7% kõrgem eelmise aasta müügitulust ning moodustas kogu müügitulust 83,4%. Autorite arvutusel

kujunes keskmiseks liimpuitkilbi ja puitkomponentide kaubagrupi hinnaks 2018. aastal 812,20 €/m<sup>3</sup> ning 2019. aastal 908,47 €/m<sup>3</sup>.

Eelnevat arvesse võttes leidis aset hinnatõus väärtuses 96,27 eurot kuupmeetri kohta ehk 2019. aasta liimpuittoodete ja komponentide kuupmeetri hind oli ligikaudu 11,85% kõrgem 2018. aasta hinnast. Samal ajal kasvas aga ka müügimaht 4 657 m<sup>3</sup> ehk 21,32% võrreldes 2018. aasta müügituluga. Seega fakt, et isegi pea 12% hinnatõus ei toonud kaasa liimpuitkilbi ja komponentide müügitulude vähenemist, kinnitab Ecobirch AS tegevjuhi arvamust, et ettevõtte kliendid ja seetõttu ka müügitulud ei ole senimaani olnud liigselt tundlikud müügitulude suhtes.

2019. aastal moodustas liimpuitkilpide ja komponentide müügitulu osakaal kogu müügitulust ligikaudu 0,15% rohkem kui 2018. aastal. Võrdluseks samal ajal kogu müügitulu kasvas 35,45%. Seega liimpuitkilpide ja komponentide müügitulu osakaalu kasv on ligikaudu 0,43% kogu müügitulu kasvust. Kuna edaspidine kavandatud müügitulu kasv (ca 25% aastas) on endiselt planeeritud just tulenevalt liimpuitkilbi ja komponentide mahulisest kasvust, siis võib eeldada, et selle tootegrupi müügitulu osakaal kogu müügitulust kasvab veelgi enam ( $25\% \cdot 0,43\% = 0,11\%$ ) ning seega 2020. aasta lõpuks saavutab tootegrupp taseme  $83,4\% + 0,11\% = 83,51\%$  kogu müügitulust ning 2021. aasta lõpuks 83,62% kogu müügitulust. 2020. esimese poolaasta müügituluks kujunes 17 675 967 eurot, seega liimpuitkilbi ja komponentide müügituluks kujunes arvestuslikult 14 751 478 eurot (83,46% kogu müügitulust). Müügitulust 2020. aasta esimeses pooles oli 15 773 m<sup>3</sup>. Keskmiseks müügituluhinnaks kujunes 935,24 €/m<sup>3</sup> (2,9% hinnatõus võrreldes 2019. aastaga). 2020. aasta lõpuks peaks müügitulu olema eeldatavalt 35 882 213 eurot ning sellest järjest kasvava osakaaluga ligikaudu 83,51% moodustaks liimpuitkilpide ja komponentide tootegrupp müügituluga 29 964 915 eurot. Eeldusel, et hinnatase jääb 2020. aasta esimese poolega sarnaseks 935,24 €/m<sup>3</sup> peaks müügitulust ulatuma 32 040 m<sup>3</sup>-ni (20,9% kõrgem 2019. aasta müügitulust).

Kuna ettevõtte müügitulu kasv 25% on planeeritud ka 2021. aastaks siis käesoleva hinnataseme juures kujuneb 2021. aasta lõpuks ettevõtte kogu müügitulust 44 852 766 eurot, millest 83,62% ehk 37 505 883 eurot moodustaks liimpuitkilbi ja komponentide müügitulu hinnaga 935,24 €/m<sup>3</sup> ning müügituluga 40 102,95 m<sup>3</sup> (25,2% kõrgem 2020. aasta müügitulust). Kavandatud 6% müügitulu kasv prognoosiperioodil on tulenev

eeldatavast jätkuvast nõudluse kasvust ehk müügitulu planeeritavast kasvust, seega hinnatõusu prognoosiperioodil arvestatud ei ole.

Kui nüüd aga käsitleda ettevõtte väärtuse tõstmise võimalusena müügitulu suurendamise kõrval ka liimpuitkilbi ja komponentide hinnatõusu, siis eeldatavalt ettevõtte müügitulu kasv ei küündiks senise planeeritud 25,2%-ni 2021. aasta lõpuks. Kuigi senimaani ei ole ettevõtte kliendid hinnatõusule kuigi tundlikud olnud, siis autorite arvates jätkuv hinnatõus siiski ettevõtte müügitulule mõju avaldab. Müügitulu küll endiselt kasvaks järjest kasvava nõudluse tõttu, kuid olemasolevad kliendid võivad siiski olla hinnatundlikumad ja seega kasvuprognoos oleks planeeritust konservatiivsem. Seega autorite eeldusel aastase 1% hinnatõusu korral (9,35 €/m<sup>3</sup> võrra kõrgem 2021. aastal) tuleks müügitulu kasvu planeerida optimaalse stsenaariumi puhul 0,1% võrra väiksemana, neutraalse stsenaariumi puhul 0,5% võrra väiksemana ning pessimistliku stsenaariumi puhul 1,5% võrra väiksemana. Sellisel juhul kujuneks ettevõtte 2021. aasta müügitulu kõikide stsenaariumite korral suuremaks kui esialgselt eeldatud ning tulemused on välja toodud alljärgnevas tabelis 2.9.

**Tabel 2.9.** Ecobirch AS müügitulude võrdlus 2021. aasta stsenaariumite korral

	<b>Hinnatõusuta</b>	<b>Optimistlik stsenaarium</b>	<b>Neutraalne stsenaarium</b>	<b>Pessimistlik stsenaarium</b>
Tootegrupi müügitulu (m <sup>3</sup> )	40 091	40 059	39 930	39 770
Tootegrupi müügitulu (€/m <sup>3</sup> )	935,53	944,60	944,60	944,60
Tootegrupi müügitulu (€)	37 505 883	37 839 316	37 718 257	37 566 932
Kogu müügitulu (€)	44 852 766	45 251 886	45 108 054	44 928 255

Allikas: Autorite arvutused.

Prognoosiperioodi aastatel 2022 - 2024 müügitulu arvutustes on aga näha erinevusi, tulemused on välja toodud tabelis 2.10 lk 62. Kuigi 2021. aasta müügitulu osutus ka pessimistliku stsenaariumi korral kõrgemaks hinnatõusuta stsenaariumi tulemusest, siis 2022-2024 on näha müügitulu väärtuse vähenemist võrreldes hinnatõusuta stsenaariumiga. Seega võib eeldada, et ettevõtte jaoks 1% suurune hinnatõus ei ole kasulik juhul, kui planeeritud müügitulu 1% võrra väiksem on. Seega soovivad autorid ettevõtte juhatusel igal juhul enne hinnatõusu planeerimist läbi viia müügitulu ja müügitulu vaheline elastsusanalüüs, et veenduda klientide hinnatundlikkuses.

**Tabel 2.10.** Ecobirch AS müügitulud prognoosiperioodil 2022-2024 erinevate stsenaariumite korral

	<b>Hinnatõusuta</b>	<b>Optimistlik stsenaarium</b>	<b>Neutraalne stsenaarium</b>	<b>Pessimistlik stsenaarium</b>
2022	47 543 932 €	47 906 983 €	47 575 329 €	47 162 350 €
2023	50 396 568 €	51 225 049 €	50 679 336 €	50 002 616 €
2024	53 420 362 €	54 772 930 €	53 985 866 €	53 013 935 €

Allikas: Autorite arvutused.

