

TARTU ÜLIKOOL  
Majandusteaduskond

Krista Vestel

**PEREETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE  
KALEVIPOJA TURISMITALU OÜ NÄITEL**

Magistritöö

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Tartu 2019

Suunan kaitsmisele .....

(juhendaja allkiri)

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

.....

(töö autori allkiri)

## SISUKORD

SISSEJUHATUS .....	5
1. PEREETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	8
1.1. Pereettevõtte definitsioon.....	8
1.2. Pereettevõtte tugevused ja nõrkused .....	12
1.3. Pereettevõtte väärtuse hindamise eesmärk, hindamisprotsess ning eripärad .....	22
1.4. Pereettevõtte väärtuse hindamise meetodid .....	29
2. KALEVIPOJA TURISMITALU OÜ VÄÄRTUSE HINDAMINE .....	41
2.1. Kalevipoja Turismitalu OÜ tegevuse analüüs.....	41
2.2. Kalevipoja Turismitalu OÜ horisontaal- ja vertikaalanalüüs bilansi ja kasumiaruande põhjal.....	45
2.3. Kalevipoja Turismitalu OÜ <i>pro forma</i> finantsaruanded ja väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil .....	52
2.4 Tulemused ja järeldused.....	61
KOKKUVÕTE.....	66
VIIDATUD ALLIKAD .....	71
LISAD .....	78
<b>Lisa 1.</b> Kalevipoja Turismitalu OÜ bilansi aastaaruanded 2013–2017, EUR ....	78
<b>Lisa 2.</b> Kalevipoja Turismitalu OÜ kasumi aastaaruanded 2013–2017, EUR...	79
<b>Lisa 3.</b> Kalevipoja Turismitalu OÜ horisontaalanalüüs bilansi põhjal aastatel 2015–2017.....	80
<b>Lisa 4.</b> Kalevipoja Turismitalu OÜ vertikaalanalüüs bilansi põhjal aastatel 2015–2017.....	81
<b>Lisa 5.</b> Kalevipoja Turismitalu OÜ kasumi vertikaalanalüüs aastatel 2015–2017 .....	82
<b>Lisa 6.</b> Kalevipoja Turismitalu OÜ <i>pro forma</i> bilanss aastatel 2018–2023 .....	83
<b>Lisa 7.</b> Kalevipoja Turismitalu OÜ <i>pro forma</i> kasumiaruanne aastatel 2018–2023, EUR.....	84
<b>Lisa 8.</b> Kalevipoja Turismitalu OÜ <i>pro forma</i> bilanss aastatel 2018–2023, kui kõik tehingud toimuvad turutingimustel, EUR .....	85
<b>Lisa 9.</b> Kalevipoja Turismitalu OÜ <i>pro forma</i> kasumiaruanne aastatel 2018–2023, kui kõik tehingud toimuvad turutingimustel, EUR .....	86

<b>Lisa 10.</b> Magistritöö käigus kogutud andmete allikad ja kogumise meetodid ...	87
<b>Lisa 11.</b> Magistritöö käigus ekspertidelt kogutud andmete kokkuvõte .....	88
<b>SUMMARY</b> .....	98

## SISSEJUHATUS

Ettevõtte väärtusest võivad sõltuda mitmed tehingud, nt ost-müük, pärimine, lahutamine, pangast laenu saamine jm. Parrish'i (2013) järgi käsitletakse pereettevõtet kui pensioniplaani. Selleks, et omada ülevaadet pensioni suurusest, tuleb pereettevõtet hinnata. Pereettevõtte väärtuse hindamine on oluline ka siis, kui soovitakse teha investeringuid või otsitakse investoreid. Nagu eelnevalt mainitud, siis võivad pereettevõttega seoses tekkida õiguslikud küsimused – ostmine või müümine, pärimine, lahutamine jne. Et ei tekiks vaidlust ettevõtte väärtuse üle, on oluline regulaarselt väärtust hinnata, sest siis liiguvad vaidlused õiglase lahenduse suunas (Parrish, 2013). Regulaarne hindamine tagab parema ettevõtte väärtuse, kuna olenevalt majanduslikust seisust olukorra ajal hindamine võib viia ettevõtte väärtuse hindamise tegelikkusest madalamaks (FINH, 2018).

Et ettevõtte väärtust hinnata, peab teadma selle ettevõtte eripärasid. Samasugused eripärad võivad olla sarnastel ettevõtetel. Käesoleva magistritöö autor uurib, millised eripärad on pereettevõtetel ja kas ettevõtte hindamisel tuleb nendega arvestada. Et saada aru pereettevõtte toimimisest ja eripäradest tuleb vaadata ka pereettevõtte tugevusi ja nõrkusi.

Käesoleva magistritöö eesmärgiks on hinnata Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtust diskonteeritud rahavoogude meetodil. Ettevõtte väärtus leitakse ettevõtte müügi eesmärgil. Eesmärgi täitmiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- tuua välja pereettevõtte definitsioon;
- uurida pereettevõtte tugevusi ja nõrkusi;
- välja selgitada pereettevõtte väärtuse hindamise eesmärk, hindamisprotsess ning eripärad
- viia läbi intervjuu ekspertidega, kes tegelevad ettevõtete hindamisega igapäevaselt, et selgitada, kuidas praktikas pereettevõtte väärtust leitakse;

- anda ülevaade pereettevõtte väärtuse hindamise meetoditest;
- analüüsida Kalevipoja Turismitalu OÜ ja välis- ja sisekeskkonna riske ettevõttele;
- viia läbi Kalevipoja Turismitalu OÜ finantsanalüüs perioodil 2015-2017;
- teostada Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtuse hindamine.

Seoses uurimisülesannetega kogutakse empiirilise osa jaoks andmeid kvalitatiivsete meetoditega. Näost-näku intervjuud Kalevipoja Turismitalu OÜ omanikega; kirjavahetus ekspertidega, kes tegelevad igapäevaselt ettevõtete väärtuse hindamisega. Lisaks koguti kvalitatiivse meetodiga andmeid fookusgrupi uuringu läbiviimisega. Rühmadiskussiooni käigus koguti ideid, kuidas Kalevipoja Turismitalu OÜ võiks oma tegevust jätkata ja käivet suurendada. Viimasena kogutakse andmeid avatud intervjuu käigus kogemustega praktikult.

Tulenevalt magistritöö eesmärgist ja sellega seonduvatest uurimisülesannetest on töö jaotatud kaheks osaks. Esimeses osas on peamine tähelepanu suunatud pereettevõtte teoreetilisele käsitlemisele, kus kirjeldatakse pereettevõtet, pereettevõtte tugevusi ning nõrkusi, hindamisprotsessi ja eripärasid. Lisaks antakse ülevaade erinevatest pereettevõtte väärtuse hindamise meetoditest, millest ühte kasutatakse empiirilises osas ettevõtte hindamiseks. Lisaks viiakse läbi intervjuu eksperdiga ja kirjavahetus kolme teise eksperdiga, kes tegelevad ettevõtete hindamisega igapäevaselt. Et näha, kuidas toimub praktikas pereettevõtete väärtuse hindamine ja milliste eripäradega arvestavad praktikud pereettevõtte väärtuse hindamisel.

Teine osa on empiirilise käsitlemisega, kus tutvustatakse uuritavat ettevõtet. Selgitatakse võimalikke väliskeskkonnast tulenevaid ohte ja eeliseid, ning analüüsitakse põgusalt makromajanduslikku olukorda. Kalevipoja Turismitalu OÜ senise tegevuse hindamiseks teostatakse finantsanalüüs, mille käigus koostatakse finantsaruannete horisontaal- ja vertikaalanalüüs ja peamiste suhtarvude analüüsist, ning võrreldakse peamisi suhtarve tegevusala keskmiste andmetega. Seejärel leitakse ettevõtte vabad rahavood *pro forma* aruannete koostamisega ja leitakse ettevõtte väärtust kõigepealt praeguste tingimustega, kuidas ettevõtte on siiani toiminud ja kuidas omanikud näevad tulevikku, ning tehakse sensitiivsusanalüüs. Teisel korral leitakse ettevõtte väärtus, kui juhatusele makstakse turutingimustel töötasu ja ettevõtte hakkab tegelema turundusega.

Märksõnad: pereettevõtte, pereettevõtte eripärad, ettevõtte väärtus ja diskonteeritud rahavoogude meetod

# 1. PEREETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE

## 1.1. Pereettevõtte definitsioon

Selleks, et uurida lähemalt pereettevõtete väärtuse hindamiseks sobivaid meetodeid, annab autor enne lühidalt ülevaate pereettevõttest ja kuidas pereettevõtte erineb teistest ettevõtetest, eriti väikeettevõtetest, mis alguses tunduvad olema väga sarnased ehk tuuakse välja erisused, kuidas pereettevõtte erineb teistest väikeettevõtetest. Selleks on autor jaotanud pereettevõtte kaheks osaks: perekond ja ettevõtte. Lisaks toob töö autor välja pereettevõtte tugevused ja nõrkused, mis aitavad kaasa pereettevõtte eripärade välja toomisel ja selgitamisel.

Pereettevõtted on unikaalsed, kuna neid iseloomustab kõige tugevam side – perekondlik suhe (Claesson *et al.* 2005: 4). Perekonna definitsioon Eesti seadusandluses puudub. Autori jaoks on perekond ühine sotsiaalne grupp, mida ühendab ühine majapidamine ning perekonnas on vähemalt üks laps. Tänapäeval võivad perekonnad koosneda ka ühest täiskasvanust ja lapsest ning laste vanemad ei pea olema vastassoost, samuti võivad lapsed eraldi elada. Kuna levinud on vabaabielud, siis pole perekondlike suhete omamiseks oluline abielu. Zapareto ja Jimenez'i (2013: 8) järgi on perekond esmane koht, kus reeglid luuakse, mis kujunevad ja muutuvad läbi generatsioonide. Seega defineerib perekond kui iseseisev institutsioon väärtused, kultuuri ja eetika.

Perekond kui süsteem rajab ka fundamentaalsed põhimõtted ja sisemised väärtused, mis aitavad säilitada pereettevõtte pikaajalisuse. Pereettevõttes on kompromiss ja moraalne käitumine kõrgel kohal, mida saab selgitada perekonna sotsiaalsete väärtuste abil. Vastastikune ausus võimaldab pere isikutel pereettevõttele üle kanda energiat ja teadmisi. (Zapareto ja Jimenez 2013: 8)

Maailmas on enamik ettevõtteid pereettevõtted – moodustades olenevalt piirkonnast 60-98% kogu ettevõtete arvust (Daspit *et al.* 2017: 6). Ka Rootsis on enamik ettevõtteid

pereettevõtted, mille protsent jääb 54 ja 96 vahele (oleneb, milliseid tegureid pereettevõtte defineerimisel arvestatakse) (Claesson *et al.* 2005: 1).

Leach'i ja Bogod'i (1999) järgi on pereettevõtte ettevõtte, mida mõjutavad pere või perekondlikud suhted ning mis esitleb end kui pereettevõtet. Astrachan ja Shanker (2003) defineerivad pereettevõtet läbi omaduste, mis peaksid pereettevõttel olema:

- pere osalus ettevõttes,
- perekonnaliikmed juhivad ettevõtet,
- ettevõtte hoidmine perekonna ringis,
- mitu põlvkonda ühe perekonna käes.

Claesson'i jt (2005: 4) järgi on pereettevõtte ettevõtte, mida juhib ja omab üks või mitu perekonda, kellel on ettevõtte juhtimisel aktiivne roll. Ka Schwerzler (2018) defineerib pereettevõtet kui pere poolt ning pere kasuks juhitud ettevõtet ehk perekonna käes on enamik aktsiaid või osakuid. Seega ei mõjuta ettevõtte käitumist vaid asutajad, vaid väga suurel määral ka perekond. Nii usaldus, kui ka suhtlemine on perekondlikes ettevõtetes otsustava tähtsusega efektiivse koordineerimise ja tugeva seose loomiseks (Zapareto ja Jimenez 2013: 8). Seega enamik definitsioone keskendub sellele, et pereliikmete käes on enamus juhatusest/juhtimisest (Vasquez 2016: 4).

Käesolevas töös käsitleb autor pereettevõttena ettevõtet, mida juhib ja mille omanikud on ühe perekonna liikmed (nt abikaasad, lapsed vanemad, õed, vennad) ja mida mõjutavad pereliikmete omavahelised suhted ja eesmärgid. Peamiseks ettevõtte eesmärgiks ei pea olema kasumi teenimine, vaid pigem rahaga mitteseonduvad eesmärgid (nt ühtekuuluvustunne, koostöö, rahulolu). Kui liikmeks saab pereettevõtte grupp, siis selle grupi isiklikud huvid langevad kokku pereettevõtte huvidega, kuid kui perekond kasvab ja uued liikmed ühinevad grupiga, kahjustab uute liikmete motivatsioon perekonna huve (Zapareto ja Jimenez 2013: 8). Pereettevõtte erinevused võrreldes teiste ettevõtetega on toodud tabelis 1.

**Tabel 1.** Pereettevõtte erinevused teistest ettevõtetest

	Teised ettevõtted	Pereettevõtted
Omandiõigus	hajutatud, rahavoo ja omandiõiguse vahel pole kiilu, mitmekesine	kontsentreeritud, rahavoo ja omandiõiguse vahel on kiil, pole mitmekesine
Juhtimine	omand ja kontroll lahus, välised mõjud, läbipaistvus	omand ja kontroll ühendatud, sisemised mõjud, läbipaistmatus
Kasum	majanduslikult defineeritud, erahüved puuduvad	tähtsal kohal mittemajanduslik kasum, perekonnal erahüved
Tasustamine	saavutuste põhine, universaalsed kriteeriumid, töötajaid valitakse kogemuse põhjal	perepõhine, perekondlikud kriteeriumid, töötajad pere seast
Võrgustik	välised sidemed, impersonaalsed sotsiaalsed kohustused	sisemised sidemed, personaalsed sotsiaalsed kohustused
Juhatus	formaalselt haritud, pärimine laiahaardeline	koolitatud sellele ametile, pärimine peresisene
Karjäär	palgaga juhitud, lühiajalised karjäärivõimalused	perekonna liikmed, pikaajalised karjäärivõimalused
Haldamine	delegeerimine professionaalidele, ratsionaalne, analüütiline, innovaatiline	autokraatne, emotsionaalne, intuitsioonile toetuv, stabiilne kultuur, pikaajalised traditsioonid, mis võivad innovaatilisust pidurdada

Allikas: Stewart ja Hitt 2012: 60

Eestis puudub pereettevõtte statistika ning pereettevõtte juriidiline mõiste (Zernand, 2005). Kuna igal autoril on oma definitsioon ning seadusandluses ja teadusallikates puudub ühtne mõiste, siis on ka raske hinnata, kui palju pereettevõtteid tegelikult kokku on (Claesson *et al.* 2005: 5). Pereettevõtete kohta on üheseid järeldusi samuti raske teha, sest erinevad tegurid nagu asukoht, tööstus ja keskkond mõjutavad uuringu tulemusi (Daspit *et al.* 2017: 19). Kahes põhitunnuses ollakse enam-vähem kokkuleppele jõutud (Arumäe 2015):

- äriühingu kapitali kontrollpakk peab kuuluma ühele perele,
- pere kaks või enam liiget peavad osalema selle äriühingu otsustusprotsessides (kuuluma juhatusse või nõukokku).

Seega koostas autor tabeli (vt. tabel 2) võrdlemaks pereettevõtet ja väikeettevõtet, kuna esmapilgul tunduvad eelnimetatud omavahel sarnased olema. Pereettevõtte võib olla väikeettevõtte, aga kõik väikeettevõtted ei ole pereettevõtted.

**Tabel 2.** Pereettevõtte erinevus väikeettevõttest

	Väikeettevõtte	Pereettevõtte
Omandiõigus	pereliikmetel, tuttavatel või sõpradel	ainult pereliikmetel
Juhtimine/juhatus	juhatuses üldjuhul üks inimene, vahel ka pereliige, tuttav või sõber	juhatuses ainult pereliikmed
Kasum	dividende makstakse siis, kui omanikule kasulik	dividende makstakse siis, kui omanikul vaja
Pärandamine	ebaoluline – ettevõtte rajatud ärilisel eesmärgil ning kui hästi ei lähe, lastakse kergekäeliselt pankrotti	ettevõtet pärandatakse põlvkondade vahel edasi, ühe pere omand
Ettevõtte kestvus	nii lühikese elueaga kui ka pika elueaga, olenevalt, kuidas ettevõttel läheb	väga pikaealine ettevõtte, mis toimib põlvkondade vahel
Maine	pole alati esmatähtsal kohal, kuigi mainet püütakse hoida	pereliikmed näevad väga palju vaeva, et mainet hoida, seda tõsta ning reklaamida
Töötajad	pereliikmed, sõbrad, tuttavad, võõrad	võimalusel ainult pereliikmed

Allikas: autori koostatud.

Pereettevõtteid eristavad teistest ettevõtetest mitmed tegurid: töökus, ettevõttesisene keskkond, strateegia, visioon, kultuur, inimressursi juhtimine, finants jne (Debarliev & Janeska-Iliev 2015: 1). Pereettevõtte saab olla vaid äriühing (juriidiline isik, mis on perega lõimitud) ja eelduseks on enamusosalus (kapitali kontrollpakk) ja enamusotsustusõigus (vältimaks võimalust, kus enamusosalus ei pruugi tagada enamusotsustusõigust). Silmas peetakse mitte abstraktset perekonda või suguseltsi, vaid konkreetse perekonnaliikmeid, kelle nimel on pereettevõttes osalus. Omandus võib olla otsene (osalus on isiku nimel) või kaudne (osalus on läbi valdus- või investeerimisühingu). Pere või suguseltsi liikmetest peab vähemalt mõni isik osalema formaalses ettevõtte valitsemises (st pereettevõtte nõukogu tasandil). (Arumäe 2015:78)

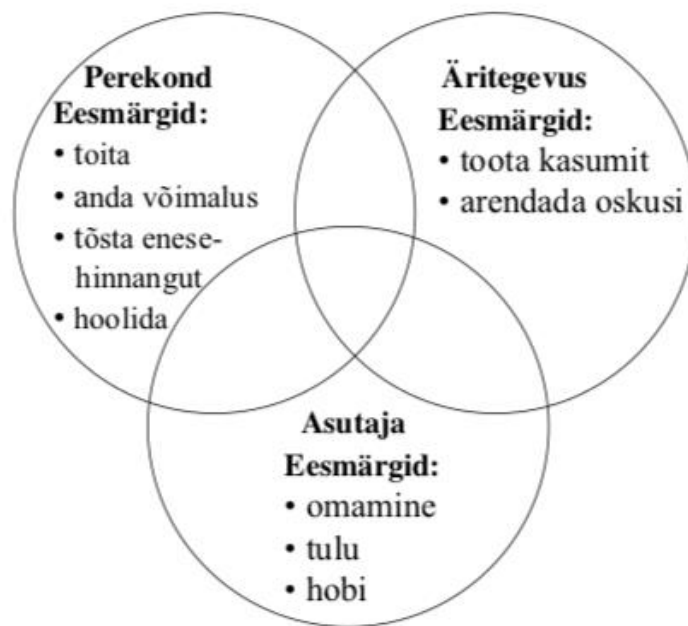
Et saada teada, kas praktikas eristatakse pereettevõtteid tavaettevõtetest küsis autor ekspertide käest (vaata lisa 10 ja 11), kas ja kuidas nad eristavad pereettevõtteid teistest ettevõtetest. Selgus, et üldjuhul ei eristata. Lepik (2019) tõi välja, et eristab seoses juhtimise ja töötasu maksimisega, kui need ei ole korraldatud vabaturu tingimustel või ettevõtte on toimiv vaid juhul, kui juhtkond ja omanikud on pereliikmed. Made (2019) selgitas, et ta ei taha eristada pereettevõtteid teistest ettevõtetest, sest pereettevõtte ei

erine väga teistest ettevõtetest – peamiselt on vaid omandisuhe erisus. Tuleb vaid vaadata ettevõtte eripärasid, mis võivad olla pereettevõtetel sarnased.

Kokkuvõtlikult võib öelda, et perekond on ühise majapidamisega sotsiaalne grupp, milles kehtivad omad reeglid, mille kultuur on arenenud läbi põlvkondade ning kus on vähemalt üks laps. Pereettevõtte on maailmas üks levinumaid ettevõtlusvorme, mida juhivad ja milles töötavad mitu pere liiget ning mille aktsiad/osakud on ühe perekonna käes. Pereettevõtte üldiseks eesmärgiks ei pruugi olla pole kasumi teenimine, vaid sageli rahaga mitteseonduv motivatsioon, näiteks perekonna vaheline üksmeelsus, sotsiaalne staatus ja identiteet. Pereettevõtte eristub teistest ettevõtetest sellega, et ettevõtte eesmärgid on väga tugevalt seotud pere omavaheliste eesmärkide ja suhetega. Ettevõtte maine ja pere maine on väga tugevalt seotud. Ettevõtte kuulub ühele perele ja eesmärk on pärandada ettevõtet põlvest põlve edasi. Võimalusel on ettevõtte töötajad oma pere liikmed. Pereliikmete arv ettevõttes sõltub sellest, kui suure ettevõttega tegemist on.

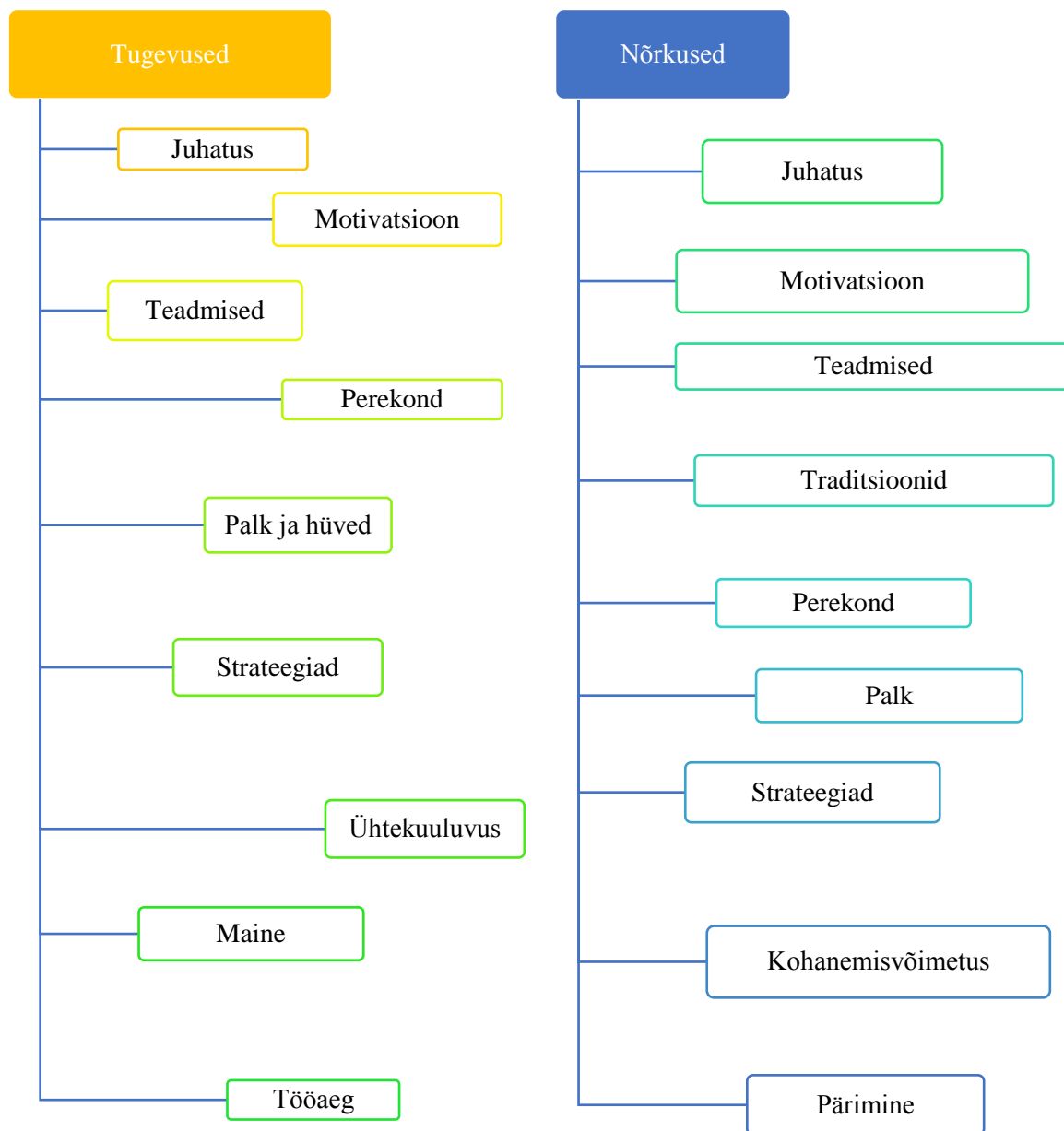
## **1.2. Pereettevõtte tugevused ja nõrkused**

Pereettevõtte tugevuste ja nõrkuste uurimiseks tutvustatakse kõigepealt lühidalt pereettevõtte eesmäärke. Perekonna ärieesmärkide uurimine on tähtis, kuna eesmärgid määravad kindlaks pereettevõtte tegutsemise valmisoleku (Williams Jr *et al.* 2018: 63). Ärimudelite uurijad on leidnud kinnitust, et saavutamaks äri püsijäämine ja jätkusuutlikkus, keskenduvad pereettevõtte mitmele eesmärgile korraga (Daspit *et al.* 2017: 8). Eesmärgid mõjutavad märkimisväärselt pereettevõtte strateegilisi otsuseid ja käitumist (Williams Jr *et al.* 2018: 63).



**Joonis 1.** Pereettevõtte kolm allsüsteemi ja nende eesmärgid  
Allikas: (Kaseorg ja Siimon 2007).

Pereettevõtte erineb tavaettevõttest ärietiika ning eetilise sisu poolest (Vasquez, 2016: 6). Seetõttu on pereettevõtte mudel erinevate aspektide sobitamise kohalt teistest ettevõtetest keerukam, mida illustreerib joonis 1. Perekonna, asutaja ja äri eesmärgid põimuvad omavahel ja võivad moodustada ühise eesmärgi kõikide osapoolte jaoks. Perekonna eesmärgid on eelkõige eetilised ja emotsionaalsed, samas äritegevuses lähtutakse faktilistest asjaoludest. Pereettevõtte asutaja seisukohad ja eesmärgid on isiklikud (Klanberg 2006). Kõigi kolme aspekti omavaheline ühendamine ja koordineerimine teeb pereettevõtte juhtimise keerulisemaks. Pereettevõttel on mitmeid tugevusi ja ka nõrkuseid, mis on grupeeritult välja toodud joonisel 2.



**Joonis 2.** Pereettevõtte tugevused ja nõrkused grupeerituna (autori koostatud).

Juhatus. Väiksemas või keskmise suurusega pereettevõttes on tüüpiliselt üksikjuht, mistõttu on ka pereettevõtte väärtused ja eesmärgid väga tugevalt ühe inimese poolt mõjutatud. Suuremates pereettevõtetes on ka osad osanikud/aktsionärid väljaspool perekonda, kuid perekonnaliikmetel on siiski suurem osa aktsiatest/osakutest. (Chrisman *et al.* 2003: 361) Perekonna eesmärgid mõjutavad äritegevuse eesmärke ja teisalt on need seotud asutaja (perekonna) isiklike eesmärkidega. Tavaliselt on pereettevõttes pereliikmed juhtival kohal, pereliikmete isiklikud eesmärgid määravad ärilised eesmärgid ja kollektiivsed väärtused (Granata ja Chirico 2010: 344) ning nende

eelistuseks on hoida ettevõtte väiksenä, et säiliks omand ja pikaajaline kontroll. Välise huvigruppide vähesuse tõttu saavad pereettevõtted nautida oma tegevuses iseseisvust. (Kaseorg ja Siimon 2007) Koironen (2002: 183) peab pereettevõtte tugevuseks lisaks eelnevalt mainitule ausust ja seadusekuulekust, mis tuleneb juhatuse otsustest.

Pereettevõtteid saab üldiselt kahjustada vaid kaks asja: juhtimisprobleemid ja ettevõtte toimimismehhanism. Juhtimisprobleemid algavad sellest, et puudub formaalne juhatuse või palgatakse perekonnaliikmeid väljapoole nende pädevust. (FINH, 2018) Tavaliselt juhib pereettevõtet üks inimene, mistõttu on ettevõtet puudutavad otsused ühe inimese arvamusest palju mõjutatud. Lisaks on ettevõtte ka sellevõrra haavatavam, sest kui midagi peaks juhtuma, on kogu ettevõtte juhatuse halvatud ning puudub isik, kes otsustab. (Littunen 2003) Üks suurimaid konfliktikohtasid pereettevõttes on võimuküsimus, sest võimuga kaasneb otsustusõigus. Samas on konfliktid pereettevõtte jaoks olulised, kuna aitavad säilitada ettevõtlikkuse ning innovaatsuse, balanseerides ka põlvkondade vahelisi suhteid ning võimuküsimusi. (Caputo *et al.* 2018: 13-18)

Motivatsioon. Pereettevõtete ärilised eesmärgid on sageli seotud perega, mitte raha teenimisega (Williams Jr *et al.* 2018: 63). Näiteks on pereettevõtetes mittemajanduslikeks eesmärkideks perevaheline üksmeelsus, sotsiaalne staatus ja identiteet (Daspit *et al.* 2017: 8). Kuna pereettevõtte keskendub mainele ja suhetele, siis tihti jääb kasu teenimine tagaplaanile, mis on samuti nõrkuseks (Claesson *et al.* 2005: 9). Sellest tulenevalt võivad pereettevõtted võtta hoopis mitterahalised eesmärgid (Zellweger *et al.* 2012: 851).

Teadmised. Pereettevõtetel on tavaliste ettevõtete ees eelised, teadmised ja kogemused, mida antakse edasi põlvest-põlve (Claesson *et al.* 2005: 4). Võib ka öelda, et perekonna ärieesmärgid on pereettevõtte allikaks, mis eristab neid teistest ettevõtetest (Williams Jr *et al.* 2018: 63). Samas nagu eelnevalt mainitud, võivad osad perekonna liikmed olla oma tööülesannetes ebapädevad (nt juhatuse), mis ei muuda pereettevõtet tugevamaks.

Traditsioonid. Äriliste eesmärkide hulka ei loeta tavaliselt laienemist välismaale, kuna pereettevõtted on küllaltki palju kinni traditsioonides. Vaatamata sellele avas Inglismaa pereettevõtte 2002. aastal Eesti turul põllumajandusmasinate varuosasid tootva tehase, kuna siin on soodsamad tingimused, kui kodumaal. Inglismaa pereettevõtted välismaa

turule tavaliselt ei laiene, seega on antud olukorra puhul tegemist pigem erandiga. (Ilsson 2002)

Pereettevõtteid mõjutavad pikaajalisus, otsustusvõimelisus, riskid, ärikeskkond ja sotsiaalne vastutus, mis võivad olla nii negatiivse kui positiivse mõjuga (Craig *et al.* 2013: 1). Kuna pereettevõtteid on pika ajalooga ettevõtteid, siis neid iseloomustavad ja on nende tugevuseks traditsioonid (Claesson *et al.* 2005: 6). Pereettevõtteid on pigem pikaajalised ettevõtlusvormid (Granata ja Chirico, 2010: 344). Lisaks on need elujõulised, sest on suunatud läbi aegade vastu pidama ning pole rajatud vaid kasu teenimise eesmärgil (Claesson *et al.* 2005: 6). Generatsioonide vahelise püsijäämise põhjuseks võib pidada austust traditsioonide vastu ning kasvamise soovi. Pereettevõtteid hindavaid end kui pühendunud, vastutustundlikku, õiglast ja töökas perekonda. (Koiranen 2002: 185)

Leidub ka neid, kes arvavad, et perevõtteid pole edukad ning on aegunud mõtlemisega ja igavad ettevõtteid (Granata ja Chirico 2010: 345). Kets de Vries'i (1993: 61) järgi on nõrkuseks pereettevõtetes segane struktuur ja hägune ülesannete jaotus, hellitatud lapsed ning ebamäärased tasustamissüsteemid.

Perekond. Nagu ka eelnevalt pereettevõtte definitsioonides märgitud, siis pereettevõtte üheks tunnusjooneks on see, et pereettevõttes töötavad ainult perekonna liikmed, mida võib pidada pereettevõtte eripäraks. Perekond on üldjuhul kokkuhoidev sotsiaalne grupp inimesi, mistõttu on pereettevõtetel palju eeliseid. Perekonna ettevõtteid, eriti keskmise suurusega, saab tavalistest ettevõtetest eristada perekonna mõju alusel, kuna osakondade vahel on väga hea informatsiooni vahetus, suhtlusliinid lühemad, neil on head isiklikud suhted, ühtlane kultuur ja tugev identiteet. (Craig *et al.* 2013: 1)

Oma pere liikmed on ettevõttes ka töökad (Koiranen 2002: 183). Pereliikmed jagavad töökoormust, mitte ei palka ülemäära töötajaid juurde (Claesson *et al.* 2005: 6). Pereliikmed teevad ka vajalikke ohverdusi ning annavad endast kõik ületundide, madalama palga, tasuta töö või isiklike säästude abil, et pereettevõtet aidata (Granata ja Chirico 2010: 345).