Ootuspäraselt avaldub sarnane mõju lisaks müügitulule ka kõikide stsenaariumite korral ettevõtte väärtusele 2020. aasta lõpuks. Nii optimistliku kui ka neutraalse stsenaariumi korral on mõju ettevõtte väärtusele suurem kui 1% mõju müügihinnale, optimistliku stsenaariumi korral lausa ligi 4 korda suurem hinnatõusu protsendist, pessimistliku stsenaariumi korral aga ettevõtte väärtus langeb 1,11%. Tulemused on välja toodud alljärgnevas tabelis 2.11.

**Tabel 2.11.** Ecobirch AS ettevõtte väärtus 2020. esimese poolaasta lõpul planeeritud 1% hinnatõusu elluviimisel

	<b>Hinnatõusuta</b>	<b>Optimistlik</b>	<b>Neutraalne</b>	<b>Pessimistlik</b>
2020	71 630 369 €	74 436 724 €	72 825 418 €	70 835 344,39
Protsentuaalne muutus		3,92%	1,67%	-1,11%

Allikas: Autorite arvutused.

Ecobirch AS tegevjuhi Gert Rahneli soovil on tehtud ka ettevõtte väärtuse mõju analüüs 5% hinnatõusu puhul 2021. aastal, edaspidine hinnatõus prognoosiperioodil 2022-2024 jääks 1% piiresse. Seejuures võttes arvesse ka konservatiivsemaid müügiimahtude mõjusid, sest suurema hinnatõusu korral võib eeldada suuremat hinnatundlikkust, kuid hinnatõusule sama suurt mõju müügiimahu kasvu pidurdamisele tegevjuht isegi pessimistliku stsenaariumi korral ette ei näeks. Seetõttu on arvestatud optimistliku stsenaariumi korral 2% võrra väiksem müügiimahu tõus 2021. aastal (planeeritud 25% asemel 22%) ning edaspidi 0,5% võrra väiksem; neutraalse stsenaariumi korral 5% võrra väiksem müügiimahu tõus 2021. aastal ning edaspidi 1% võrra väiksem ning pessimistliku stsenaariumi korral müügiimahu tõus 2021. aastal väheneks 10% võrra (planeeritud 25% asemel 15%) ja edaspidine müügiimahu tõus oleks 2% võrra väiksem (planeeritud 6%

asemel 4%). Müügitulude jaotuse tulemused erinevate stsenaariumite korral prognoosiperioodil 2021-2024 on välja toodud alljärgnevas tabelis 2.12.

**Tabel 2.12.** Ecobirch AS müügitulud prognoosiperioodil 2021-2024 erinevate stsenaariumite korral

Aasta	Planeeritud	Optimistlik	Neutraalne	Pessimistlik
2021	44 852 766 €	46 333 724 €	45 211 885 €	43 341 373 €
2022	47 543 932 €	49 356 719 €	47 934 682 €	45 516 263 €
2023	50 396 568 €	52 576 950 €	50 821 457 €	47 800 292 €
2024	53 420 362 €	56 007 286 €	53 882 087 €	50 198 938 €

Allikas: Autorite arvutused.

Ootuspäraselt konservatiivsema hinnangu korral erinevad seekordsed tulemused nii müügitulude kui ka mõjuga ettevõtte väärtusele. Seega 2021. aastal 5% hinnatõusuga võtab ettevõtte ka suurema riski liimpuitkilbi ja komponentide turuosa kasvatamisel ning seetõttu võib ettevõtte väärtus positiivse väljavaate korral kasvada koguni 8% võrra ja seega ületada 81 miljonit eurot, seevastu aga pessimistliku stsenaariumi korral kaotada väärtuses peaaegu 10% langedes ligikaudu 67,8 miljoni euroni. Väljavaated väärtusele on leitavad alljärgnevas tabelist 2.13.

**Tabel 2.13.** Ecobirch AS väärtus 2020. esimese poolaasta lõpul planeeritud 5% hinnatõusu elluviimisel

	Planeeritud	Optimistlik	Neutraalne	Pesimistlik
2020	71 630 369 €	77 222 072 €	72 656 278 €	64 766 077 €
Protsentuaalne muutus		7,81%	1,43%	-9,58%

Allikas: Autorite arvutused.

Ecobirch AS on kasvanud läbi aastate oma müügitugevust rahvusvahelistel turgudel väljaspool Euroopat. Kui 2015. aastal moodustas veidi alla poole (47,9%) müügitulust müük turgudele väljapoole Euroopa Liitu, siis 2019. aastal moodustasid EU välised turud ettevõtte kogu müügitulust juba pea kolmveerandi (74,68%). Sealjuures müük USAsse on kasvanud rohkem kui veerandi, moodustades üle poole ettevõtte kogu müügitulust 2018. aasta lõpuks, 2019. aasta lõpuks 71% ning 2020. aasta esimese poole müügitulust 79,33% moodustavad tehingud USA turul. Järgneval leheküljel 64 paiknevas tabelis 2.14 on välja toodud ettevõtte müügitulud aastatel 2015-2019 USAsse ja väljapoole Euroopa Liitu.

**Tabel 2.14.** Ecobirch AS müügitulud välisvaluutas, sealhulgas USA turu osakaal kogu müügitulust aastatel 2015-2019.

	2015	2016	2017	2018	2019
Müük väljapoole EÜd (€)	6 299 314	5 811 553	9 352 464	13 243 488	21 558 751
Sealhulgas USAsse (€)	3 552 652	3 415 618	7 275 722	11 296 054	20 495 905
Müügitulu (€)	13 147 748	12 871 483	17 018 106	21 312 881	28 867 472
USA osakaal müügitulust	27,02%	26,54%	42,75%	53,00%	71,00%
Väljaspool EÜd osakaal müügitulust	47,91%	45,15%	54,96%	62,14%	74,68%

Allikas: Autorite koostatud Ecobirch AS majandusaasta aruannete põhjal.

Kuna järjest suurema osakaalu Ecobirch AS müügitulust moodustavad turud väljaspool Euroopa Liitu on ettevõtte järjest enam avatud valuutakursi muutusest tingitud riskidele. Selliste riskide maandamiseks pakuvad pangad sarnaseid lahendusi. Ecobirch AS kasutab hetkel Swedbanki *Traderoomi* lahendust, kus pakutakse kliendipõhiseid sooduskursse valuutatehingute tegemiseks. Sellisel kujul on Ecobirch teeninud varasematel aastatel valuutakursi muutusest tingitud kasumit, erandiks on 2017. aastal teenitud kahjum. Tol aastal otsustas Ecobirch kasutada valuutakursi fikseerimist ja seetõttu ka kahjum tekkis. Kokkuvõtlik tabel 2.15 valuutakursist tingitud kasumist/kahjumist on toodud alljärgnevalt.

**Tabel 2.15.** Ecobirch AS valuutakursi muutusest tingitud kasum/kahjum aastatel 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Kasum/kahjum valuutakursi muutustest €	27 578	12 168	-48 403	50 356	38 353
Ärikasum (-kahjum) €	1 410 380	1 310 342	1 910 848	2 620 193	5 363 840
Kasum/ kahjum valuutakursi muutusest osakaal kogu ärikasumist (-kahjumist) %	1,96%	0,93%	-2,53%	1,92%	0,72%

Allikas: Autorite koostatud Ecobirch AS majandusaasta aruannete põhjal.