Pereettevõtte puhul on tegemist unikaalse ettevõtte vormiga, kuna kaks erinevat sotsiaalset rolli kooseksisteerivad – ettevõtja ja perekonna liige. Oma väljakutsete ja eeliste poolest käsitletakse neid väikestest ettevõtetest eraldi. Ettevõtted on tugevalt mõjutatud asutaja/juhatus poolt. Pereettevõtte asutaja ja juhatus teevad otsuseid vastavalt enda seisukohtadele. Seetõttu on mõnikord otsused tehtud lähtuvalt isiklikest või perekondlikest huvidest, mitte ärielistest huvidest. (Caputo *et al.* 2018: 2-3)

Suurimaks konfliktiallikaks võib pidada ka perekonnaliikmete vahelisi suhteid (Caputo *et al.* 2018: 1). Pereettevõtte konflikti dünaamika on keeruline, kuna perekonna ja äri aspekte saab eraldiseisvana käsitleda. Konfliktid võivad tekkida pereliikmete vahel nii ärielistes kui ka perekondlikes küsimustes, mis mõjutavad ettevõtte edukust. Suhete puudumine või pinged ettevõttes viivad lõpuks ettevõtte lagunemiseni või ettevõtte odava müümiseni. (Rousseau *et al.* 2018: 4-5) Abikaasade puhul peavad mõlemad pooled arvestama, et tegemist on mõlema ettevõttega ning samuti on vaja kehtestada piir isiklike ning tööalaste suhete vahel. Lapse sünni puhul on mõlemad vanemad orienteerunud perekondlikele väärtustele, jättes tahaplaanile ettevõtte arendamise. Pinged lapsevanemana ja ettevõtte omanikuna võivad tekitada pingeid, mis panevad abielu proovile. (Minola *et al.* 2016: 12-15)

Töö ja kodune elu segunevad paratamatult (Arumäe 2015: 78). Perekonnal on äri strateegiale väga suur mõju ning äri mõjutab ka perekonna suhteid. Suurte võlgnevuste ja stressi tõttu esineb pereettevõtetes rohkem lahtusi kui tavalistes ettevõtetes. Ettevõttega kaasnevad stressiallikaid saab kontrollida ning neid vähendada või olematuks muuta. Lahutus mõjutab negatiivselt ettevõtet, sh finantsvõimalusi, ärielist käitumist, perekonna omakapitali ja ettevõtte likvideerimist. (Sanchez-Ruiz *et al.* 2018; 1) Paljud pereettevõtted, kus põlvest põlve ebaõnnestub inimressursside edasiandmine, toob kaasa negatiivse mõju nii perekonnale kui ka põlvkondade vahelisele õppimisele (Kidwell *et al.* 2017: 2).

Palk ja hüved. Keskmise palga arvutamisel eristatakse hõivatud ja töötuid. Hõivatute alla kuuluvad ka isikud, kes töötavad tasuta pereettevõttes või oma talus. (tarkjapalk.ee 2017) Kuigi pereliikmetele peaks samuti palka maksuma, millest makstakse makse ka riigile, siis tihti kasutatakse teist varianti. Pereliikmetele palka ei maksta, vaid kogutakse see pereettevõtte arvele ning kord aastast või tihemini makstakse kasum

dividendina välja, millest ei pea palgalt makstavaid makse maha arvutama. (Revenue 2018: 7) Mõned pereettevõtted suudavad pakkuda hüvesid aktiivsetele kui ka mitteaktiivsetele pereliikmetele. See on üks pereettevõtete privileegidest. (Walsh 2011: 10)

Pereliikmed ootavad pidevalt palgatõusu, kuid ettevõtte juhid peaksid keskenduma sellele, et vajaliku kvalifikatsiooniga isik saaks temale vastava töö ning ka sellele vastavalt palka. Töötajale ei tohiks maksta kõrget palka seetõttu, et ta on pereliige. (Gendemann 2001: 2) Üldiselt makstakse pereettevõttes töötajatele keskmisest vähem (Block *et al.* 2013: 186). Bassalini jt (2011: 5) leidsid, et palga vahe võrreldes tavalise ettevõttega on lausa 20%. Võimalik, et pereettevõttes saavad töötajad teisi hüvesid, mis kompenseerivad väiksema palga (Bassalini *et al.* 2011: 16). Kompensatsioonid ja hüved võivad kiiresti ka konflikte tekitada, eriti siis, kui kõikidele pereliikmetele pole võimalik palgatõusu või teisi hüvesid pakkuda (Walsh 2011: 11).

Ametiauto kasutamine on üks põhilisi eeliseid ettevõttes ehk ettevõtte tasub auto hoolduse eest. Isikliku auto saab kasutusvalduse lepinguga ettevõtte kasutusse anda. Kasutusvalduse lepinguga maksab ettevõtte autoga seotud kulud – hooldus, kindlustus, kütus, pesuteenus jne. (Pilvebüroo 2018) Lisaks saab teha ka vastupidi – võtta ettevõtte nimele auto ning maksta auto eest erisoodustusmaks, kuna kasutatakse ka erasõitudeks. Samas on pereettevõtte omanikul võimalus deklareerida, et erasõite autoga ei tehta ning sellisel juhul ei pea ka erisoodustusmaks maksma.

Strateegiad. Pereettevõtete tugevuseks on ka pikaajalised strateegiad (Ballwieser 2017: 2), sest tihti on neil 10-15-aastane plaan, mis tavalistel ettevõtetel puudub. Seetõttu on pereettevõtted ka stabiilsed (Claesson *et al.* 2005: 6). Lähimõeldud planeerimine aitab ettevõttel kasvada ning kasumit tuua, luua tulevikustrateegia, pärimist planeerida, säilitada positiivne maine ning luua ettevõtte kultuur (Ward 1987). Pereettevõtete pikaajalisust peegeldavad ka kohusetundlikkus, paindlikkus, stressile vastupidavus ning töötajate heaolu eest vastutamine (Koiranen 2002: 185). Ballwieser (2017: 2) peab tugevusteks ka kindlaid riskitegureid ja spetsiifilist finantseeringut. Kets de Vries (1993: 61) lisab tugevustena veel bürokraatia puudumise ning äri tundmine.

Granata ja Chirico (2010: 344) peavad pereettevõtte tugevuseks aktiivsust ärimaailmas, mida võib strateegia üheks osaks pidada. Kuna turg on majanduslikult pidevalt muutuv, siis tasub pereettevõtteid iseloomustavad tegurid selgeks teha, mis aitab ärikeskkonnas teiste ettevõtete keskel püsima jääda. Pereettevõtted peegeldavad sügavamaid arusaamasid ühiskonnast, majandusest, töö tähendusest ja kultuurist. (Fletcher *et al.* 2012: 127-130)

Pereettevõtetes areneb ettevõtte kultuur dünaamilise protsessi abil. Pereettevõtete pikaajalisuse saladuseks võib pidada seda, et algusest peale on ettevõtte strateegiad väga sarnased ning innovaativusega ei riskita. Pereliikmed kaitsevad väga ettevõtte vara ning pole nõus juhtimist andma kellelegi väljaspool perekonda. (Cherchem 2017: 1)

Ühtekuuluvus. Ühtekuuluvust saab vaadelda pere tasandil või pereettevõtte tasandil, sest perekondade seosed on tavaliselt emotsionaalsed, samal ajal kui äriühendustes on finantsilised. Emotsionaalsed sidemed on seotud turvalisusega ja kuuluvustundega, samal ajal kui rahalised sidemed tähendavad pigem valuutat, pärandvara ja kasumi jaotamist. (Zapareto ja Jimenez 2013: 8) Pereettevõtete seas on eriline ja unikaalne see, kuidas tööd ja muid protseduure, mis võivad olla nii tehnilised kui reklaamiga seotud, tehakse ning seda saab käsitleda kui ühe tugevusena. Üldjuhul hoitakse unikaalset ja erilist informatsiooni peresiseselt ning konkurentide seas pole levinud. (Claesson *et al.* 2005: 6) Kuna pereettevõttes on töötajate vahel usaldus (Granata ja Chirico 2010: 344), siis on informatsiooni hoidmine lihtne, kuna töötajad on väga lojaalsed (Claesson *et al.* 2005: 6).

Maine. Tänapäeval on brändid väga populaarsed ning tarbijad eelistavad pereettevõtteid nende pere maine ning 'perekonna' brändi tõttu. Pereettevõtted tunduvad tarbijatele ehtsamad ning kaudselt tekitab usaldust pigem nende tooteid ostma. Paljude ettevõtete puhul pole lihtsalt tarbijad teadlikud, et tegemist on pereettevõttega. Sellest tulenevalt on mitmed ettevõtted hakanud investeerima enda perekonna reklaamimisele ja rõhutamisele. (Lude ja Prügl 2018; 121) Kindlasti iseloomustab pereettevõtteid usaldusväärsus (Koiranen 2002: 183) ja väärikus (Claesson *et al.* 2005: 7), paljud kliendid eelistavad seetõttu just pereettevõtteid tavaettevõtetele. Väärikus on seotud ka perekonna mainega ning üldjuhul ollakse väga uhked oma ettevõtte üle. Lisaks eelnevale on pereettevõtetel ka rahalised eelised, kuna pangad annavad usaldusväärse

tõttu kergemini laenu ning tarnijatega on ka suhted paremad. (Claesson *et al.* 2005: 7-8) Koironen'i (2002: 183) järgi on pereettevõtetes tähtsal kohal kvaliteet. Üldjuhul on pereettevõtted klientide vastu sõbralikumad ning ka teenuse kvaliteet on kõrgem (Claesson *et al.* 2005: 8).

Tööaeg. Pereettevõtte moodustab isiku elust suurema osa (Claesson *et al.* 2005: 6), seega on pereettevõtte märksõnaks kindlasti ka pühendumus (Granata ja Chirico 2010: 344). Äri juhitakse hirmust jääda töötuks ning see loob omakorda pühendumuse (Claesson *et al.* 2005: 6). Oma perekonna liikmed on pühendunud töötajad, sest ettevõtte puudutab neid isiklikul tasandil. Pere kaasatust ettevõttesse mõjutavad kindlasti pere tüüp, arengumudelid ja põlvkondade vahelised suhted. (Daspit *et al.* 2017: 20) Samuti ei kardeta pereettevõttes konkurendi juurde tööle siirdumist, konkureeriva ettevõtte asutamist, varastamist jm (Arumäe 2015: 55).

Pereettevõtte kui ühine ettevõtte paneb otsuste tegemisel abikaasadele suurema koormuse. Samas pere planeerides saavad abikaasad säilitada kindla sissetuleku ning ühtlasi planeerida aega pere ja ettevõtte vahel. (Minola *et al.* 2016: 12) Pereettevõtte asutajana võib tõusetuda konflikt, et mõni perekonnaliige pole tööülesannete täitmiseks pädev (Rousseau *et al.* 2018: 4). Perekondlikud suhted ning ühine ajalugu aitavad pereliikmetel pereettevõttes tööd saada. Pereliikmed on usaldusväärsed ning ettevõtte ei pea raha kulutama värbamisteenuse peale. Samas väljaspool perekonda tööliste otsimine osutub samuti pereettevõttele kasuks, kuna nad võivad olla oskuslikumad kui pereliikmed. (Fang *et al.* 2015: 3-4)

Pereettevõtte üheks tugevuseks on veel paindumus – soov töötada ükskõik, mis kellaajal, päeval, iga päev (Claesson *et al.* 2005: 6). Perekond mõjutab positiivselt perekonna kultuuri, mis omakorda parendab perekonna paindlikust ning paindlikus mõjutab positiivselt ettevõtte innovatsiooni, mis on ettevõttele ainult kasulik (Craig *et al.* 2013: 1). Paindumuse üheks märgiks on veel see, et pereettevõtte saab eriala kiirelt vahetada. Muutustega kiire harjumine on samuti üks tugevus, sest otsustusprotsessid on pereettevõtetes kiired. Teises ettevõtetes on otsustusprotsessid pikad ja aeglased, kuna juhatus peab üksmeelselt otsustama. (Claesson *et al.* 2005: 6)

Kohanemisvõimetus. Kuigi paindlikkus on pereettevõtte tugevuseks ning need on võimelised muudatustega kohanema, siis pereettevõtte nõrkuseks võib pidada soovimatust muudatustega kohanduda. Kui tööd ja muid tegevusi on tehtud pikka aega ühte moodi, on lihtsam hoidagi pereettevõtte muutumatuna. (Leach ja Bogod 1999)

Pärimine. Kindlasti tasub pärimise plaanid ka perega läbi arutada, kuna paljud esimese generatsiooni pereettevõtted ei jää pidama just pärimiskorralduste pärast. Nõrkuseks on eelkõige see, et pärast pärimist pole ettevõtte juhtimine tõenäoliselt nii kvaliteetne. (Claesson *et al.* 2005: 8-9) Pereettevõttega kaasas käivad emotsioonid võivad äri segama hakata. Siin peavad inimesed aru saama eristada perekonda ja äri ning luua nende vahel tasakaal. (Leach ja Bogod 1999)

Autor leiab, et pereettevõtetel on rohkem positiivseid omadusi kui negatiivseid. Ettevõtte tugevuseks on kindlasti ettevõtte pikaajalisus. Teadmisi pärandatakse põlvest põlve ja töötatakse toimivaid strateegiaid välja. Perekonnad on oma ettevõttega väga tihedalt seotud ja neil on neist väga raske loobuda ja seega üritavad nad rasketel aegadel raskustega toime tulla. Pereettevõtete eeliseks on iseseisvus, sest nad on harjunud hakkama saama oma oskuste ja teadmistega. Pereettevõtted on klientide jaoks usaldusväärsemad ja seega on ka kliendid palju lojaalsemad, sest pereettevõtted tekitavad klientidega väga häid suhteid ja suudavad neid hoida. Pereettevõtete jaoks on väga tähtis maine ja väärikus, ning sellega nad võivad klientide usalduse. Perekonna kultuur ja traditsioonid võivad küll pärssida arengut, aga samas võivad väga positiivselt mõjuda ja tagavad sellega stabiilsuse. Pereettevõttes on väga tugev ühtekuuluvustunne, sest kõik tegutsevad ühtsete eesmärkide nimel ja tunnevad seotust oma ettevõttega. Seoses sellega on nõus kõik osapooled rohkem ettevõttesse panustama ja pühenduma. Pereettevõttes on tihe suhtlus ja info liikumine väga kiire ja informatiivne. Üldjuhul on kõik ettevõtte osapooled ettevõtte tegemistega kursis ja tunnevad oma ettevõtet väga hästi.

Seoses väga tiheda seosega pere ja ettevõtte vahel võivad tekkida ettevõtte sees huvide konfliktid ja suhte probleemid. Loomulikult konfliktid võivad tekkida igas ettevõttes, aga pereettevõtte puhul tuuakse pere konfliktid ettevõttesse kaasa. Teiseks pereettevõtte nõrkuseks on autori arvates on ideede puudus, sest ettevõtet juhivad ühed ja samad isikud, kes ei pruugi olla piisavalt pädevad ja lennukate ideedega. Lisaks võivad olla

pereettevõtted liiga kinni oma traditsioonides ja ei pruugi olla piisavalt innovaatilised ning muutustele avatud. Pereettevõtete ainsaks eesmärgiks ei ole kasumi teenimine ja seoses sellega võivad ettevõtte tulemused olla paremad, kui ettevõtet juhiks keegi teine. Pereettevõttes ei pruugi olla kõike paika pandud – struktuur, tööjaotus on hägune, ebamäärased tasustamissüsteemid.

### **1.3. Pereettevõtte väärtuse hindamise eesmärk, hindamisprotsess ning eripärad**

Pereettevõtteid hinnatakse mitmel eesmärgil, neist populaarsemad: ettevõtte ost või müük, pensionile minek või pereliikmetele osakute/aktsiate müük, pärimine. (Schwerzler 2018) Osakute/aktsiate müügi jaoks hinnatakse ettevõtte väärtust just osakute või aktsiate väärtuse kehtestamiseks (Fernandez 2002: 23). Loomulikult soovivad ostjad maksta ettevõtte eest võimalikult vähe (Claesson *et al.* 2005: 10). Müüja jaoks on samuti hindamine tähtis, sest väärtus ütleb, mis on madalaim hind, millega müüja on nõus müüma (Fernandez 2002: 23). Õiglane turuhind on väärtus, millega müüja oleks nõus müüma ja ostja nõus ostma (Mendlowitz 2019).