Kuna käesoleval juhul ligi 80% ettevõtte müügitulust on sõltuv USD/EUR valuutakursist, siis autorid hindasid 2018. aasta algusest kuni 2020. juuni kuuni valuutakursi kõikumisest tingitud mõju müügitulule ja sellest tulenevalt ka ettevõtte väärtusele. Kasum/kahjum, mis on tekkinud valuutakursi muutusest, on aga kahjuks ette ennustamatu. Müügiarved

USA klientidele väljastatakse USDides ning ka raha laekub ettevõttele USDides, keskmine maksetähtaeg USA klientidele on 14 päeva. Nii nõuete tekkimise momendil kui ka raha laekumise hetkel arvestatakse tehing raamatupidamislikult ümber eurodesse Eesti Panga päevakursi alusel, reaalne kasum/kahjum valuutakursi muutusest tekib USDide laekumiste ümber konverteerimisest EURidesse, mida aga ettevõttes tehakse kaootiliselt ning vastavalt ettevõtte raha vajadusele. (G. Rahnel, intervjuu August 2020)

Viimastel aastatel on tugevalt tunda olnud USDi tugevnemine, mis on ka ettevõtte väärtusele positiivselt mõjunud nii 2018. aasta kui ka 2019. aasta müügitulus kui ka muude äritulude kirje “Kasum valuutakursi muutusest” näol. Tabelis 2.16 on välja toodud aastatel 2018, 2019 ja 2020. esimese poolaasta minimaalsed ja maksimaalsed päevakursid, sealjuures on välja toodud ka mediaan ning kõrgeima ja madalaima päevakursi erinevus mediaanist.

**Tabel 2.16.** Päevakursside statistika täisaastatel 2018, 2019 ja 2020. esimene poolaasta

	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020 (I p)</b>
Mediaan	1,16885	1,12075	1,10190
Maksimaalne	1,24895	1,15475	1,14642
Kõrgem mediaanist	6,85%	3,03%	4,04%
Minimaalne	1,12540	1,09076	1,06613
Madalam mediaanist	-3,72%	-2,68%	-3,25%

Allikas: Autorite koostatud OFX.com kodulehe põhjal.

Tablist 2.16 selgub, et aastal 2018 oli EUR/USD kurss väga volatiilne, samal ajal kui 2019. aastal kurss niivõrd palju ei kõikunud mediaanist eemale. Sealjuures on huvitav tõdeda, et just USD-i tugevnemine on olnud kõikidel aastatel 3% piirimail, samal ajal kui nõrgenemised on olnud oluliselt kaootilisemad kõikudes 3% ja 7% vahel. Siit võib järeldada, et USA turult teenitud müügitulust ligikaudu 3% võib olla seotud USDi tugevnemisega ning ligi 7% potentsiaalsest müügitulust on jäänud saamata. Järgnevalt ongi autorid välja arvestanud USA turuga seotud müügitulu 3% muutuse mõju ettevõtte väärtusele nii positiivses kui ka negatiivses suunas. Sealjuures on arvesse võetud, et USA turu müügitulu osakaal kogu müügitulust on kasvavas trendis ning eeldatavalt saavutab 2024. aasta lõpuks 84% osakaalu suuruse kogu müügitulust.

Hindamise tulemusena selgus, et 3% mõju USA turu müügitulule avaldab ettevõtte väärtusele 4,42% suurust mõju, saavutades tõusu korral 2020. aasta juuni lõpu seisuga hinnagulise väärtuse 74 798 237 eurot ning languse korral väärtuse 68 462 586 eurot. Siinkohal tasub tähelepanu osutada sellele, et võimalik mõju kogu müügitulule ja ka ettevõtte väärtusele võib olla ka oluliselt suurem, olenevalt USD kursi volatiilsusest. Kokkuvõttelikult on autorid toonud välja erinevate tegurite rakendamise mõju ettevõtte väärtusele seisuga 30.06.20 tabelis 2.17.

**Tabel 2.17.** Autorite poolt analüüsitud tegurite mõju Ecobirch väärtusele *ceteris paribus*

Väärtust mõjutava teguri kirjeldus	Ettevõtte väärtus seisuga 30.06.20	Väärtuse kasv
Ettevõtte väärtus väärtust tõstvaid tegureid rakendamata	71 630 369 €	-
Materjalikulu 5% vähendamine	81 545 765 €	13,84%
Juhtivtöötajate lisatasude asendamine eelisaktsiatega väljastamisega	75 457 974 €	5,34%
Liimpuitkilbi ja komponentide hinnatõus 1%, optimistlik strateegia	75 535 597 €	5,45%
Liimpuitkilbi ja komponentide hinnatõus 5%, optimistlik strateegia	77 222 072 €	7,81%
USD valuutakursi riskide hajutamine	74 798 238 €	4,42%

Allikas: Ecobirchi finantsaruanded, autorite arvutused.

Uuritavatest teguritest omab kõige suuremat mõju ettevõtte väärtusele materjalikulu 5% vähendamine läbi praagikulu ja saematerjalist kilbi väljatuleku suurendamise, mis kasvatab ettevõtte väärtust koguni 13,84%. Sellele järgneb liimpuitkilbi ja puitkomponentide tootegrupi 5% hinnatõus, mis optimistliku strateegia korral võib kasvata Ecobirchi väärtust 7,81%. Autorite ettepanek Ecobirch AS juhatusele on teostada klientide hinnatundlikkuse elastsusanalüüs, mille tulemusena saab hinnatõusu paremini planeerida ning optimaalse strateegia rakendumise tõenäosust hinnata. Eelkõige tuleks Ecobirchil pöörata tähelepanu praagi vähendamisele ja saematerjalist liimpuitkilbi väljatuleku suurendamisele, et läbi selle vähendada materjalikulu. Kindlasti tasuks autorite hinnangul ettevõttel kaaluda ka USD valuutakursi riskide hajutamise võimalusi nii optioonide kui ka valuuta *forwardite* kujul, sest kui kõigest 3% USD valuutakursi kõikumine avaldab ettevõtte väärtusele 4,42% mõju, siis suurema kõikumise korral on mõju ettevõtte väärtusele veelgi suurem. Kindlasti tuleks tähelepanu pöörata ka erinevate tegurite koosmõjule, sest koosmõju analüüsi käesoleva töö raames teostatud ei ole.

## KOKKUVÕTE

Ettevõtte omanikud on huvitatud, et nende investeeringud teeniksid kapitali kaalutud keskmisest kõrgemat tulumäära, sest ainult sellisel juhul luuakse ettevõttes väärtust. Selleks, et ettevõttes väärtust luua, on oluline teada, milliste tegurite abil on võimalik ettevõtte väärtust mõjutada. Teadlik ettevõtte pikaajalise väärtuse juhtimine annab ettevõtjale konkurentsieelise ja tagab jätkusuutliku riskide maandamise. Käesoleva töö raames uurisid autorid Pärnumaa tootmisettevõtte AS Ecobirchi näitel, millised tegurid mõjutavad ettevõtte väärtust ja millised on võimalused ettevõtte pikaajalise väärtuse tõstmiseks.

Magistritöö teoreetiline osa jaguneb kolmeks alapeatükiks, millest esimeses tutvustati ettevõtte väärtuse mõistet ning ettevõtte väärtuse raamistikku, sealjuures tutvustati ka immateriaalsete varade teoreetilist tausta ning seotust ettevõtte väärtusega. Töös on keskendunud ettevõtte sisemise väärtuse mõistele, sest see võtab arvesse ettevõtet kui tervikut, ei keskendu vaid ettevõtte varade hetke väärtusele vaid võtab arvesse ka tuleviku perspektiivi ning tehtud investeeringute tasuvust. Ettevõtte sisemine väärtus leitakse põhjaliku finantsanalüüsi tulemusena ning see võimaldab omistada ettevõttele rahalist väärtust, mida on võimalik omanikele kasulikus suunas mõjutada.

Kuigi ettevõtte väärtuse hindamiseks on olemas kolm lähenemist: tulupõhine, varadele suunatud ning turupõhine, siis käesoleva töö teises alapeatükis on käsitletud vaid turupõhise lähenemise äritegevuse diskonteeritud rahavoogude meetodil põhinevat ettevõtte väärtuse hindamise mudelit. Valitud mudel võimaldab projekteerida tulevikus ettevõtte äritegevuse poolt genereeritavate rahavoogude põhjal ettevõtte väärtus ning samal ajal võetakse arvesse ka ettevõtet ümbritsevat majanduskeskkonda ja sellega seonduvaid prognoose. Selline mudel võimaldab kõige efektiivsemalt tuvastada oluliseimad väärtuseloomed tegurid, mida mõjutades saab ettevõtte väärtust teadlikult tõsta.

Kolmandas alapeatükis on kirjeldatud ettevõtte väärtusloome protsessi ning tutvustati erinevaid potentsiaalseid ettevõtte väärtusele mõju avaldavaid tegureid. Sellisteks teguriteks võivad olla nii ettevõtte väärtust lühiajaliselt mõjutavad tegevused, näiteks kulude kokkuvõtte, kuid ka pikemas perspektiivis ettevõttele jätkusuutlikkust tagavad tegurid, näiteks uue toote või teenuse turule toomine, ettevõtete ühinemine või optimaalse kapitalistruktuuri leidmine. Kõige olulisem on, et ettevõtte tehtud investeeringud suudaksid tulevikus genereerida suuremat tootlust loovaid rahavooge, kui on täna selleks tehtud kulutused. Kõige suuremaks ettevõtte väärtuse tõstmise võimaluseks peavad mitmed autorid müügitulude suurendamist.

Töö empiiriline osa jaguneb kolme alapeatüki vahel, millest esimeses tutvustasid autorid uuritavat ettevõtet - Pärnu maakonnas tegutsevat tootmisettevõtet Ecobirch ASi. Lisaks tutvustati selles alapeatükis uuringumetoodikat ja etappe. Ecobirch AS on puidutöötlemisettevõtte, mille peamiseks toodanguks on kasest liimpuitkilp ja komponendid. Kasest liimpuitkilpi müüakse eelkõige töötasapindade ja trepiastmete valmistamiseks. Ettevõtte müügitulu on viimastel aastatel kiiresti kasvanud ja peamiseks sihtturuks on USA ehituskaubamajad. USA turu nõudlus kasvab lisandunud müügiplindade arvelt. Üllatavalt on nõudlusele positiivselt mõjunud ka Covid-19 pandeemia, mis võib-olla tingitud sellest, et inimestel on olnud rohkem aega tegeleda kodu renoveerimisega. Ettevõtte investeeringud perioodil 2018-2020 on tehtud eesmärgiga olla valmis tootma senisest suuremat tootmismahutu, et rahuldada USA turu kasvavat nõudlust. 2021. aastal oodatakse teostatud investeeringute arvelt müügitulu 25% suurenemist. Uuringu käigus teostati ettevõtte finantsaruandluse ja dokumentatsiooni kvalitatiivne sisuanalüüs, viidi läbi poolstruktureeritud intervjuud ettevõtte tegevjuhiga. Koostöös ettevõtte juhiga koostati ettevõtte ärimudeli lihtsustatud vaade, mis annab kiire ülevaate ettevõtte poolt klientidele loodava väärtuse aluspõhimõtetest. Selleks kasutati Osterwalderi ärimudeli lõuendit.

Empiirilise osa teises alapeatükis hinnati esmalt ettevõtet üldseisundi ja tegevuskeskkonna tuvastamiseks SWOT analüüsiga ning täiendati PESTLE analüüsiga. Ettevõtte konkurentsipositsiooni hinnati Porteri viie konkurentsijõu mudeli abil. Läbi viidud analüüsile tulemusena selgus, et Ecobirch AS üldine finantsseisund on väga hea, ettevõttel on kõrge rentaablus ja likviidsusnäitajad on heal tasemel, samuti leiti, et

investeeritud kapitali tulusus on kõrge. Kõige suuremaks ohuks ettevõtte üldisele heaolule võib pidada Covid-19 pandeemiast tekkinud ebakindlust maailmas. Ettevõtte peamine kasvav sihtturg kasutab maksevahendina USA dollarit ja seega mõjutavad ettevõtet ka USD kursi muutused euro suhtes. Samuti koostati prognoosiperioodi 2020 2.poolaasta kuni 2024 *pro forma* bilanss ja kasumiaruanded. Seejärel prognoositi ettevõtte rahavood ja kaalutud keskmine omakapitali hind millega tulevased rahavood diskonteeriti. Ettevõtte väärtus hinnati seisuga 30.06.2020 ja selleks kujunes hinnanguliselt 71,6 miljonit eurot.

Viimases empiirilise osa alapeatükis kirjeldati ettevõtte juhiga läbiviidud töötoa, kus kaardistati Ecobirchi väärtust mõjutavad tegurid ja arutleti nende võimalike mõjude üle erinevatele kulu ja tulu liikidele ning bilansile, tulemusi. Ühise arutelu käigus lepidi kokku detailsemaks analüüsimiseks sobivad viis tegurid. Uuritavatest teguritest omas kõige suuremat mõju ettevõtte väärtusele materjalikulu vähendamine läbi praagikulu ja saematerjalist kilbi väljatuleku suurendamise. Materjalikulu 5% vähendamine kasvatas ettevõtte väärtust oodatust rohkem, koguni 13,8%. Sellele järgnes liimpuitkilbi ja puitkomponentide tootegrupi 5% hinnatõus, mis optimistliku strateegia korral kasvatab Ecobirchi väärtust kuni 7,8%. Lisaks analüüsiti USD/EUR valuutakursi muutustest tingitud riskide hajutamise mõju ning juhtivtöötajatele eelisaktsiate väljastamise mõju ettevõtte väärtusele, mille tulemusena leiti, et ka nendel teguritel oli positiivne ja oluline mõju ettevõtte väärtusele, mida tasub Ecobirch AS juhatusel kaaluda.

Autorite hinnangul täitis töö oma eesmärgi ning tulemusena valmisid ettevõtte väärtuse tõstmise võimaluste ettepanek Ecobirch AS juhatusel. Töö puudusena võib välja tuua asjaolu, et välja pakutud tegurite puhul ei võetud arvesse võimalikke lisakulutusi, mida need muudatused kaasa võivad tuua, ning seega võivad nende tegurite mõjuulatused ettevõtte väärtusele olla leitud oluliselt väiksemad. Samuti on oluline rõhutada, et vajalik oleks teostada klientide hinnatundlikkuse elastsusanalüüs, mille tulemusena saab hinnatõusu paremini planeerida ning optimaalse strateegia rakendumise tõenäosust hinnata. Töö edasiarendamiseks on võimalik hinnata erinevate tegurite koosmõju suurust üksteisele ja ettevõtte väärtusele, mida käesoleva töö raames ei hinnatud.