Ettevõtte väärtuse hindamise meetod kirjeldab, kuidas ettevõtte loob ja esitleb ettevõtte väärtuse (Souza *et al.* 2018: 1). Nii saab väärtuse hindamisega koguda informatsiooni ettevõtte ajaloost ja arvutada võimalikke tulevikuprognose. Pereettevõttele on prognooside tegemine abiks, sest siis saab omanik/perekond murekohtadega tegeleda.

Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärgiks võib olla veel krediidi saamine, seaduslik vaidlus või maksukohustuse kindlaksmääramine (Dennis *et al.* 2008: 2). Lisaks eelnevalt nimetatule hinnatakse ettevõtte väärtust ka lahutusprotsessis ning investorite otsimiseks (FINH 2018). Vahel hinnatakse mitme ettevõtte väärtust korraga, et investoritel tekiks võrdlusmoment (Fernandez 2002: 23). Samuti on ettevõtte väärtust vaja hinnata strateegilise planeerimise tarbeks (Dennis *et al.* 2008: 3) ehk tehakse endale selgeks, milliseid tegevusi edasi teha, et ettevõtte väärtust tõsta (Fernandez 2002: 24).

Rundal (2016: 10) järgi võetakse ettevõtte väärtuse hindamine ette ka siis, kui restruktureeritakse ettevõtet, osanike/aktsionäride vahel on vaidlus, sõlmitakse

kindlustusleping, tehakse perekonnaseadusega seotud tehingud või on vajadus finantsraportite järele.

Ettevõtete hindamine on üldjuhul keeruline protsess ning pole lihtne saavutada objektiivset väärtust. Kindlasti peab arvestama ettevõtte ajaloo, tuleviku ja oleviku olukordadega ning samas hindama mittemajanduslikke väärtusi nagu ärikontseptsioonid, turuolukord ja tooted. (Claesson *et al.* 2005: 10) Pereettevõtete puhul on väärtuse hindamine osaliselt ka subjektiivne protsess (Dennis *et al.* 2008: 10), mis muudab objektiivse väärtuse andmise veelgi keerulisemaks. Ettevõtte väärtuse hindamisega on seotud ka mõningad objektiivsed probleemid (Kann ja Juhkam 2010).

Oma äri hindamine annab ülevaate ka võimalikele koostööpartneritele. Väärtuse hindamise meetod aitab pereettevõtte juhtidel aru saada põhilisest äri väärtustest. (FINH 2018) Paljude pereettevõtete jaoks on ettevõtte väärtuse hindamine kallis tegevus. Paljudel on ka vale arusaam, et kui väärtus on leitud, saab seda mitmel korral tehingute tegemiseks kasutada. Siiski pole kumbi eelnevatest seisukohtadest õige. Väärtust peaks hindama regulaarselt, mitte siis, kui mõni olukord seda nõuab. Enne väärtuse hindamist peab selgeks tegema, mida hinnatakse, milleks hinnatakse ja millal hinnatakse. (Schwerzler 2018) Seega on ettevõtte väärtuse mõistmiseks vaja selgeks teha väärtused ning nende hindamine.

Autor uuris ekspertidelt, miks soovivad pereettevõtted oma ettevõtet hinnata, et saada teada tegelikke põhjuseid, miks praktikas pereettevõtteid hinnatakse (vaata lisa 10 ja 11). Voitka (2019) sõnul on pereettevõtete puhul tüüpiliselt tegu väljastpoolt tulnud ülevõtmispakkumise kaalumise või osaniku väljaostuga. Vallaste (2019) arvates on hindamist vaja ettevõtte müügi korral, pereettevõtete puhul juhtub see tavaliselt pärijate tahtel ja Lepik (2019) lisas, et pereettevõtted soovivad oma ettevõtet hinnata omanike abielulahutuse pärast. Made (2019) lisas veel põhjusteks abiellumise ja põlvkondade vahetuse.

Väärtuse hindamine on kunst, mitte teadus, kuigi see saadakse arvutamise teel (Mendlowitz 2019). Kõigepealt tuleb selgeks teha ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk. Seejärel tuleb koguda kõikvõimalikud andmed, mis on vajalikud raporti kirjutamiseks ning väärtuse hindamiseks. (Dennis *et al.* 2008: 8)

Väärtuse hindamine on väga tehniline ala. Selleks, et pereettevõtte väärtuse hindamiseks õige meetod valida, on vaja kogemusi ja oskuseid. Kui lasta ettevõtte hinnata kellelgi muul peale oma ala eksperdi, võib ettevõtte omanikku oodata ees ebameeldivad üllatused. Selle vältimiseks tuleb end kurssi viia väärtuse hindamise raporti standardisuga, mis aitab samuti eksperdi otsimisel. (Dennis *et al.* 2008: 4)

Ettevõtte väärtuse hindamise järel koostatakse raport. Õigel raportil on sisukord, arvamuskiri, piiravate tegurite loetelu ning allkirjastatud sertifikaat. Kindlasti peab märgitud olema väärtuse hindamise eesmärk, millise meetodi abil seda tehakse ning meetodi lühitutvustus, ettevõtte kirjeldus ja ajalugu, omanike huvide kirjeldus, piirangud ning finantsanalüüs. (Dennis *et al.* 2008: 4-5)

Raportis kajastatavad dokumendid on näiteks ettevõtte andmed, varustus, ostumüügilepingud, eelarved ja prognoosid, klientide ja müüjate nimekirjad, detailed ajakavad, laenude ja liisingute koopiad, kompensatsioonid, immateriaalne vara jpm. Kogutud andmete põhjal saab määrata esialgse ettevõtte väärtuse, mis põhineb olemasolevatel arvulistel andmetel ja andmetel, mis esialgselt ei ole arvulised (ettevõtte maine, kaubamärk, turuosa, klientuur, tarnijad jne). Pärast esmast ettevõtte väärtuse hindamist analüüsitakse tulemust ning vajadusel toimub ettevõtte väärtuse korrigeerimine. (Dennis *et al.* 2008: 8)

Ettevõtete väärtuse hindamise protsessil on kindlad osad (Pinto *et al.* 2010: 7-8).

- Ettevõtte äri mõistmine. Tööstusharu ja konkurentsianalüüs koos finantsaruannete analüüsi ja muu ettevõtte avaliku informatsiooniga.
- Tulemuslikkuse prognoosimine. Müügiprognoosid, kasumiproagnoosid, dividendiproagnoosid ja finantsprognoosid annavad lähteandmed hindamise meetoditele.
- Sobiva hindamismeetodi valimine. Sõltuvalt ettevõtte iseloomust ja hindamise kontekstist on mõned hindamismeetodid sobivamad kui teised.
- Prognooside muutmine hinnanguteks. Selle asemel, et saada hindamismeetodite tulemusi mehaaniliselt, kaasab väärtuste hindamine ka arvamuse.

- Hindamisel saadud järelduste rakendamine. Järeldusi saab kasutada selleks, et teha ettepanekuid konkreetset turul, avaldada arvamust äritehingute hinna kohta või hinnata investeeingu võimalikku väärtust.

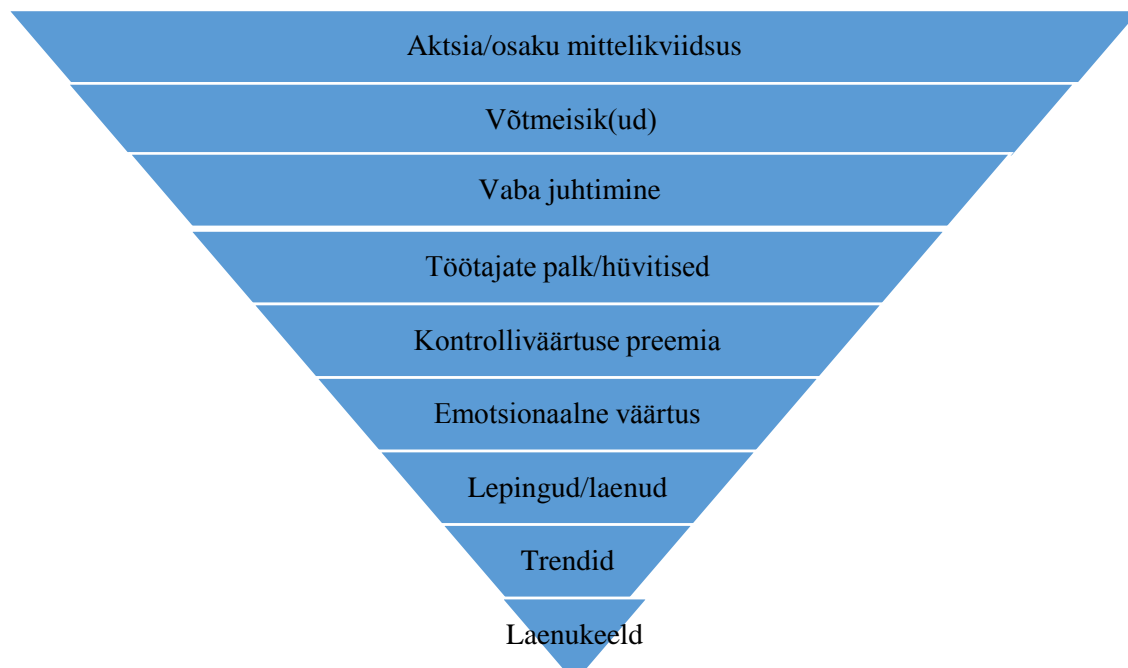
Schwerzler (2018) rõhutab, et pereettevõtete hindamisel peab arvestama kindlasti järgmiste teguritega:

- osaline huvi kolmes allsüsteemis;
- ettevõtte väärtuse vähenemise suurus;
- pereettevõtte väärtuse hindamine peab olema dokumenteeritud;
- dividendide regulaarne maksmine;
- ettevõtte ajalugu;
- tugevused, kogemused ja kontrolli omava peamise partneri ja/või juhatuse liikme omakapitali ulatus.

Ettevõtte väärtuse vähenemise suuruse all on mõeldud kõikide pereettevõtte väärtust vähendavate tegurite suurus. Pereettevõtteid mõjutavad erinevad tegurid, mis on toodud joonisel 4 ning kirjeldatud allpool.

Ettevõtluses tuleb otsida ettevõtte osasid, mis muudavad selle edukaks. Pereettevõtetel puudub pidev kohustus enda varasid hinnata ning seetõttu ei ole tingimata kursis ettevõtte väärtusega (FINH 2018), mida võib pidada pereettevõtte hindamise eripäraks. Pereettevõtte väärtuse hindamisel tuleb kaaluda mõningaid korrigeerimisi, eriti kui kasutatakse diskonteeritud vabade rahavoogude meetodit (Kann & Juhkam 2010).

Pereettevõtte väärtust alandab aktsiate või osade mittelikviidsus. Börsil noteerimata aktsiate või osakutega kaasnevad aja- ning ressursikulu (juriidiline abi, raamatupidamine, hindamine). Müügiks kuluv aeg on pikem kui börsil noteeritud ettevõtetel ja ostajate ring on väiksem Sellisel juhul hindavad nende väärtuseid professionaalsed eksperdid ning hindamise protsess on üldjuhul subjektiivne. (Pike *et al.* 1988: 1) Siit saab järeldada, et noteerimata aktsiate või osakute puhul väheneb ettevõtte väärtus, kuna nõuab lisakulusid nende väärtuse määramisel.



**Joonis 4.** Pereettevõtte hindamist mõjutavad eripärad (autori koostatud).

Pereettevõttes on ka võtmeisikud, kelle lahkumisel kaotab pereettevõtte rahaliselt. Eksperdid üldjuhul uurivad, kas võtmeisik pereettevõttes eksisteerib ning milline oleks rahaline kahju nende lahkumise korral. (Claywell 2017) Võtmeisiku diskontot kasutatakse väärtuse hindamisel vaid siis, kui ettevõtte edukus sõltub ühest või kahest inimesest, kellela ettevõtte väärtus ning edukus saaks kahjustada. Võtmeisikul on üldjuhul klientidega head suhted ning omab tehnoloogilisi teadmisi, mis on ettevõttele olulised. Võtmeisiku lahkumine võib ettevõtte väärtust alla tuua kuni 25%. (Kann & Juhkam 2010)

Kuna pereettevõtte juhtimine toetub pigem lojaalsusele ja tihti ka mittefinantsilistele eesmärkidele, siis mõjutab ka see aspekt pereettevõtte väärtust (Claywell 2017). Kogenud eksperdid leiavad, et sellised motiivid ja eesmärgid pole kasumlikud ning arvestavad pereettevõtte väärtust kui potentsiaalse uue juhataja kontrolli all sellistel juhtudel väiksemaks (Gottlieb 2018). Vaba juhtimine võib ka pettusteni viia ning eksperdid arvestavad sellega kui riskiteguriga (Claywell 2017). Selline vaba juhtimine võib tõstatada ka formaalsuste küsimuse ehk kas formaalsete standarditega on pereettevõttes kõik korras. See hõlmab endas eelkõige dokumentide korrashoidu ning vajalike olukordade ning käikude fikseerimist. (Rundle 2016)

Kindlasti võib üheks eripäraks pidada pereettevõtete töötajaid ning nendele makstavaid hüvitisi/palka. Enamasti palgatakse pereliikmeid seetõttu, et nad on usaldusväärsed. Siiski võib palkamise põhjuseks olla ka kindlustunne, et ettevõtte saab edasi pärandatud. (Gottlieb 2018) Potentsiaalsed ostjad üldiselt uurivad, kas pereliikmed kvalifitseeruvad enda ametikohale, kui mitte, siis spetsialistid kajastavad ettevõtte väärtuse hindamisel suuremaid kulutusi, kuna kvalifitseeritud töötajaid ettevõtetes alles ei hoita (Claywell 2017). Samas võib pereettevõtte puhul olla ka rahavoos vastupidine olukord – töötatakse pikemalt ning tasustatakse vähem, mis muudab ettevõtte justkui väärtuslikumaks (Gottlieb 2018). Ekspertid vaatavad kaugemalt ka pereliikme baasmaksumusest. Näiteks kohandatakse palgafondimakse, hüvitisi ja erilisi hüvitisi. Hüvitiste seas võivad olla luksusautod, maaklubi liikmetasud või laenud, mille intressimäärad on allpool turul kehtivat intressimäära. (Claywell 2017)

Kontrolliväärtuse preemia mõjutab samuti ettevõtte väärtust. Osa isikutel on ettevõttes suuremad volitused, kuna saavad nii ettevõtte tegevust edendada. Neile makstakse suurendatud volituste eest kontrollipreemiat. Kontrolliõigust omavad aktsiad ja osakud on kõrgema väärtusega, kui lihtaktsiad ja -osakud, väärtuse vahe võib olla isegi 20-30%. (Kann & Juhkam 2010)

Pereettevõtte hindamisel tekib küsimus, kui palju on selle väärtus kui seda ei kavatseta tegelikult maha müüa. Milline oleks väärtus siis, kui pereettevõtte pärandatakse järgmisele põlvkonnale edasi. Pereettevõtte väärtus ei koosne vaid rahalisest väärtusest, vaid ka emotsionaalsest väärtusest. (Zellwegger 2006: 28) Seega eelnevale toetudes võib väita, et ettevõtte väärtus ei koosne ainult selle rahalisest väärtusest ja hüvedest, nagu seda eeldab traditsiooniline finantsteooria, vaid väärtust mõjutavad ka emotsionaalsed tegurid. Emotsionaalsetele tegurite negatiivse või positiivse võtme annab pereettevõtte omanik ise. (Astrachan ja Jaskiewicz 2008: 139) Seetõttu on hindamise eripäraks kindlasti see, et peab väärtuse subjektiivsust arvestama, mis pole kunagi täpne (Claesson *et al.* 2005: 9). Pereettevõtte hindamiseks on vaja spetsialiste, kuna pereettevõtet on raskem müüa kui teisi ettevõtteid. Pereettevõtte pole nii likviidne ning omab ettevõtte väärtust vähendavaid tegureid. (Schwerzler 2018) Samuti tuleb arvestada mainega ning kohustustega, mis ei kajastu samuti bilansis. Seega tuleks

väärtuse hindamisel eelkõige erinevaid meetodeid kombineerida. (Claesson *et al.* 2005: 10)

Väärtuse hindamisel tuleb kindlasti uurida, kas pereliikmetel on pereettevõttega ka muid seoseid, näiteks rendilepingud, tarnelepingud ja pereliikmega seotud laenud. Kogenud eksperdid teavad selliseid aspekte uurida. (Gottlieb 2018) Kui pereliikmetele müüakse tooteid alla turuhinna, siis pereettevõtte väärtuse hindamisel tuleb rahavoogu selle võrra ka vähendada (Claywell 2017).