## VIIDATUD ALLIKAD

1. **Alexander, J.** (2007). Performance Dashboards and Analysis for Value Creation. John Wiley & Sons, Inc.
2. **Andresson, K.** (2002). Riski arvestamine majandusliku lisandväärtuse (EVA) leidmisel. lk 206-234. Riskid Eesti ettevõtetes ja riskijuhtimine. Toimetanud Andres Juhkam, Jaan Masso. Tartu Ülikool, 364 lk.
3. **Bancel, F., & Mittoo, U. R.** (2014) The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), pp.106-117.
4. **Battagello, F., Grimaldi, M. and Cricelli, L.** (2015). A rational approach to identify and cluster intangible assets: A relational perspective of the strategic capital, *Journal of Intellectual Capital*, 16(4), pp. 809-834. [<https://doi-org.ezproxy.utlib.ut.ee/10.1108/JIC-06-2015-0050>]
5. **Blair, M. M., Wallman, H.** (2001). Unseen Wealth: Report of the Brookings Task Force on Intangibles. Brookings Institution Press, 136 p.
6. **Blum, W.J., Katz, W.G.** (1965). Depreciation and Enterprise Valuation. *The University of Chicago Law Review*, 32(2), pp 236-242.
7. **Bloomberg.** (2020). [<https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany>]
8. **Business Model Canvas Explained.** Strategyzer, avalikustatud 01.09.2011. [<https://www.youtube.com/watch?v=QoAOzMTLP5s>].
9. **Casey, A. J., Simon-Kerr, J.** (2015). A Simple Theory of Complex Valuation. *Michigan Law Review*, 113(7), pp 1175-1218.
10. **Chen, P. F., Zhang, G.** (2007). Segment Profitability, Misvaluation, and Corporate Divestment. *The Accounting Review*, 82(1), pp. 1-26.

11. **Cohen Calafut P., Low, J.** (2001). The Value Creation Index: quantifying intangible value. *Strategy and Leadership*, 29(5), pp 9-15. (<https://doi-org.ezproxy.utlib.ut.ee/10.1108/10878570110696632>)
12. **Combi Group OÜ** koduleht [<http://www.combigroup.ee>]
13. **Doyle, P.** (2008). Value-Based Marketing. 2nd edition, John Wiley & Sons, 367 p.
14. **Damodaran Online.** (2020). [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>]
15. **Damodaran, A.** (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Foundations and Trends® in Finance*, 1(8), 693–784. <https://doi.org/10.1561/05000000013>
16. **Damodaran, A.** (2020). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2020 Edition Updated: March 2020*. 143.
17. **Devos, E., Kadapakkam, P-R., Krishnamurty, S.** (2009). How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *The Review of Financial Studies*, 22 (3), pp 1179-1211.
18. **Ecobirch AS.** (2020). Ecobirch AS 2011-2019. Majandusaastaaruanded. Pärnu
19. **Eesti Pank.** (2019). Rahapoliitika ja Majandus 4/2019. Tallinn
20. **Eesti Pank.** (2020). Pressiteade 25.03.20  
[<https://www.eestipank.ee/press/majanduslangus-kujuneb-eeldatavasti-suuremaks-kui-6-25032020>]
21. **Eesti Pank.** (2020). Pressiteade 10.06.20  
[<https://www.eestipank.ee/press/prognoos-esmaselt-kriisiabilt-tuleb-liikudapikaajalisema-plaani-juurde-10062020>]
22. **Euroopa Liidu ametlik veebisait.** (2020).  
[[https://europa.eu/youreurope/business/taxation/business-tax/company-tax-eu/estonia/index\\_et.htm](https://europa.eu/youreurope/business/taxation/business-tax/company-tax-eu/estonia/index_et.htm)]
23. **Feldman, S. J.** (2005). Principles of Private Firm Valuation. John Wiley & Sons, Inc.
24. **Fernández, P.** (2001). Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations. *SSRN Electronic Journal*. [<https://doi.org/10.2139/ssrn.274973>]

25. **Fernández, P.** (2002). Company Valuation Methods. *Valuation Methods and Shareholder Value Creation* (lk 21–56). Elsevier. [<https://doi.org/10.1016/B978-012253841-4.50003-2>]
26. **Fernandez, P.** (2004). Most Common Errors in Company Valuation. *SSRN Electronic Journal*. [<https://doi.org/10.2139/ssrn.568144>]
27. **Fernández, P.** (2007). Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories. *Managerial Finance*, 33(11), 853–876. [<https://doi.org/10.1108/03074350710823827>]
28. **IMF**, (2020), World Economic Outlook
29. **Kantšukov, M.** (2010). Väärtuskordajatel põhineva meetodi kasutamine ettevõtte väärtuse hindamisel. 148.
30. **Kantšukov, M., Sander, P.** (2016). Value in the eye of the beholder: A survey of valuation practices of Estonian financial professionals. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(2), 157–172. [[https://doi.org/10.21511/imfi.13\(2-1\).2016.04](https://doi.org/10.21511/imfi.13(2-1).2016.04)]
31. **Kazlauskiene, V., Christauskas, Č.** (2008). Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers. *Engineering Economics*, 57(2), pp. 23-31.
32. **Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.** (2005). Valuation Measuring and Managing the value of the company (4th Edition). John Wiley & Sons.
33. **Kõomägi, M.** (2006). Ärirahendus. Tartu Ülikooli Kirjastus/ University of Tartu.
34. **Lippman, S. A., Rumelt, R. P.** (2003) The Payments Perspective: Micro-Foundations of Resource Analysis. *Strategic Management Journal*, 24(10), pp 903-927.
35. **Leleand, H. E.** (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 49(4), pp. 1213-1252.
36. **Miao, J.** (2005). Optimal Capital Structure and Industry Dynamics. *The Journal of Finance*, 60(6), pp. 2621-2659.
37. **Moberly, M. D.** (2014). Safeguarding Intangible Assets. Butterworth-Heinemann, 190 p.
38. **Myers, S. C.** (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*,

- 15(2), pp. 81-102.
39. **Paetz, P.** (2014). Disruption by design. How to create products that disrupt and then dominate markets. New York: Apress Media, 265 p.
  40. **Patena, W.** (2011). A coherent model of DCF Valuation. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, No.7.
  41. **Praakli, K.** (2009). Intervjuu keeleandmete kogumise meetodina. *Eesti Rakenduslingvistika Ühingu aastaraamat. Estonian Papers in Applied Linguistics*, 5, 209–223. [<https://doi.org/10.5128/ERYa5.14>]
  42. **Pratt, S. P.** (1998). *Business Valuation Body of Knowledge: Exam review and professional reference*. John Wiley & Sons, Inc, 318 p.
  43. **Priem, R. L.** (2007). A Consumer Perspective on Value Creation. *The Academy of Management Review*, 32(1), pp. 219-235.
  44. **Rahandusministeerium** (2020). [<https://www.rahandusministeerium.ee/en/news/high-demand-international-investors-estonias-government-bond-issue>]
  45. **Raudsepp, V.** (1999). Finantsjuhtimise alused. Ettevõtte rahandus. Majandusraamat 2-55. Tallinn: Külim , 221 lk.
  46. **Raudsepp, V.** (1997). *Finantsjuhtimine otsustajale*. Külim.
  47. **Recklies, D.** (2015). *The PEST Analysis*. [<https://www.themanager.org/2015/01/pest-analysis>]
  48. **Ruuda, L.** (2020). Eesti puidusektorit ründab kaks kriisi korraga. Avaldatud 13.05.2020 [<https://leht.postimees.ee/6971742/eesti-puidusektorit-rundab-kaks-kriisi-korraga>]
  49. **Sander, P., Kõomägi, M.** (2007). Valuation of private companies by Estonian private equity and venture capitalists. *Baltic Journal of Management*, 2(1), 6–19. [<https://doi.org/10.1108/17465260710720219>]
  50. **Sander, P.** (2019). ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE juhtimine. 52.
  51. **Slywotzky, A. and Linthicum, F.** (1997) Capturing value in five moves or less: The new game of business“, *Strategy & Leadership*, 25(1), pp 5-11. [<https://doi-org.ezproxy.utlib.ut.ee/10.1108/eb054574>]
  52. **Souleles, D. S.** *Songs of Profit, Songs of Loss*. University of Nebraska Press, 2019, 270 p.

- 53. Sullivan, P. H., & Sullivan, P. H. (2000).** Valuing intangibles companies – An intellectual capital approach. *Journal of Intellectual Capital*, 1(4), 328–340. [<https://doi.org/10.1108/14691930010359234>]
- 54. TööstusEST (2019)** Tööstus vajab ärimudelite muutust.  
[<https://toostusest.ee/uudis/2019/11/05/toostus-vajab-arimudelite-muutust/>]
- 55. Ärileht Delfi. (2018)** Pärnus avati vineeritehas, mis loob piirkonda ligi 200 uut töökohta. [<https://arileht.delfi.ee/news/uudised/arilehe-fotod-parnus-avati-vineeritehas-mis-loob-piirkonda-ligi-200- uut-tookohta?id=83476575018>]

## LISAD

Lisa 1. Ecobirch AS kasumiaruanne ja bilanss 31.12.19 ja 30.06.20 seisuga

<b>Kasumiaruanne</b>	<b>2 019</b>	<b>30.06.2020</b>
Müügitulu	28 867 472 €	17 675 967 €
Kasvumäär	35%	
Muud äritulud	38 476 €	39 938 €
Kokku tulud	28 905 948 €	17 715 905 €
Kaubad, toore, materjal, teenused	- 18 850 424 €	- 11 460 769 €
Valmis- ja lõpetamata toodangu varude muutus	280 109 €	1 529 525 €
Mitmesugused tegevuskulud	- 496 253 €	- 421 251 €
Tööjõukulud	- 3 757 954 €	- 2 474 087 €
Põhivara kulum ja väärtuse langus	- 667 329 €	- 466 022 €
Muud ärikulud	- 50 257 €	- 10 €
Ärikulud kokku	- 23 542 108 €	- 13 292 614 €
Ärikasum (-kahjum)	5 363 840 €	4 423 291 €
Kasum (kahjum) sidusettevõtjatelt	22 593 €	- €
Intressitulud	15 906 €	- €
Intressikulud	- 98 129 €	- 44 977 €
Muud finantstulud ja -kulud	- 72 196 €	- 76 767 €
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	5 232 014 €	4 301 547 €
Tulumaks	- 375 000 €	- 206 395 €
Aruandeaasta kasum (kahjum)	4 857 014 €	4 095 151 €
<b>Bilanss (AKTIVA)</b>	<b>2019</b>	<b>30.06.2020</b>
Raha (vajalik rahavaru)	- €	- €
Raha (üleliigne rahavaru)	5 760 €	1 423 930 €
Nõuded ja ettemaksed	1 621 167 €	2 620 930 €
Varud	4 211 497 €	5 860 306 €
Käibevara kokku	5 838 424 €	9 905 166 €
Investeeringud tütar- ja sidusettevõtjatesse	497 100 €	497 100 €
Finantsinvesteeringud	350 000 €	350 000 €
Nõuded ja ettemaksed	405 528 €	397 500 €
Materiaalne põhivara (jäakväärtuses)	10 589 270 €	11 547 319 €
Põhivara kokku	11 841 898 €	12 791 919 €
Aktiva kokku	17 680 322 €	22 697 085 €

<b>Lisa 1 jätk</b>		
<b>Bilanss (PASSIVA)</b>	<b>2019</b>	<b>30.06.2020</b>
Lühiajalised laenud (planeerimata laen)	- €	- €
Pikaajalise laenu lühiajaline osa	1 646 036 €	957 735 €
Võlad ja ettemaksed	1 709 640 €	3 084 970 €
Lühiajalised kohustused kokku	3 355 676 €	4 042 705 €
Pikaajalised laenukohustused	3 797 739 €	5 032 321 €
Kohustused kokku	7 153 415 €	9 075 026 €
Aktsiakapital	3 911 430 €	3 911 430 €
Kohustuslik reservkapital	129 904 €	372 755 €
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	1 628 559 €	5 242 722 €
Aruandeaasta puhaskasum	4 857 014 €	4 095 151 €
Omakapital kokku	10 526 907 €	13 622 059 €
Passiva kokku	17 680 322 €	22 697 085 €

Allikas: Ecobirch AS finantsaruanded, autorite kohandustega.

## **Lisa 2. Poolstruktureeritud intervjuu küsimused**

1. Milline on tegevjuhi hinnang ettevõtte hetkelisele positsioonile turul?
2. Millised on tegevjuhi hinnangul Ecobirch AS peamised eelised ja puudused konkurentide ees?
3. Millised on ettevõttele kõige olulisemad protsessid ning miks?
4. Kas ja milliseid muudatusi protsessides ettevõtte on kavandanud lähiaastatele ning miks?
5. Millised on ettevõttele kõige kriitilisemad inimesed ning miks?
6. Kas ja milliseid muudatusi positsioonides/inimestes ettevõtte on planeerinud lähiaastatele ning miks?
7. Milliseid ettevõtte immateriaalsed varad (mittebilansilised), lisaks varasemalt mainitutele, on tegevjuhi hinnangul kõige kriitilisemad ning miks?
8. Kas ja milliste neist rakendamisele on planeeritud/kavandatud lähiaastatele muudatusi ning miks?
9. Millised ettevõtte varad (materiaalsed või immateriaalsed) käesoleval hetkel omavad tegevjuhi hinnangul kõige suuremat mõju ettevõtte kasumlikkusele?
10. Kas ja kuidas on need mõjurid võrreldes varasemaga (tegevusaja algusest) muutunud?
11. Milliseid ettevõtte väärtuse tõstmise meetodeid on varasemalt teadlikult rakendatud?
12. Kas ja kuidas need õnnestusid?
13. Millised ettevõtte varasemad sammud/teod on mõjutanud ettevõtte kasumlikkust positiivselt (aga negatiivselt)?
14. Kas need olidki selliselt kavandatud? Kui jah, siis mil määral ennustati mõju suurust ette? Kui ei, siis mis oli tegelik kavatsus?
15. Millised ettevõttes olemasolevad tegevused/protsessid/positsioonid on ettevõtte tegevusjuhi hinnangul ettevõtte väärtusele kõige suuremat negatiivset mõju avaldavad?
16. Kas nende mõju saaks kuidagi leevendada ning kuidas?
17. Milliseid ettevõtte ressursse saaks tegevusjuhi hinnangul veelgi paremini rakendada ning milline oleks oodatav mõju?