Eestis kehtib teatud juhtudel omanikele antavate laenude puhul laenukeeld. Äriseadustiku (edaspidi ÄS) § 159 sätestab osaühingu laenukeelu alused, mille kohaselt ei tohi osaühing anda laenu oma osanikule, kelle osa esindab rohkem kui 5 protsenti osakapitalist; oma emaettevõtja osanikule, aktsionärile või liikmele, kelle osa või aktsiaga on esindatud rohkem kui 5 protsenti emaettevõtja osa- või aktsiakapitalist; isikule osaühingu osa omandamiseks ega oma juhatuse ega nõukogu liikmele ega prokuristile. Osaühing ei tohi tagada ka nende isikute laenusid. ÄS § 159 lg 2 kohaselt võib tütarettevõtja anda laenu oma emaettevõtjale või emaettevõtja aktsionärile, osanikule või liikmele, mis moodustab tütarettevõtjaga sama kontserni, kui sellega ei kahjustata osaühingu majanduslikku seisundit ega võlausaldajate huve, kuid laenu ei tohi anda osaühingu omandamiseks.

Eraldi käsitleb ÄS laenukeeldu ka aktsiaseltside puhul. ÄS § 281 järgi ei tohi aktsiaselts anda laenu oma aktsionärile, kelle aktsiaga on esindatud rohkem kui 1 protsent aktsiakapitalist; oma emaettevõtja osanikule, aktsionärile või liikmele, kelle osa või aktsiaga on esindatud rohkem kui 1 protsent emaettevõtja osa- või aktsiakapitalist; isikule aktsiaseltsi aktsiate omandamiseks; oma juhatuse ega nõukogu liikmetele ega prokuristile. Sarnaselt osaühingule, ei tohi ka aktsiaselts tagada eelnimetatud isikute laenusid ning tütarettevõtjate kohta kehtivad ka samad tingimused nagu osaühingu puhul. Nii osaühingu kui ka aktsiaseltsi puhul pole seadus laenukeeldu sätestanud osanike ega aktsionäride pereliikmetele, kui nad ei vasta eelnimetatud paragrahvides loetletud tingimustele.

Lisaks eelnevalt nimetatule on pereettevõtete väärtuste hindamine mõjutatud ka majanduslike trendide poolt. Majanduslikele trendidele on haavatavamad need

pereettevõtted, mis toetuvad tarbijate nõudlusele. Mingil määral mõjutavad pereettevõtte väärtust ka regulatsioonid ja turupositsioon (hinnapoliitika ja klientide mitmekesisus). Immateriaalne vara, nagu nimi ja maine, kliendibaas ja oskuslikud töötajad, kasvatavad samuti ettevõtte väärtust. (Dennis *et al.* 2008: 9)

Samas väidab Ballwieser (2017: 1), et tegelikult pole pereettevõtete väärtuse hindamisel eripärasid. Tema arust tekivad eripärad siis, kui pereettevõtet hinnatakse tihti ning oleneb sellest, mida käsitletakse väärtust andvate teguritena. Vaatamata sellele on töö autor seisukohal, et pereettevõtte väärtuse hindamisel tuleb arvestada eelnimetatud tingimuste ja võimalike mõjutajatega iga meetodi kasutamisel.

#### **1.4. Pereettevõtte väärtuse hindamise meetodid**

Pereettevõtete väärtuste hindamine on keeruline erinevatel põhjustel, olenevalt ka meetodi kasutamisest ja hindamise eesmärgist. Pole olemas ainsat õiget meetodit. Seetõttu on vajalik erinevaid meetodeid eristada. Mõningate väärtuste hindamiste puhul on isegi kuupäev oluline. (Mendlowitz 2019) Üldiseid hindamismeetodeid on väga palju ning erinevad ettevõtted kasutavad erinevaid meetodeid. Mõned meetodid sobivad rohkem väikeettevõtete jaoks, mõned meetodid rohkem suureettevõtete jaoks. (Claesson *et al.* 2005: 10)

Paljudel meetoditel on siiski puudused täpse ettevõtte väärtuse arvutamiseks. Osa neist ei kasutata üksi, vaid kombineeritult teisega. Ettevõtte väärtuse tõstmiseks on oluline kogemus, tööstuslikud teadmised, sisetunne ja eelkõige pereettevõtte teadmised ja kogemused. (Claesson *et al.* 2005: 41) Segameetod ehk mitme meetodi kasutamine on Euroopas väga levinud (Fernandez 2002: 21).

Meetodi valikul oskavad hindamiseksperdid anda nõu, milline ettevõtte hindamise meetod konkreetse ettevõtte jaoks kõige paremini sobib. Näiteks pereettevõtete hindamisel kasutatakse valdavalt vaid paari meetodit. (FINH 2018) Üldjuhul kasutavad enamik eraettevõtteid netoväärtuse meetodit ja tulupõhist meetodit (Claesson *et al.* 2005: 10). Igal meetodil on erinevad reeglid ja seega võivad ka väärtused varieeruda (Mendlowitz 2019). Granata ja Chirico (2010: 344) järgi on ettevõtete hindamiseks on mitmesuguseid lähenemisviise, näiteks rahavoogude diskonteerimise meetodid,

kasumiaruannetel põhinevad meetodid ning harva kasutatavad bilansipõhised ja ettevõtte maine põhised meetodid. Bilansipõhine meetod on varade väärtusele keskenduv meetod (Kann & Juhkam 2010). Ettevõtte maine on loodud pika aja jooksul, mis loob klientides usalduse ning selline ettevõtte omab ka rohkem kontakte. Sellel on oma rahaline väärtus, mida kajastatakse ettevõtte väärtuse arvutamisel. (Toppr 2018) Vaba rahavoo hindamise meetod on kõige populaarsem (Ballwieser 2017: 1). Järgnevalt on töö autor ettevõtte hindamise meetodeid kirjeldanud.

Kõige enam on hindamismeetodeid jagatud järgmiselt (Feldman 2005: 45).

- Varade väärtusel põhinev meetod. See meetod tuvastab esmalt ettevõtte materiaalsed ja immateriaalsed varad ning väärtused. Nende väärtuste summa võrdsustatakse ettevõtte maksumusega. Sobib ettevõtetele, mille põhilise väärtuse moodustavad tema varud või bilansis kajastatud patendid ja litsentsid, samuti ettevõttele, mis rendib kinnisvara.
- Tulupõhised meetodid. Need meetodid toovad hindamise eesmärgil esile ettevõtte rahavood mingi kindla aja vältel, leiavad nende nüüdiseväärtuse ning summeerivad selle, et leida ettevõtte väärtus.
- Turuväärtusel põhinevad meetodid. See meetod leiab esmalt ettevõtteid, mis on hinnatava ettevõttega võrreldavad. Iga võrdluses oleva ettevõtte kohta arvutatakse selle turuhinna ja tulu või kasumi suhe. Arvutatakse suhete keskmine ja/või leitakse nende mediaanväärtus. Sellisel juhul on hinnatava ettevõtte väärtus võrdne vastavalt võrreldavate ettevõtete tulu või kasumi keskmise- või mediaanväärtuse ning hinna ja kasumi suhte ja hinnatava ettevõtte kasumi korrutisega.

Varade realiseerimisväärtus. Ettevõtte väärtus saadakse kui varade realiseerimisväärtusest lahutatakse maha varade realiseerimisega seotud kulutused. Seda kasutatakse ka mittetegutseva ettevõtte väärtuse hindamisel. (Kann ja Juhkam, 2010) Varade realiseerimisväärtust kasutatakse, ka kui ettevõtte on vaja likvideerida. Neto realiseerimisväärtusega seotud hindamine keskendub ainult ettevõtte materiaalsele väärtusele. See on eriti kasulik transpordiettevõtetele, põllumajandusettevõtetele või inseneritöid tegevatele ettevõtetele, kellel on olulisi investeeringuid tehastes ja

seadmetes, kuid ignoreerib mittemateriaalseid varasid, nagu näiteks maine. (FINH 2018)

Varade raamatupidamisväärtus. Raamatupidamisväärtus on raamatupidamislik mõiste varade ja kohustuste suhtest. Immateriaalne vara jääb üldjuhul sellest arvestusest välja. Tavaliselt on bilansis kajastatud varad amortiseeritud soetamisväärtuses ja ettevõtte väärtus ei ole otseselt seotud varade soetamisväärtusega, seoses sellega kasutatakse seda meetodit harva. (Dennis *et al.* 2008: 6) Claesson'i jt (2005: 11) järgi pole nii-öelda bilansi arvutuslik väärtus üldjuhul sama, mis päris väärtus. Seega peab arvutatud väärtust kohandama.

Netoväärtuse meetod on enimkasutatud meetod, millega hinnatakse tihti väiksemaid eraettevõtteid või pereettevõtteid. Netoväärtuse meetod kajastab omakapitali väärtust ja kindlaksmääratud hinda, mis baseerub raha vahetamisel. Selle meetodi kasutamisel alustatakse bilansist, mille eesmärgiks on leida ettevõtte varade ja kohustuste tõeline väärtus. (Claesson *et al.* 2005: 10). Selle arvutamiseks lahutatakse varadest kohustused ja saadaksegi omakapitali väärtus. Seega võib netoväärtuse meetodit võtta kokku valemiga 1. (Claesson *et al.* 2005: 11)

(1)

*Varade tegelik väärtus –  
Kohustuste tegelik väärtus (muudatustega või ilma) =  
Netoväärtus (Muudetud Omakapital)*

Netoväärtuse meetodi nõrkus on see, et eelnimetatud meetod ei arvesta lisaväärtusi, mida ettevõtte vara juurde loob. Meetod nõuab ka teavet tegelike väärtuste kohta, mida aastaaruannetest ei leia. Kui ettevõttel on immateriaalset vara, siis see raskendab hindamise protsessi. Raske on määrata immateriaalse vara tegelikku väärtust ning seetõttu peab kirja panema eeldatava väärtuse. (Claesson *et al.* 2005: 11) Seetõttu on pereettevõtte hindamisel seda meetodit raske kasutada, kuna pereettevõttes on mitmeid aspekte, millel on subjektiivsed väärtused. Järgnevalt on toodud tulupõhised meetodid.

Kasumipõhine meetod. See meetod sobib eelkõige väiksemate ettevõtete väärtuste hindamiseks. Alustatakse ettevõtte kasumi ja kahjumi mõõtmisest, et määrata 'kindel kasum', mis on kui ettevõtte eksisteerimise ajal loodud väärtus. (Claesson *et al.* 2005:

12) Kasumipõhine meetod tähtsustab ettevõtte oletatavat sissetulekut või rahavoogu potentsiaalse investori poolt (Dennis et al. 2008: 10). Püsiva kasumi arvutamisel kasutatakse tavaliselt viimase aasta puhaskasumi kaalutud keskmist. Puhaskasumit korrigeeritakse kasumit mõjutavate erakorraliste objektide puhul. (Claesson et al. 2005: 13) Teatud perioodi majandusliku kasumi arvutamiseks peab seega olema arvesse võetud kõik kapitali kaasamisega seotud kulud k.a. omanike poolt ettevõttes hoitavalt kapitalilt nõutav tulu, millest viimane traditsioonilistes finantsaruannetes ei sisaldu. Selle arvutamiseks tuleks seega võtta ettevõtte maksujärgne ärikasum ning sellest lahutada kõigi kapitaliallikatega seotud kapitalikulud (k.a. omakapitali kulud). Ülaltoodust tulenevalt võime majanduslikku kasumit arvutada järgneva valemiga 2 (Kaljo 2014: 9-10):

$$(2) \text{ Majanduslik kasum} = \text{NOPLAT} - \text{Kapitalikulud}$$

$$\text{Majanduslik kasum} = \text{NOPLAT} - (\text{IC} * \text{WACC}),$$

kus *NOPLAT* – ärikasum korrigeeritud maksukuluga (eurot),

*IC* – investeeritud kapital (eurot),

*WACC* – kapitali kaalutud keskmine hind (%).

Ülaltoodud majandusliku kasumi valemi saab avaldada ka alljärgnevalt valemiga 3, kus *NOPLAT* on asendatud investeeritud kapitali ja selle tootluse korrutisega (Kaljo 2014: 9-10):

$$(3) \text{ Majanduslik kasum} = (\text{IC} * \text{ROIC}) - (\text{IC} * \text{WACC})$$

$$\text{Majanduslik kasum} = \text{IC} * (\text{ROIC} - \text{WACC}),$$

kus *ROIC* – tootlus investeeritud kapitalilt ehk *NOPLAT* / *IC* (%).

Suhteline väärtus. Ettevõtte väärtuse hindamiseks võrreldakse ettevõtet teiste sarnaste ettevõtetega. Väärtus leitakse sarnaste ettevõtete keskmise väärtuse abil. (Kann ja Juhkam 2010)

Levinumateks väärtuse suhtarvudeks on (Claesson et al. 2005: 14):

- aktsia hind / puhaskasum aktsia kohta,
- ettevõtte väärtus / ärikasum,
- ettevõtte väärtus / ettevõtte loodud raha,
- ettevõtte väärtus / realiseerimise netokäive.

Turuväärtuse hindamise meetod on meetod, kus võetakse aktsiate või osakute väärtuseks turul kehtiv hind (Rundal 2016: 8). Õiglane turu väärtus on kui väärtus, mis hinnaga oleks ostja nõus ostma ja müüja nõus müüma, võttes arvesse kõiki teadaolevaid aspekte. Paljud eksperdid kasutavad just seda väärtuse hindamise meetodit. (Dennis *et al.* 2008: 6-7)

Andmeid kogutakse sarnastelt ettevõtetelt ja hindaja kohandab andmed hinnatava ettevõtte ja võrreldava ettevõtte vahel (Claesson *et al.* 2005: 14). Ükski teine ettevõtte pole esialgsega niivõrd sarnane, et andmeid saab üks-ühele võrrelda, seetõttu peaks ekspert olema võimeline selgitama, miks ta arvab, et teatud tegur on sama ning on kahe ettevõtte vahel võrreldav (Dennis *et al.* 2008: 11).

Võrreldavate tehingute meetod on oma lihtsusastmelt võrreldav bilansis kajastuvate varade väärtusel põhinevate meetoditega, kuid see võib anda märkimisväärselt adekvaatsemat tulemust. See meetod võtab ettevõtte väärtuse hindamisel aluseks hiljuti sarnaste ettevõtetega toimunud tehingute hinna. Samas võib selle meetodi rakendamine olla problemaatiline kui ei omata piisaval hulgal vajalikku informatsiooni. (Zirnask 2008: 126) Eestis on raske leida piisavat arvu võrreldavaid ettevõtteid, mille info oleks kättesaadav (Kann ja Juhkam 2010).

Turumeetodi puhul kasutatakse suhtarve, näiteks  $P/E$ ,  $P/B$ ,  $P/S$ ,  $EV/sales$  ja  $EV/EBITDA$  (Talpsepp 2018). Kui vara turuväärtust ei ole võimalik tuvastada, on lubatud alternatiiviks amortiseeritud asendusmaksumuse leidmine või tulumeetod. Selline olukord võib tekkida, kui vara on väga spetsiifiline ning vara ostu-müügi tehinguid toimub harva või ainult äritegevuse müügi raames. Amortiseeritud asendusmaksumuse puhul tuvastatakse vara allesjäänud kasulik eluiga ja vara asendamise soetusmaksumus ning nendele andmetele tuginedes leitakse vara õiglane väärtus. Üldjuhul rakendatakse suhteliselt uute väikeettevõtete puhul, mille tegevus on kergesti asendatav. (Zirnask 2008: 125)

Varade turuväärtuse meetod sobib ettevõtte väärtuse hindamiseks siis, kui (Zirnask 2008: 124):

- hinnatõus on muutnud ettevõtte varad äärmiselt hinnaliseks;

- ettevõtte senine kasum on põhinenud suuremalt jaolt omanikel, kes pärast müüki töölt lahkuvad;
- on põhjust arvata, et ettevõtte tuleviku väljavaated on suures ohus;
- ettevõtte korrigeeritud kasumiaruanded näitavad aastate arvestuses kahanevat või väga heitlikku kasumit.