## **Lisa 2. jätk**

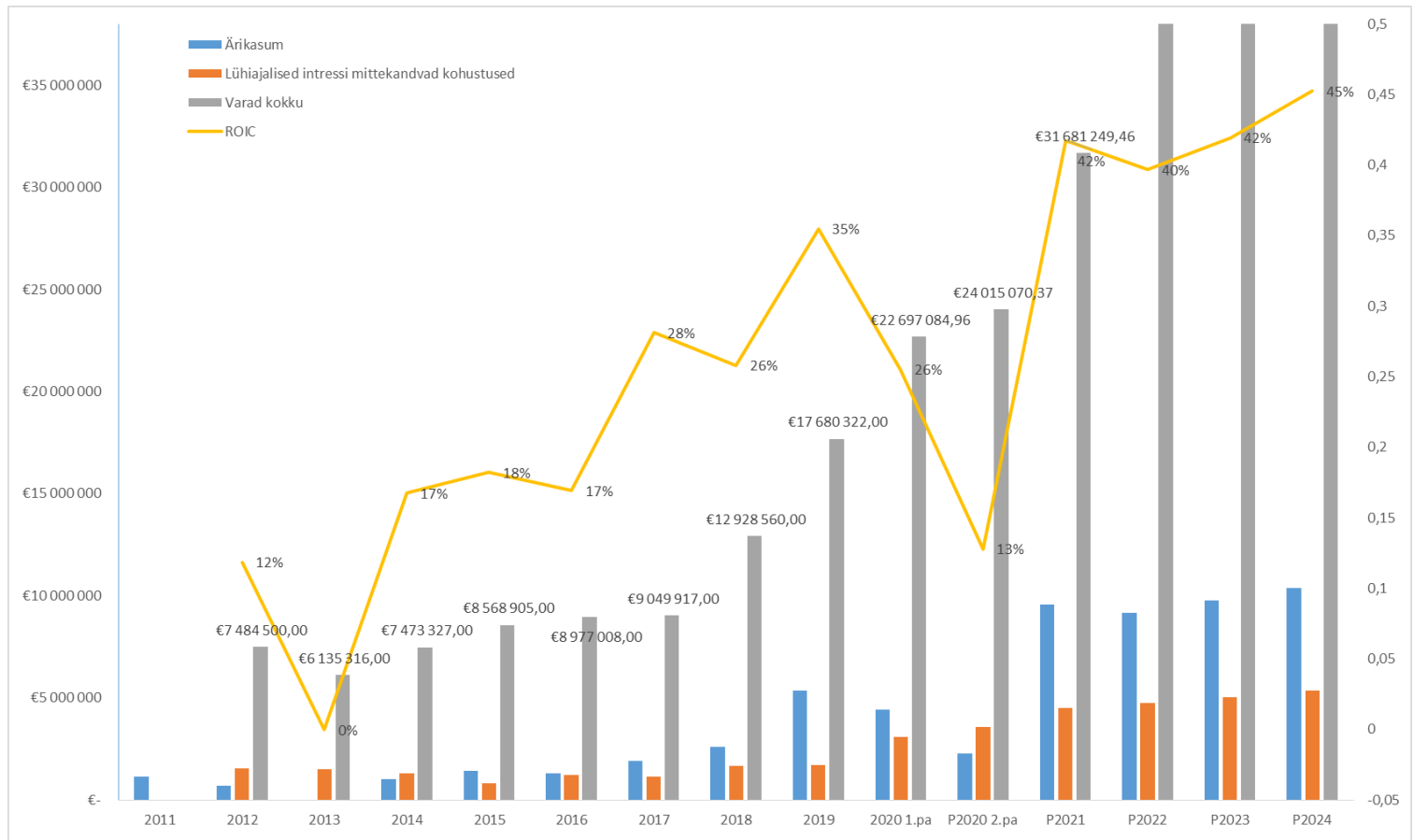
18. Milliseid ettevõttes puuduolevaid (kuid turul eksisteerivaid) ressursse saaks tegevusjuhi hinnangul ettevõttes potentsiaalselt rakendada?
19. Kas nende rakendamist on kavandatud/planeeritud ning kui jah, siis millist mõju oodatakse?
20. Millised on ettevõtte finantsplaanid järgnevateks aastateks (investeeringud, müügitulu, dividendide väljamaksed jne)?
21. Kuidas on mõjutanud, mõjutab Covid-19 pandeemia ettevõtet?
22. Avatud arutelu magistritöö struktuuri ja sisu üle.

**Lisa 3. Pro forma bilansi- ja kasumiaruande kirjete funktsionaalsed seosed**

<b>Kirje</b>	<b>Seos</b>
Muud äritulud	0,23% müügitulust
Kaubad, toore, materjal, teenused	65% müügitulust
Mitmesugused tegevuskulud	2,38% müügitulust
Tööjõukulude kasv	5% aastas
Põhivara kulum ja väärtuse langus	Finantsotsus, kasulik eluiga 10 aastat, eraldi kulumi arvestus
Muud ärikulud	0,17% müügitulust
Sidusettevõtja kasum aastas	Finantsotsus, 50 000€ aastas
Intressitulud	Väljastatud laenude intressimäär 4% aastas
Intressikulud	Saadud laenude intressimäär 2,2% aastas
Muud finantstulud ja -kulud	Valuuta konto väärtuse langust ei arvesta
Äri kasumi marginaal	25% aastas
Tulumaks dividendidelt	Finantsotsus, dividendide maksustatakse 80/20
Rahavaru	Ei ole oluline, kasutavad arvelduskrediiti
Nõuded ja ettemaksed	15% müügitulust
Varud müügitulust	15% müügitulust
Investeeringud tütar- ja sidusettevõtjatesse	Finantsotsus, jääb 2019. aasta tasemele
Finantsinvesteeringud	Finantsotsus, jääb 2019. aasta tasemele
Nõuded ja ettemaksed	Finantsotsus, väljastatud laenult laekuvad intressid, põhiosa tagasimakse 2023
Materiaalne põhivara (jääkväärtuses)	Finantsotsus, kasulik eluiga 10 aastat, eraldi kulumi arvestus
Pikaajalise laenu lühiajaline osa	Finantsotsus, aastane tagasimaks 1 250 000€
Võlad ja ettemaksed	10% müügitulust
Pikaajalised laenukohustused	Finantsotsus, pikaajalist laenu ei planeerita võtta
Aktsiakapital	Finantsotsus, jääb 2019. aasta tasemele
Kohustuslik reservkapital	Äriseadustiku järgi kohustus kanda 5% kasumist aastas kuni 10% aktsiakapitali täitumisest

Allikas: Intervjuu Ecobirch tegevjuhi G.Rahneliga, autorite kohandustega.

**Lisa 4.** Ecobirch AS ajalooline ja prognoosiperioodi ROIC



Allikas: Ecobirch..2011-2020, autorite kohandustega.

**Lisa 5.** Ecobirch AS prognoosiperioodi 2020 teine poolaasta-2024 rahavood, WACC ja väärtuse kujunemine

	<b>30.06.2020</b>	<b>2020 II</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2023</b>	<b>Normaliseeritud</b>
Ärikasum (€)		2 272 460	9 563 935	9 168 270	9 752 185	10 379 898	10 379 898
Põhivara kulum (€)		543 714	1 209 736	1 309 736	1 409 736	1 509 736	1 509 736
Põhivara investeeringud (€)		2 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 600 000
Investeering puhaskäibekapitali (€)		- 1 049 714	4 362 801	522 561	951 415	189 650	155 595
Äritegevuse rahavood (€)		1 865 888	5 410 870	8 955 445	9 210 507	10 699 984	10 134 040
Omakapitali väärtuse CAPM (€)	65 640 313	70 115 410	72 804 955	81 807 173	91 531 953	101 198 183	102 368 063
Laenukapitali väärtus (€)	5 990 056	5 032 321	3 782 321	2 532 321	1 282 321	32 321	-
Finantsvõimendusega beeta	0,99	0,98	0,96	0,94	0,92	0,91	0,91
Omakapitali kulukuse määr (%)	7,73	7,66	15,19	15,05	14,94	14,85	14,85
WACC –kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr (%)	7,17	7,22	14,55	14,67	14,77	14,85	14,85
Ettevõtte äritegevuse väärtus (€)	69 359 339	72 468 539	72 292 024	73 856 109	75 478 594	75 923 050	77 060 609
Ettevõtte väärtus (€)	<b>71 630 369</b>	75 147 731	76 587 276	84 339 494	92 814 274	101 230 504	102 368 063
Omakapitali väärtus (€)	65 640 313	70 115 410	72 804 955	81 807 173	91 531 953	101 198 183	102 368 063

Allikas: autorite arvutused.