*NUTDEL* meetod. *NUTDEL* rootsikeelne lühend fraasist 'nuvärdet av framtida utdelningsbara medel', mille võib tõlkida kui 'tulevaste jaotatavate tulude nüüdisväärtus' (Claesson *et al.* 2005: 12).

*NUTDEL* meetodit kasutades saab hinnata põhimõtteliselt kõikide ettevõtete väärtuseid. Eelkõige sobib eelnimetatud meetod teenindusvaldkonna ettevõtetele, kuna arvestab inimressursi suutlikkust ja tulemusi. Selle meetodi abil antakse väärtuse leidmiseks intervall. Selle meetodiga on ettevõtte väärtuseks kõigi tulevaste dividendide nüüdisväärtus. Meetodiga hindamine jaguneb kolmeks etapiks (Claesson *et al.* 2005: 12).

- Analüüs, milles uuritakse ettevõtte ajaloolist arengut, analüüsides eelnevaid bilansse ja kasumiaruandeid. Annab tulevase arengu hindamise baasi ning selles etapis analüüsitakse näiteks ettevõtte positsiooni konkurentide seas, teavet äri tsükli ja toote elutsükli kohta, omanikke ning tulevast arengut.
- Prognoos, mille analüüsiprotsessi käigus kogutud teave annab aluse tulevase arengu prognoosile. Seda väljendatakse tavaliselt prognoositavates bilansis ja kasumiaruandes. Prognoos peaks üldiselt koosnema seitsme aasta pikkusest ajavahemikust. Tavaliselt tekib optimistlik, normaalne ja pessimistlik stsenaarium, et olla kindel, et kõik võimalikud tulemused on teada ja riskid võimalikult minimaalsed.
- Arvutamine, mille käigus luuakse alternatiivsed stsenaariumid. Seda tehakse erinevate tulemuste näitamiseks erinevate tegurite muutmisel. Seepärast on lihtne näha, kuidas väärtus muutub, kui tegur muutub. Arvutamise tulemuseks on ettevõtte väärtus.

Autori arvates võib selle meetodi negatiivseks küljeks pidada seda, et tekib vähemalt kolm eeldatavat väärtust ning ei saavutata ettevõtte konkreetne väärtus, vaid väärtuste vahemik.

Diskonteeritud vaba raha meetod. Rundal (2016: 9) väidab, et diskonteeritud rahavoo (DR) meetod on kõige parem meetod pereettevõtete väärtuste hindamiseks. Claesson'i jt (2005: 12) järgi on seda meetodit hakatud laialdaselt kasutama, kuna sobitub nii väikeste kui ka suuremate ettevõtetega ning on vastavuses turuväärtusega. Diskonteeritud rahavoogude meetod kajastab äri vaba rahavoogu (FINH 2018), DR meetod põhineb kõigi tulevaste rahavoogude nüüdisväärtuste summal (Claesson *et al.* 2005: 11).

Diskonteeritud rahavoogude meetod kasutab ettevõtte väärtuse hindamiseks vaba rahavoogu (FINH 2018), mis tähendab omanike, võlausaldajate või teiste investorite rahavoo arvestamist (Koller *et al.* 2010: 104). Ettevõtte väärtusest arvestatakse maha rahavoo nõuded (võlg) ning muud kapitalivälised investeeringud. Sinna hulka kuuluvad võla ekvivalendid (nt kasutusrent ja rahastamata pensionikohustused) ning hübriidväärtpabeid (nt vahetusvõlakirjad ja töötajate optsioonid). Kapitali hindamise mudelid arvestavad ainult omanike nõudeid. Nii saab väärtust arvutada kahte moodi – ettevõtte väärtusena või omanike väärtusena. Kuigi mõlemad meetodid annavad põhimõtteliselt sama tulemuse, siis on omanike meetodit raske rakendada, kuna kapitali rahavoo sobitamine õige kapitali liigiga on keeruline. Seega soovitavad Koller jt (2010: 104-105) esmalt arvutada ettevõtte väärtus ning sellest võlg eraldi maha arvestada.

Kui ettevõtte rahavood suurenevad ja riskid vähenevad, siis suureneb ka ettevõtte väärtus. Finantsalased teadusartiklid viitavad sellele, et pereettevõtet saab hinnata rahavoogude abil või erihüvitiste, mis eksisteerivad kontsentreeritud omanike olemasolul või abil. (Zellweger *et al.* 2012: 852)

Diskonteeritud rahavoogude meetod on parim ettevõtetele, millel on prognoositavad rahavood ja kindlaksmääratud eluiga. Selle meetodi üheks selgeks puuduseks mõnede ettevõtete jaoks on see, et pikaajaliste eelarvete koostamine on keeruline. (FINH 2018) Samas ei soovitata kasutada pikemat kui kümneaastast perioodi. Ainuke reegel, mida tuleb jälgida, on see, et rahavoo tuleb perioodi sees püsivaks saavutada, kuid mida

kaugemale tulevikku prognoos ulatub, seda ebatäpsemaks kalkuleeritud rahavoog muutub. (Claesson *et al.* 2005: 11)

DCF rakendamiseks kasutatakse neljaastmelist protsessi (Koller *et al.* 2010: 105-106):

1. ettevõtte tegevust hinnatakse diskonteeritud rahavoo keskmise kapitalimaksumuse põhjal;
2. otsitakse ettevõtte nn seisvat vara, näiteks turustatavaid tagatisi, konsolideerimata tütarettevõtteid ja muid omakapitali investeeringuid;
3. tuvastatakse ja hinnatakse ettevõtte võlad ja nõuded ettevõtte vastu;
4. võlgade ja nõuete summa arvestatakse ettevõtte väärtusest maha.

Üldiselt on ettevõtte väärtuseks võla turuväärtuse ning omakapitali turuväärtuse summa (Koller *et al.* 2010: 799), mida illustreerib valem 4.

$$(4) \quad V = D + E,$$

kus  $V$  – ettevõtte väärtus (eurot),

$D$  – ettevõtte koguvõlg (eurot),

$E$  – omakapital (eurot).

Ettevõtte väärtuse lahti kirjutamisel saame aga keerulisema valemi, millega ettevõtte väärtust vaba rahavoo (FCF) meetodiga arvutada (Koller *et al.* 2010: 802). Antud juhul diskonteeritakse ettevõttele suunatud vabad rahavood (FCFF) kaalutud keskmise kapitali kulukuse määraga (WACC) saades niiviisi ettevõtte kui terviku väärtuse ( $V$ ).

Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatakse järgmist valemit 5:

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

kus FCFF – ettevõttele suunatud vabad rahavood (eurot)

$t$  – periood (arv).

Seega on näha, et ettevõtte väärtus on sisuliselt võrdne tulevikus tekkivate vabade rahavoogude diskonteeritud väärtusega, diskontomääraks on kaalutud keskmine kapitali hind. WACC leitakse valemiga 6 ehk laenukapitali ( $D$ ) ja omakapitali ( $E$ ) osakaalude summana, korrutades need läbi laenukapitali ja omakapitali hinnaga (Koller *et al.* 2010: 802):

$$(6) \quad WACC = \frac{D}{D+E} * k_D + \frac{E}{D+E} * k_E,$$

kus  $k_D$  – laenukapitali hind (%),

$k_E$  – omakapitali hind (%).

WACC ehk kapitali kaalutud keskmine hind on tulumäär, mida ettevõtte eeldatavasti keskmiselt maksab kõigile oma finantseerijatele (nii osanikud või aktsionärid kui ka võlausaldajad). Kaalutud keskmise kapitali hinna jaoks on vaja leida omakapitali kulukuse määr. Selle arvutamiseks saab kasutada järgnevat valemit 7 (Koller jt, 2010, lk 772):

$$(7) \quad k_E = R_F + \beta_i * RP_m,$$

kus  $R_F$  – riskivaba tulunorm (%),

$\beta$  – finantsvõimenduseeta beetakordaja (arv),

$RP_m$  – tururiskipreemia (%).

Jätkuväärtuse (*continuing value*) arvutamise valem on järgmine (Koller *et al.* 2010: 113):

$$(8) \quad V_{const} = \frac{NOPLAT_{T+1} * (1 - \frac{g}{ROIC_1})}{WACC - g}$$

kus  $g$  – NOPLATi oodatav kasvumäär.

Diskonteeritud vaba rahavoo alusel saab arvutada ettevõtte väärtust ka majandusliku kasumina, mis tähendab omakapitali korrutist ROIC (investeeritud kapitali tootlikkus) ja WACC vahega, mille saame arvutada valemiga 9 (Koller *et al.* 2010: 792-793).

$$(9) \quad V = Investeeritud\ kapital_0 + \frac{Majanduslik\ kasum}{WACC - g}$$

Selle valemi kohaselt võrdub ettevõtte väärtus oma investeeritud kapitali raamatupidamisväärtusega, millele lisandub kogu tulevase majandusliku kasumi nüüdiseväärtus. Kui tulevane majanduslik kasum on eeldatavasti null, võrdub ettevõtte tegelik väärtus selle raamatupidamisväärtusega. Lisaks, kui tulevane majanduslik kasum on eeldatavasti väiksem kui null, peaks ettevõtte väärtus olema investeeritud kapitali raamatupidamisväärtusest väiksem. (Koller *et al.* 2010: 792-793)

DCF võib olla ka sama, mis diskonteeritud majanduslik kasum. Ettevõtte väärtus on võrdne investeeritud kapitali raamatupidamisväärtusega, millele liidetakse kõik tulevased majanduslikud kasumid. Väärtuse õigesti arvutamiseks tuleb arvutada ka investeeritud kapitali eelneva aasta majanduslik kasum, mille arvutamiseks kasutatakse valemit 10. (Koller *et al.* 2010: 796-797)

$$(10) V = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{majanduslik kasum}_t}{(1+WACC)^t},$$

kus  $IC_0$  – investeeritud kapital (eurot).

Emotsioone arvestav üldväärtuse arvutamise meetod. Pereettevõtte omanikud mõjutavad oma ettevõtet enda mitterahaliste eesmärkidega, mille kaudu saab ka ettevõtte väärtust hinnata. Seega tuleb arvestada tagasisaadud raha ning mitterahalisi tegureid ning kulusid, mille kaudu saab arvutada ettevõtte üldväärtuse ( $TV$ ) (Astrachan ja Jaskiewicz 2008: 143):

$$(11) TV = FV + EV$$

$$TV = DCF + DFPB + (ER - EC),$$

kus  $TV$  – ettevõtte üldväärtus (eurot),

$FV$  – rahaline väärtus (eurot),

$EV$  – emotsionaalne väärtus (eurot),

$DCF$  – diskonteeritud rahavoog (eurot),

$DFPB$  – diskonteeritud rahalised hüved (eurot),

$ER$  – positiivsed emotsioonid (eurot),

$EC$  – negatiivsed emotsioonid (eurot).

Eelnevas valemis tähistab  $TV$  ettevõtte üldväärtust. Üldväärtus on sõltuv pereettevõtte omakapitalist, mis lisab rahalise väärtuse ( $FV$ ) ja emotsionaalsed väärtused ( $EV$ ). Üldväärtus on finantstermin, mida saab avaldada rahalise ühikuga. Rahalise väärtuse saab veel omakorda lahti kirjutada ehk  $FV$  hõlmab endas diskonteeritud rahavoogu ( $DCF$ ) ja diskonteeritud rahalisi hüvesid ( $DFPB$ ).  $EV$  on ettevõtte poolt loodav emotsionaalne väärtus, mida arvutatakse positiivsete ( $ER$ ) ja negatiivsete ( $EC$ ) emotsioonide vahena.  $ER$ -i võib tõlgendada kui ettevõtte eesmärkide saavutamist, perekondlikke suhteid, hariduslikke võimalusi, ühtekuuluvust, iseseisvust jne.  $EC$  tähistab emotsionaalset kulu ettevõtte omanikule, mille näiteks võivad olla ettevõtte eesmärkide saavutamata jätmine, halvad perekondlikud suhted, väärtuste erinevused, konfliktid, kohustused, vaba aja vähenemine. (Astrachan ja Jaskiewicz 2008: 143)  
Autor koostas meetodite võrdluseks tabeli 3.

**Tabel 3.** Ettevõtete väärtuste hindamise meetodite võrdlus

	Meetod	Kas sobib pereettevõtte väärtuse hindamiseks? +/-	Suurim pluss	Suurim miinus
Varade väärtusel põhinevad meetodid	varade realiseerimisväärtus	-	saab pärimisel kasutada (ka mittetegutseva ettevõtte puhul)	puudub
	emotsioone arvestav üldväärtuse arvutamise meetod	+	arvestab mitterahalisi tegureid, ka emotsioonide väärtust	emotsioonide väärtuse tähendus sõltub ettevõtte omaniku arvamusest
	varade raamatupidamisväärtus	-	lihtne vara hindamise meetod	ei arvesta immateriaalset vara
	netoväärtuse meetod	+/-	arvestab immateriaalse vara väärtust	ei arvesta lisaväärtusi, mida ettevõtte vara juurde loob
Tulupõhised meetodid	kasumipõhine meetod	+	mõõdab kasumi ja kahjumi	tähtsustab oletatavat sissetulekut
	<i>NUTDEL</i> meetod	+	arvestab inimressurssi	annab liiga suure väärtuste vahemiku
	diskonteeritud rahavoo meetod	+	hinnatakse rahavoogusid	meetodi kasutamiseks peab pikalt ette prognoosima
Turupõhised meetodid	turuväärtuse meetod	+/-	kasutatakse turu hinda	puuduvad tehingud sarnaste ettevõtetega
	suhtelise väärtuse hindamise meetod	+/-	erinevad lahendused väärtuse hindamiseks	raske leida sarnaseid ettevõtteid

Allikas: autori koostatud.

Ükskõik millist meetodit ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutada, tulemuseks on subjektiivne ja ajas kiiresti muutuda võib number (Zirnask 2008: 121). Seetõttu on täiesti võimalik, et erinevate ekspertide hinnang võib olla kordades erinev.

Autori uurimuse käigus selgus (vaata lisa 10 ja 11), et hindajad kasutavad erinevaid meetodeid ja ei ole ühte kindlat meetodit, mida alati kasutatakse. Lepik (2019) sõnul hindamismeetodi valik ei sõltu ainult sellest, kas tegemist on pereettevõttega või mitte. Made (2019) toob välja, et meetodi valik sõltub sellest, mis on ettevõttele tegevusvaldkonna puhul iseloomulik. Vallaste (2019) ei lähtu hindamisel ainult osanike struktuurist ja töötajatest. Rohkem lähtutakse ettevõtte suurusest ja keskkonnast. Meetodi valik sõltub hindamise eesmärgist ja kas väärtuse leidmisel lähtutakse majandustegevuse jätkumisest või likvideerimisest. Peamisteks kasutatavateks meetoditeks on vara, sissetuleku ja turupõhised meetodid. Kasutatakse mitmeid meetodeid, mis sobivad hinnatava ettevõtte majandustegevusega ja kõige rohkem DCF meetodit.

Kokkuvõtlikult jagunevad ettevõtte väärtusi hindavad meetodid kolmeks: realiseerimisväärtuse baasil meetodid, raamatupidamisväärtuse baasil meetodid ja kasumipõhised meetodid. Eksperdid kasutavad praktikas ühe ettevõtte väärtuse leidmiseks mitut erinevat meetodit. Väärtuste hindamisel on populaarsemad tulupõhised meetodid, millest leiab enim kasutust diskonteeritud vaba rahavoo meetod. Nimetatud meetodit on kasutatud käesoleva lõputöö järgmises peatükis ettevõtte väärtuse hindamiseks.

## **2. KALEVIPOJA TURISMITALU OÜ VÄÄRTUSE HINDAMINE**

### **2.1. Kalevipoja Turismitalu OÜ tegevuse analüüs**

Käesolevas alapeatükis tutvustatakse magistritöö uuritavat objekti ja hinnatakse PESTLE analüüsiga välis- ja sisekeskkonna riske ettevõttele. Kalevipoja Turismitalu OÜ kohta on andmeid kogutud kolme paarisintervjuu<sup>1</sup> käigus ettevõtte omanikelt Terje Kärmas ja Matti Kärmas ja fookusgrupiintervjuu<sup>2</sup>, kus osalesid lisaks omanikele nende lapsed (vt lisa 10). Paarisintervjuude eesmärgiks on tutvuda Kalevipoja Turismitalu OÜ ettevõttega ja koguda täpsustavaid andmeid ettevõtte kohta, mida ei ole Kalevipoja Turismitalu OÜ majandusaasta aruannetes, mis aga on ettevõtte väärtuse hindamiseks tähtsad. Fookusgrupiintervjuu viiakse läbi eesmärgiga leida ideid, mis aitaks ettevõtte käivet suurendada.

Magistritöö uurimisobjektiks on Kalevipoja Turismitalu OÜ, mis on asutatud 10. märtsil 2007. aastal pereettevõttena. EMTAK klassifikatsiooni järgi (kood 55203) on tegemist majutusettevõttega, kus on olemas platsid telkide ja haagissuvilate jaoks ning laagrite korraldamise võimalus. Ettevõtte tegutseb Änkkülas Jõgeva vallas Jõgevamaal Kuremaa järve kaldal ja ei ole käibemaksukohustuslane. Ettevõtte omanikud ja juhatuse liikmed on asutajad Terje ja Mati Kärmas. Juhatuse tööd ettevõttes ei tasustata.

Turismitalule kuuluvad majutushooned, kus on kokku 110 voodikohta (Hinnakiri 2018):

- seminarimaja, kus on võimalik pidada väiksemaid koosolekuid ja töötubasid (mahutavus 20 inimest; voodikohti 15);
- peomaja, kus on võimalik pidada suuremaid üritusi (mahutavus kuni 100 inimest; voodikohti 14);

---

<sup>1</sup> Intervjueeritavate soovist lähtuvalt ei avaldata helisalvestisi ja üleskirjutusi avalikult.

<sup>2</sup> Fookusgrupi osalejate soovist lähtuvalt ei avaldata helisalvestisi ja üleskirjutusi avalikult.

- suur saunamaja, kus on võimalik pidada väiksemaid üritusi (mahutavus kuni 50 inimest; voodikohti 19);
- väike saunamaja (mahutavus kuni 20 inimest; voodikohti 12);
- kõigi mugavustega kämping, kus on kööginurk ja vannituba (voodikohti 7);
- 11 kämpingut (üks kolme voodikohaga ja kümme nelja voodikohaga).

Lisaks on neli katusealust koos laudade ja pinkidega, grillimiskohad, laste mänguväljak, sportimisala (võrkpalliplats ja korvpallirõngas), tunnisaun, kilesaun, pesemisruumid, suitsuahi, paadisild ja ujumissild. Lisaks majutusele laenutatakse soovijatele paate. Kõik hooned ja katusealused on varustatud elektriga.

Hetkel on tegutsemine sesoonne. Talvel on võimalik kasutada seminari-, pea- ja saunamaju, kuid puudub stabiilne klientuur. Kämpingud ei ole ehitatud talviseks kasutamiseks. Omanikud seisavad küsimuse ees, mida ja kuidas teha, et jätkuks kliente talviseks perioodiks. Suvisel ajal mõjutab külastatavust ilm. Ilusate ilmadega on suvistel nädalavahetusel enamus kompleksist broneeritud. Broneerimine käib hetkel e-maili ja telefoni teel. E-mailidele vastatakse õhtuti ja telefonile vastatakse päevasel ajal. Reklaami peale ettevõtte ei kuluta. Turismitalu teeotsas on suur plakat, et klientidel oleks lihtsam õiget teeotsa üles leida. Telekas, raadios ja teistes meediakanalatites ennast ei reklaamita. Kasutusel on vaid suust-suhu-turundus (*word-of-mouth marketing*).

Ettevõttel on kaks peamist sihtgruppi. Esimene sihtgrupp on seotud kämpingutega, mis on kasutatavad ainult suvisel perioodil ehk need ei ole köetavad. Selleks sihtgrupiks on noored pered, kes soovivad koos lastega loodusese puhkama tulla. Teine sihtgrupp on seotud peo ja saunamajadega, kus saab pidada suuremaid üritusi. Selle peamiseks sihtgrupiks on väike- ja keskmise suurusega ettevõtted, kes saavad oma töötajatele erinevaid üritusi korraldada (seminarid, suvepäevad ja teised ühisüritused). Siiani ei ole ettevõtte nendele sihtgruppidele reklaami teinud ega kuidagi teisiti neid kõnetanud. Ettevõtte on ise Kalevipoaja Turismitalu OÜ üles leidnud.

Omanike sõnul on ettevõtte peamine eesmärk pakkuda inimestele head elamust. Et kui inimene meenutab Kalevipoja Turismitalus oldud aega, läheb ta nagu naerule ja soovib seda kohta ka oma sõpradele ja tuttavatele. Ettevõtte tegeleb ka heategevusega

– kui on tegu lastega (laagrid), siis pakutakse teenuseid poole odavamalt. Omanikud leiavad, et ettevõtte tegutsemine on kasulik kogu kogukonnale ja aitab kaasa valla sünergiale. Ettevõtte omanikud leiavad, et nad saavad ettevõttest rohkem kui rahalist tulu. Kõikides tegevustes lüüakse kaasa ja tänu sellele on keha füüsis heas vormis. Kogu ettevõtte tegevus arendab loovust ja maandab pingeid. Saab nautida tööd värskes õhus kogu perega.

Järgnevalt on toodud ettevõtte müügitulu aastate lõikes (vt. tabel 4), mis on püsinud väga stabiilne - suurim kõikumine 2,10%. Müügitulu on olnud stabiilne, sest klientide arv on olnud aastate lõikes samamoodi stabiilne ja hindasid ei ole tõstetud. Omanikele on siiani selline tulu sobinud, sest siis ei ole ettevõtte ka käibemaksukohustuslane. Edaspidi plaanib ettevõtte hindasid tõsta ja sellega müügitulu suurendada.

**Tabel 4.** Kalevipoja Turismitalu OÜ müügitulu aastatel 2013-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Müügitulu	15 907	15 773	15 925	15 979	15 644

Allikas: Kalevipoja Turismitalu OÜ kasumiaruanne aastatel 2013-2017

Välis- ja sisekeskkonna riskide hindamiseks viiakse läbi PESTLE analüüs ehk poliitilised, majanduslikud, sotsiaalsed, tehnoloogilised, õiguslikud ja keskkonnavalised ohud ja võimalused ettevõtte jaoks (vaata tabel 5). Nagu eelnevalt selgus, opereerib ettevõtte Eesti turul. Selleks, et välja selgitada võimalikke väliskeskkonnast tulenevaid ohte ja eeliseid, tuleks eelkõige analüüsida Eestit, kuid samas pöörata tähelepanu ka üldisele makromajanduslikule olukorrale maailmas.

Makromajanduse analüütikud prognoosivad järgnevateks aastateks maailmamajanduse kasvu kiirenemist. Eeldatavasti on 2018. ja 2019. aastal majanduskasvuks 3,9%. Kasvu kindlustavad investeeringud, soodsad rahastamistingimused ja hõive kasv. Euroala majanduskasv püsib tugev, kuid prognoositakse kasvu aeglustumist. Aeglustumise põhjuseks tuuakse tööjõu nappust madala tööpuudusega riikides ja väiksemat investeerimisaktiivsust. Baasintressid (EURIBOR) muutuvad positiivseks alates 2020. aastast. 2020. aastaks tõuseb inflatsioon järk-järgult 1,7%ni. Inflatsiooni kiirendamise põhjuseks tuuakse positiivse SKP lõhe suurenemist ja leebet rahapoliitikat. (Rahapoliitika ... 2018: 30-31) Eelneva info ning eelkõige eratarbimise kasvu

prognoosi põhjal võib eeldada, et analüüsitava ettevõtte müügitulud suurenevad lähiaastatel. Eesti puhul prognoositakse 2018.-2019. aasta majanduskasvuks 3,5% ning 2020. aastal 2,5%. Majanduskasv aeglustumist peetakse loomulikus, sest vabu tootmisressursse on jäänud vähemaks. Kasvu aeglustumist mõjutavad ettevõtlussektori vähene investeerimine, ettevõtete ebakindlus poliitilise ja regulatiivse keskkonna suhtes. 2017 aasta lõpus oli tarbijahinnaindeksi kasv 4%, 2018 aasta alguses hakkas tarbijahindade kasv aeglustuma ja prognooside järgi on 2020. aastaks umbes 2%. Hinnakasvu kiireks põhjuseks oli kulude, eelkõige tööjõukulude kasv. (Rahapoliitika ... 2018: 26-27; 31)

**Tabel: 5.** PESTLE analüüs

	Mõjutavad tegurid	Kasu/kahju ettevõttele
Poliitilised	Eesti maksupoliitika korrigeerimine	Maksude suurenemisega tarbimine väheneb, sest hinnad kallinevad. Muutused poliitikas tekitavad tarbijates ebakindlust.
	Euroopa Keskpanga leebe rahapoliitika	
	Suured muutused poliitikas	
Majanduslikud	Eratarbimise kasv	Majanduslik kindlustunne tarbijate seas. Ettevõtte müügitulu suurenemine, mis on tingitud majandusliku olukorra paranemisest. Tarbijatel on võimalus vaba aja veetmiseks rohkem kulutada.
	Madal töötuse määr	
	Palkade kasv	
	Madalad intressimäärad	
Sotsiaalsed	Suurem tähelepanu sotsiaalsele vastutusele	Tarbijate teadlikkuse suurenemisega suureneb kvaliteetse teenuse pakkumise vajadus ja sotsiaalne vastutus.
	Suurem tähelepanu jätkusuutlikkusele	
	Tarbijate teadlikkuse suurenemine	
Tehnoloogilised	Broneerimissüsteemi vajalikkus	Uus broneerimissüsteem vähendab omanike ajakulu broneerimisega tegelemiseks. Klientidele kiirem ja mugavam süsteem broneerimiseks.
	Viisid suhtlemiseks	
	Uued tehnoloogiad	
Legaalsed	Töötajate tasustamine	Atraktiivse töökoha potentsiaal.
	Omanike tasustamine	
	Õiglane töötajate kohtlemine	
Keskkonnavalased	Keskkonnasäästlikkusele tähelepanu pööramine	Hea maine tekitamine.

Allikas: autori koostatud.

Üheks ettevõtte edu aluseks on kõrgem ostjale pakutav väärtus, mis tagab kõrgema rahulolu kui ettevõtte konkurendid. Ettevõtte konkurente peetakse oluliseks makrokeskkonna elemendiks. Seega on ettevõtte jaoks väga tähtis olla konkurentide tegevusega kursis. Kalevipoja Turismitalu vahetud konkurendid (tähtsamad otsesed

konkurendid, kes pakuvad samasuguseid tooteid samasuguste vajadustega klientidele) on külalistemajad, puhkemajad, kämpingutega majutust pakkuvad ettevõtted. Kaudsed konkurendid on need, kes pakuvad erinevatele klientidele sarnast teenust. Nendeks võivad olla kõik vaba aja veetmise võimalusi pakkuvad ettevõtted. Kalevipoja Turismitalu omanikud peavad oma konkurentideks lähimaid majutusteenust pakkuvaid ettevõtteid. Kõige lähemal on Mokko Maahotell, kus on 14 tuba 30 voodikohaga. Hinnaklassilt on nende majutus hetkel kõrgem, seega peetakse enda eeliseks asumist järvekaldal ja odavamat hinda. Mokko Maahotelli eeliseks on hommikusöök, mis on juba toa hinna sees. Mokko Maahotell pakub ka peo ja saunaruumide renti ehk teenused on väga sarnased Kalevipoja Turismitalu pakutavate teenustega. Mokko Maahotelli suurim peoruum mahutab talvel 70 ja suvel 90 inimest, Kalevipoja Turismitalu maksimaalselt 100 inimest.

Teiseks suureks konkurendiks peavad omanikud lähedal asuvat Kuremaa Ujula külalistemaja, kus on 94 voodikohta 34 toas. Hinnaklassilt on Mokko Maahotelliga täpselt sama. Nende eeliseks on sportimisvõimalused (ujula, võimla, jõusaal) ja iluteenused, talvel Kuremaa ujula spaa osa ja suvel lähedal asuv Kuremaa rand. Tänu nendele eelistele toimub seal palju spordilaagreid noortele. Kolmandaks konkurendiks on Voore Puhkekeskus, kus on 23 tuba 134 voodikohaga. Nende hind on kallim kui Kalevipoja Turismitalul, aga odavam kui Mokko Maahotellil, aga ei sisalda hommikusööki. Hommikusööki on võimalus eraldi juurde osta. Voore Puhkekeskuse eeliseks on mitu peoruumi, suurim mahutab 200 inimest. Lisaks on neil välibassein. Seega annab hommikusöögi võimalus konkurentidele eelise.

## **2.2. Kalevipoja Turismitalu OÜ horisontaal- ja vertikaalanalüüs bilansi ja kasumiaruande põhjal**

Ettevõtte korrektse finantsanalüüsi abil saab näha ja analüüsida ettevõtte majandusaasta aruannetest olevaid riskikohti. Õigeaegse ennetamise korral saab ettevõtte ära hoida ebavajalikke kulusi ning tõsta oma konkurentsivõimet ja majanduslikku jätkusuutlikkust. Finantsanalüüs võimaldab leida eeliseid, mis aitab ettevõttel võrreldes konkurentidega oma finantspositsiooni parandada ja annab hinnangu juhtkonna tegevusele.

Finantsanalüüsi osa metoodika seisneb Kalevipoja Turismitalu OÜ 2015.-2017. aasta bilansside ja kasumiaruannetega töötamisel, mille käigus tehakse hälbeanalüüs. Selleks tehakse horisontaalne võrdlev analüüs, millega näidatakse muutuste dünaamikat erinevate aastate vahel ja vertikaalne võrdlev analüüs, millega uuritakse finantsaruannete sisemise struktuuri muutuste dünaamikat. Veel leitakse tegevustulemuste ja finantsseisundi suhtarvud, mille analüüsi käigus võrreldakse pereettevõtte suhtarve eelnevate aastate näitajatega ja majandusharu keskmistega. Hälbeanalüüsiks ja tegevustulemuste ja finantsseisundi suhtearvude leidmiseks kasutatakse Kalevipoja Turismitalu OÜ 2015.-2017. aasta bilansse ja kasumiaruandeid.

Aruannetes esitatakse võrreldavuse tagamiseks aruandeaasta ja möödunud aasta finantsnäitajad. Võrdluse aluseks kasutatakse absoluutnäitajaid kui ka protsentnäitajaid. Absoluutmuutuste kaudu selgitatakse välja finantsseisundit mõjutavad võtmetegurid, protsentuaalkuju võimaldab hinnata konkreetse näitaja muutuste olulisuse määra.

Esimesena on koostatud bilansi horisontaalanalüüs (baasaastaga 2015) aastatel 2015-2017 (vt. lisa 3.) Lisa 3 on näha, et bilansimaht on olnud uuritavatel aastatel üsna stabiilne (kõikunud kuni 10,87%). 2017. aastal suurenes bilansimaht 5,7%

2016. aastal on ettevõtte bilansis toimunud negatiivsed muutused. Aruandeaasta kasum on võrreldes 2015. aastaga vähenenud 129,20% (4 456 eurot). Kahe aasta jooksul on ettevõtte käibevara vähenenud 17,66% võrra, suures osas on käibevara vähenemine tingitud raha hulga 81,310% vähenemisest, sest nõuded ja ettemaksed suurenesid mitmekordselt (261,58%). Ettevõttele tuleb kasuks see, et pikaajalised kohustused, mis suurendaksid ettevõtte väljaminekuid, on lõppenud ja uusi pikaajalisi kohustusi ei ole võetud. Ettevõtte varad ei ole efektiivselt kasutatud, müügitulu kasvutempo (-1,76%) on väiksem varade kasvutempost (5,70%).

Vertikaalne võrdlev analüüs uurib finantsaruannete sisemise struktuuri muutuste dünaamikat. Bilansis võetakse baasnäitajaks vastavalt vara või kapitali kogusumma ja kasumiaruandes müügitulu (Lääts 2012: 19). Kalevipoja Turismitalu OÜ bilanss on toodud lisa 1 ja bilansi põhjal koostatud ettevõtte horisontaal- ja vertikaalanalüüs on toodud lisa 3 ja 4.

Bilansi vertikaalanalüüsisist selgub, et materiaalne põhivara on ettevõtte olulisem vara, mis moodustas 2017. aasta lõpus 71,76% koguvarest. Kõrge põhivara hulk varade struktuuris on majutusettevõtetele iseloomulik, kuna sõltuvalt tegevusala eripärast peavad ettevõttel olema hooned majutamiseks, vajalik sisustus ja erinevad seadmed ning tehnika ehitamiseks ja maa ala hooldamiseks. Hetkel ei kuulu ettevõttele maa ja enamus hooneid, kus ettevõtte tegutseb.