## **SUMMARY**

### OPPORTUNITIES FOR INCREASING ENTERPRISE VALUE ON THE EXAMPLE OF ECOBIRCH AS

Mirian Ellermaa and Kati Rahnel

The shareholders for any company are interested in earning a higher rate of return than the cost of capital of investments made, that is the only way to create value in an enterprise. In order to create value it is important to understand the factors influencing enterprise value. Concious management over long-term value creation of an enterprise leads to competitive advantage and sustainable risk management.

There have been several master theses written in the past covering the topics of different methods used for valuing enterprises and how are different strategies and/or capital structures affecting the value of a company. However the authors could not find any past research regarding how to increase enterprise value and what factors should be influenced in order for the company to achieve better financial results. One of the owners Gert Rahnel of a manufacturing company called Ecobirch AS has stated that they are planning to sell the company in a couple of years and that they are very much interested in finding value creation opportunities.

Consequently the authors decided to explore what are the factors influencing enterprise value and what are the opportunities for long-term value creation for a manufacturing company. The aim of this paper is to propose long-term value creation opportunities to the owners of Ecobirch AS. In order to achieve this aim the authors set the following research tasks:

- to give an overview of an enterprise value;
- to explain the valuation of a company using the discounted cash flow method;

- to describe the principles for increasing value and to bring out value creation opportunities using different internal and external factors influencing the value of a company;
- to give an overview of the manufacturing company called Ecobirch AS and the methods used in this research;
- to calculate the value of Ecobirch AS as at 30th of June 2020, using the model of free cash flow to the firm;
- to bring out the influence different factors have on the calculated value of Ecobirch AS as at 30th of June 2020;
- to formulate the proposals to the owners of Ecobirch AS to increase the company value.

In order to fulfill the first three research tasks different research papers from EBSCO, Emerald and JSTOR databases and different books related to company valuation and value creation were being used in the theoretical part of this thesis. The theories and findings of different authors including Doyle, Alexander, Goedhart, Wessels and Fernández were being relied on. In the empirical part Ecobirch AS financial reports and related documentation dating back to 2011 were being used for full financial analysis and for the estimation of the company value as at 30th of June. In addition a half-structured interview with the managing director of the company was being held, in order to increase the quality of findings and valuation, to get insight of the current status and future plans for the company. Additionally, a workshop with the CEO was held to discuss the potential of proposed opportunities for increasing the company's value and to understand which could be the most realistic actions for the company.

The theoretical part of this thesis consists of three subchapters. The first of the subchapters introduces the term and the framework of an enterprise value, additionally the background of intangible assets and their connection to the enterprise value is introduced. This paper mainly focuses on the term for intrinsic value because it not only focuses on the value of a company's assets, but also the whole enterprise and it's future perspectives are taken into account. The intrinsic value is being calculated as a result of a thorough financial analysis and it gives an opportunity to estimate a monetary value of a company which then can be beneficially influenced to a certain extent.

The second subchapter of the theoretical part gives a brief overview of different valuation approaches but mainly focuses on the market-based approach, its discounted cash flow method and specifically the model of free cash flow to the firm is being explained. The chosen model allows projection of the value of a company based on the future operating cash flows while also taking into account the current and future estimations of the economical environment the company is related to. The model paves the most effective way for identifying the most important factors influencing a company's value creation and this in turn gives the opportunity to increase the company's value on purpose.

In the third subchapter a description of a company's value creation process is being given and also different potential factors influencing a company's value are being introduced. These kinds of factors can either have a short-term effect on the company value, for example the reduction of business costs, while other factors can have a long-term effect on the business value and on the sustainability of a business. Such factors can be for example introducing a new product or service to the market, mergers or acquisitions and finding the optimal capital structure. The most important part is, that the investments will provide a higher rate of return on the future cash flows than the cost of expenses today. Different researchers have agreed that the largest effect for influencing a company's value can be achieved by increasing sales.

The empirical part of this paper begins with an introduction to the manufacturing company called Ecobirch AS, which is located in Pärnu county in Estonia. Additionally the research method was introduced. The company's main products are birch glued boards, also known as glulams, and other wooden components. The glulams are being used to build staircases and different surfaces. During the past years, the sales growth for the company has been remarkable, for example the result of 2019 sales was exceeding 35% of the sales from the year before, the main targeted markets are construction department stores in the USA. The demand from the markets in USA has been increasing due to further sales premises being onboarded. Also surprisingly, the COVID-19 outbreak has had a positive effect on the demand, which could be a result of people having more time to focus on home renovation. The company has made investments between 2018 and 2020 in order to produce larger volumes of output to be able to satisfy the growing needs of USA markets. The sales growth is projected to reach at least 25% in current and the

following year due to the investments made. A qualitative content analysis was being performed and in collaboration with the CEO of the company a simplified business model was created to have an insight into the customer value creation principles. Osterwalder's business model canvas was being used for this purpose.

In the second subchapter of the empirical part a SWOT analysis was conducted which was supplemented with PESTLE analysis in order to describe the overall situation and operating environment of the company. Furthermore, the company's competitive position was evaluated using the Porter's five forces model. As a result, the company's overall financial condition is very good, having high profitability and a good level of liquidity. The main threats were found to be related to the Covid-19 outbreak and the uncertainty it causes to the world. Additionally, as the main market is using US dollar as the means of payment then the USD/EUR exchange rate could have a relatively big impact on the company's results. Additionally, in this subchapter the pro forma balance sheet and the income statement for the forecast period from the second half of the year 2020 until the end of the year of 2024 were being created. Afterwards, the prognosis for company's cash flows and the weighted average cost of capital were done, which was then used to discount the projected future cash flows. The company was valued as at 30th of June 2020 for approximately 71,6 million euros.

Finally, the last subchapter of this thesis describes the results of the workshop which was being held in order to map the possibility of using different factors which could influence the value and the future the balance sheet of Ecobirch AS. More thorough evaluation of the influence caused by five factors was done. As a result, the biggest influence on the company's value had the 5% reduction of cost for materials, which can be achieved by eliminating production waste and increasing the output of glulam from lumber. The total increase for the enterprise value would be around 13,8%, which is a surprisingly high impact. The second most beneficial for the company would be to increase the price for glulam and components product group by 5%, which in an optimistic scenario could result in around 7,81% increase of the enterprise value. Also the results for distributing the risk for USD/EUR exchange rate by using currency forwards or options and replacing the existing performance fees for leading staff with preference shares had a positive impact on the company value and should be considered by the owners.

In conclusion the thesis fulfilled its aim and proposals for value increasing factors have been done, also possible influence has been calculated, however the possible interaction these different factors might have was not taken into account as each factor was analysed separately from the others. As a downside to this paper it needs to be considered, that each of these propositions may include costs or additional investments, which were not taken into account and therefore the actual result on the company's value could differ from authors' findings. Additionally, if the company would like increase the price for glulam product group, they should further on perform a thorough elasticity analysis to better understand the full impact of the increase of the price on the sales volume. As a possible suggestion to future researches around this topic the authors' suggest a thorough analysis for how different factors influence each other, how they interact and together influence the company value should be considered.

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

Meie, Mirian Ellermaa ja Kati Rahnel,

1. anname Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) meie loodud teose „Ettevõtte väärtuse tõstmise võimalused Ecobirch AS näitel“, mille juhendaja on Mark Kantšukov, reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
2. Anname Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 3.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, alates **31.08.2023** kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
3. Olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
4. Kinnitame, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Mirian Ellermaa ja Kati Rahnel

**11.08.2020**