Käibevarade osatähtsuse vähenemine ei ole ettevõttele heaks näitajaks, kuna likviidsemat vara, millega tasuda lühiajalisi kohustusi on järjest vähem. 2017. aasta bilansi vertikaalanalüüsisist on näha, et arvestamata varusid, kui vähem likviidsemat käibevara osa, moodustab käibevara kirjete suurus umbes 2,41% koguvarede suuruselt. Samas lühiajaliste kohustuste hulk moodustab 52,16% passiva suuruselt, mistõttu ei ole hea võime tasuda õigeaegselt makse, võlgu tarnijatele ja töötajate palku.

Ettevõtte bilansi vertikaalanalüüsi passiva poole kirjetes on näha, et ettevõtte peamine rahastamisallikas on lühiajalised laenud, mis 2017. aastal moodustab 39,28% ettevõtte passivakirjest. Suure osa omakapitalist moodustab eelnevate perioodide jaotamata kasum, mida pole ettevõtte omanike poolt dividendina välja võetud. Siinkohal tuleb arvestada sellega, et kuigi eelmiste perioodide kasum võib olla päris suur, ei pruugi see ettevõttes likviidsete varadena kasutada olla. Nimelt võib see varasematel aastatel olla investeeritud ettevõtte tegevusse. Järgnevalt koostatakse baasaastaga (2015) horisontaalanalüüs (vt tabel 6) Kalevipoja Turismitalu OÜ 2015.-2017. aasta kasumiaruannete põhjal. Kalevipoja Turismitalu kasumiaruanne on toodud lisa 2.

**Tabel 6.** Kalevipoja Turismitalu OÜ horisontaalanalüüs baasaastaga kasumiaruande põhjal aastatel 2015–2017, baasaastaks on 2015, autori koostatud

	31.12.2015, eur	Muutus 31.12.16 seisuga, eur	Muutus 31.12.16 seisuga, %	Muutus 31.12.17 seisuga, eur	Muutus 31.12.201 7 seisuga, %
Müügitulu	15 925	54	0,34	-281	-1,76
muud äritulud	0	0	0,00	106	-
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teenused	9 551	2 221	23,25	-2 596	-27,18
Brutokasum	6 374	-2 167	-34,00	2 421	37,98
Mitmesugused tegevuskulud	25	207	828,00	4 200	16 799,60

	31.12.2015, eur	Muutus 31.12.16 seisuga, eur	Muutus 31.12.16 seisuga, %	Muutus 31.12.17 seisuga, eur	Muutus 31.12.201 7 seisuga, %
Tööjõukulud	1 806	602	33,33	-1 003	-55,55
Põhivara kulum ja väärtuse langus	876	1 499	171,12	550	62,76
Muud ärikulud	0	70	-	0	0,00
ÄRIKASUM (-KAHJUM)	3 667	-4 545	-123,94	-1 326	-36,15
Intressikulud	218	-89	-40,83	-208	-95,28
Muud finantstulud ja -kulud	0	0	0,00	0	0,00
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	3 449	-4 456	-129,20	-1 118	-32,41
Tulumaks	0	0	0,00	0	0,00
Aruandeperioodi kasum (kahjum)	3 449	-4 456	-129,20	-1 118	-32,41

Allikas: Autori arvutatud Kalevipoja Turismitalu OÜ 2015-2017 kasumiaruannete põhjal.

2017. aastal on ettevõtte müügitulu vähenenud 281 euro võrra, ehk müügitulu on 1,76% väiksem kui 2015. aastal. Puhaskasum vähenes 2017. aastal 32,41%, järelkult oli müügitulu vähenemisel ainult väike roll, arvestades veel ka seda, et tööjõukulu (55,55%) ja intressikulu (95,28%) vähenesid. Sellist nähtust põhjustasid peamiselt mitmesuguste tegevuskulude kasv.

Kasumiaruande vertikaalanalüüsil (vt. lisa 5) võtab autor baasnäitajaks müügitulu. Selline analüüs võimaldab näha, kui suure osa moodustavad erinevad kulude kirjed võrreldes ettevõtte müügituluga. Aastate lõikes saab ülevaate ettevõtte kulude osatähtsuste protsentuaalsetest ning suurusjärgulistest muutustest müügitulu suhtes ja on näha, kuidas kulude ning müügitulu muutused on mõjunud ettevõtte aruandeaasta kasumile või kahjumile.

2015. ja 2017. aastal ületab Kalevipoja Turismitalu OÜ äritulude kogumaht ärikulude kogumahtu vastupidiselt aastale 2016 ehk ettevõtte ei suuda katta kõigil aastatel oma tegevuskulusid. 2017. aastal toodetakse kasumit, mille osatähtsus oli 14,97% müügitulust, samas kui 2015. aastal oli see 23,03% müügitulust. Analüüsitavaatel aastatel on kasumi osatähtsus müügitulust protsentuaalselt kõikunud väga suurel määral.

Suhtarvuanalüüs võimaldab esile tuua finantsnäitajate vahelisi seoseid. Analüüsi käigus võrreldakse pereettevõtte suhtarve eelnevate aastate näitajatega ja majandusharu

keskmistega. Järgnevas tabelis 7 on näha autori poolt välja arvatud Kalevipoja Turismitalu OÜ tegevustulemuste ja finantsseisundi suhtarve.

**Tabel 7.** Kalevipoja Turismitalu OÜ tegevustulemuste ja finantsseisundi suhtarvud aastatel 2015–2017

Efektiivsuse näitajad	2015	2016	2017
Koguvara käibesiduvus, %	68,86	62,54	63,99
Debitoorse võlgnevuse käibesagedus, korda	318,5	-	86,53
Debitoorse võlgnevuse käibevalde, (365 päeva), päeva	1,15	-	4,22

Rentaabluse näitajad	2015	2016	2017
Käiberentaablus, %	22	-6	15
Vara rentaablus (ROA), %	15	-4	10
Omakapitali rentaablus (ROE), %	33	-11	20

Lühiajalise maksevõime näitajad	2015	2016	2017
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja, korda	0,75	0,41	0,54
Maksevõimekordaja, korda	0,20	0,03	0,05
Maksevalmiduskordaja, korda	0,20	0,03	0,03

Pikaajalise maksevõime näitajad	2015	2016	2017
Võlakordaja, korda	0,55	0,63	0,52
Kapitaliseerituse kordaja, korda	0,14	-	-
Intresside kattekordaja, korda	16,82	-	227,77

Allikas: (Kalevipoja Turismitalu OÜ aruanded aastatel 2015-2017); autori arvutused

Efektiivsuse näitajad.

- Kalevipoja Turismitalu OÜ koguvara käibesiduvus on olnud stabiilne, kõikunud kuni 6,32 protsendipunkti. 2017. aastal suutis ettevõtte varasse investeeritud euro kohta teenida 0,64 eurot. Koguvara käibesiduvus näitab, kui efektiivselt on kasutatud ettevõtte kogu vara müügitulu genereerimisel.
- Debitoorse võlgnevuse käibesagedus näitab, et 2017. aastal on keskmiselt müügitulu suurem debitoorsest võlgnevusest 86,53 korda. Debitoorse võlana käsitletakse ostjatelt laekumata kogusummat. Seoses sellega, et 2016. aastal puudus ostjatelt laekumata summad, siis ei ole seda arvatud. 2017. aasta näitaja on võrreldes 2015. aasta näitajaga oluliselt vähenenud.

- Debitoorse võlgnevuse käibevälde näitab keskmist ostjate nõuete laekumise aega päevades ehk raha keskmist laekumisperioodi. Debitoorse võlgnevuse käibevälde on antud ettevõttes kahe aasta jooksul 3,07 päeva võrra suurenenud (1,15 päevast 34,22 päevani), mis näitab, et klientide maksedistsipliin on läinud halvemaks.

#### Rentaabluse näitajad.

- Kalevipoja Turismitalu OÜ käiberentaabluse näitaja on 2017. aastal jõudnud taas positiivseks – 15%, mis tähendab, et igalt müügikäibe eurolt teenib ettevõtte 15 eurosentit kasumit. 2016. aastal teeniti kahjumit.
- Kalevipoja Turismitalu vara rentaablu näitaja on 2017. aastal keskpärasel tasemel 10%, mis toob ettevõttele 10 eurosentit kasumit igalt varasse investeeritud eurolt. Võrreldes 2016. aastaga (-4 senti) on näitaja positiivne.
- Omakapitali rentaablu näitab kasumit ettevõtte omakapitali investeeritud ühe euro kohta. Vaadeldavates perioodides oli kasum kõige suurem 2015. aastal 33%, 2016. aastal teeniti kahjumit 10 eurosentit ettevõtte omakapitali investeeritud euro kohta.

#### Lühiajalise maksevõime näitajad.

- Lühiajalise võlgnevuse katekordaja näitab, mitu korda on käibevara kogumaksumus suurem lühiajaliste kohustuste kogusummast. Kalevipoja Turismitalu OÜ näitaja on 2017. aastal 0,53. Seega võib esineda ettevõttel probleeme lühiajaliste kohustuste täitmisega ning ettevõtte võib sattuda makseraskustesse.
- Maksevõime kordaja näitab, suurema likviidsusega varade, s.o varude võrra vähendatud käibevarade suhet lühiajalistesse kohustustesse. Kalevipoja Turismitalu OÜ maksevõimekordaja on 2017. aastal 0,05, mis on oluliselt väiksem kui 0,9 ning seda ei saa lugeda heaks tasemeks, pigem mitterahuldav. Ettevõttel võib tekkida raskusi lühiajaliste kohustuste tasumisega.
- Maksevalmiduskordaja näitab, millise osa lühiajalistest kohustustest on ettevõtte võimeline kohe tasuma. Näitajast selgub, et ettevõtte on võimeline kohe tasuma summat, mis on 0,03 korda kogu lühiajalistest kohustustest ehk väga väikese osa.

Pikaajalise maksevõime näitajad.

- Võlakordaja näitab, kui suurt osa ettevõtte varast finantseeritakse võõrkapitaliga. Sisuliselt võlakordaja näitab võõrkapitali osatähtsust. Antud ettevõtte võlakordaja 2017. aastal näitab, et 52% ettevõttest rahastatakse võõrkapitaliga, mis on hea näitaja. Kui võlakordaja ületab 70% piiri, siis see üldjuhul tähendab, et ettevõtte ei ole enam jätkusuutlik. Ettevõtte sõltuvus võõrkapitalist oleks siis väga kõrge.
- Kapitaliseerituse kordaja näitab pikaajaliste kohustuste osatähtsust pikaajalises võõr- ja omakapitalis. 2015. aastal oli 0,14% kapitalist võlgnevus, mis on hea näitaja. Ja tänaseks on kõik pikaajalised kohustused lõppenud.
- Intresside kattekordaja näitab, kas ettevõtte on võimeline maksma ärikasumi arvelt intressikulusid. Kalevipoja Turismitalu, ei olnud võimeline maksma 2016. aastal ärikasumi arvelt intressikulusid ärikahjumi tõttu. Küll aga oli juba võimeline maksma intressikulud ärikasumilt 2017. aastal kattekordajaga 227,77.

Et saada teada, kui head on Kalevipoja Turismitalu OÜ suhtarvude näitajad võrreldakse neid tegevusala keskmiste andmetega. Järgnevas tabelis 8 on toodud peamised Kalevipoja Turismitalu OÜ suhtarvud ja antud tegevusala keskmised.

**Tabel 8.** Kalevipoja Turismitalu OÜ suhtarvud tegevusala keskmistega võrdluses aastatel 2015–2016

	Kalevipoja Turismitalu OÜ		Tegevusala keskmine	
	2015	2016	2015	2016
Omakapitali rentaablus, %	33	-11	9,98	11,65
Vara rentaablus, %	15	-4	4,74	5,45
Käiberentaaclus, %	22	-6	17,01	20,00
Maksevõime kordaja, korda	0,20	0,03	1,41	0,98

Allikas: Ettevõtete ...

Eespool toodud tabelist on näha, et Kalevipoja Turismitalu OÜ andmed on paljudel juhtudel halvemad võrreldes tegevusala keskmiste andmetega. Kõrgem on 2015. aastal käibe- ja vararentaaclus, mõlemad on aga 2016. aastal negatiivsed. Maksevõime kordaja on madalam kui tegevusala keskmine. Võrreldes konkurentidega ei ole tegemist tugeva ettevõttega. Väikeettevõtete näitajate kasutamine prognooside koostamisel võib olla raskendatud, sest paljud näitajad on väga kõikumad.

### **2.3. Kalevipoja Turismitalu OÜ *pro forma* finantsaruanded ja väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil**

Käesolevas peatükis koostatakse *pro forma* aruanded ehk prognoosid aastateks 2018 – 2022 eesmärgiga leida ettevõttele suunatud vabad rahavood. See on vajalik ettevõtte väärtuse hindamiseks, milleks kasutatakse FCFF (*Free Cash Flow to Firm*) meetodit ning CAPM mudelit.

*Pro forma* aruannete koostamise etapis lähtutakse sellest, millised võiksid olla ettevõtte kulud ja tulud järgnevatel aastatel. Sisuliselt on tegemist bilansi, kasumiaruande ja rahavoogude aruande prognoosidega kuueks aastaks (2018 – 2023). Kusjuures paljud prognoositavad näitajad tuginevad viiel viimasel aastal, täpsemalt aastatel 2013 – 2017. Lisaks *pro forma* bilansi koostamisele lisatakse tavapärasele aktivakirjetele üleliigne rahavaru (*excess cash*) ning passivakirjetele ette planeerimata lühiajaline laen (*unscheduled debt*). Selleks, et ajalooliste andmete järgi õigeid prognoose teha, tuleb analüüsida, kas ettevõtte on minevikus teinud mitteturutingimustel tehinguid, ettevõtte põhitegevusega mitteseotud tehinguid või jätnud mõned kulud kajastamata.

Esiteks prognoositakse ettevõtte müügitulu kuni 2023. aastani (vt. tabel 9). Müügitulu prognoosi aluseks võeti ajaloolist keskmist külastatavust ja arvestati hinnatõusuga, mida ettevõtte plaanib teha. 2018 aasta müügitulu prognoositakse nii, et 20 päeva aastas on kogu kompleks täielikult välja müüdud (100 voodikohta), iga voodikoht toob tulu 10 eurot – kokku 20000 eurot. Ülejäänud päevade müügituluks prognoosib ettevõtte 5000 eurot. 2019. aastal arvestatakse, et külastatavus jääb samaks, aga hindasid tõstetakse 20%. 2020. aastal tõstetakse veel hindasi 20% ja eeldatakse, et külastatavus jääb kogu aastat arvestades endiselt samaks. Prognoosi kohaselt hindade kasvu tõttu algselt suvel külastatavus väheneb, aga talvel suureneb (hetkel on näha, et vaikselt hakkab talvine külastatavus kasvama). Tulenevalt majanduskeskkonna ennustatavast stabiilsusest (vt peatükki 2.1), tegevusharu müügitulu mõne protsendilise kasvu prognoosist ja majanduse 3,9%-lisest oodatavast tulususe kasvust jääb autor konservatiivseks ning prognoosib järgnevatel aastateks (alates 2021) 2%-list müügitulu kasvu aastas.

**Tabel 9.** Müügitulu prognoosid aastateks 2018-2023, EUR

Aasta	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Müügitulu	25 000	31 000	37 200	37 944	38 703	39 477

Allikas: autori koostatud.

Järgnevalt prognoositakse muid äritulusid ja ettevõtte kulusid. Muude äritulude prognoosimisel lähtuti sellest, et leiti muude äritulude osakaalud viimase viie aasta (2009- 2013) müügituludest ja arvutati välja nende osakaalude keskmised. Ettevõttel ei ole plaanis teenida muid äritulusid, seega on prognoos 0 eurot. Kaubad, toore, materjal ja teenused moodustavad müügitulust keskmiselt 66,87% ja mitmesugused tegevuskulud 9,18%. Seoses väikse müügituluga on müüdnud kaubad, kasutatud materjalid ja teenuste osakaal müügitulust väga suur. Kuna prognoositakse müügitulu kasvu ja omanike sõnul peaks tulevikus jääma müüdnud kauba, kasutatud materjali ja teenuste kulud samale tasemele - kasutatakse prognoosiperioodi kulude leidmiseks eelneva viie viimase aasta keskmist. Tööjõukulud on leitud põhimõttega, et suveperioodil (mai-september) vajatakse ühte koristajat-administraatorit, kellele saab maksta täis miinimumpalka osalise koormuse eest, sest töötajat ei ole vaja täiskohaga. 2018. aasta miinimum brutopalk on 500 eurot ja 2019. aasta miinimum brutopalk on 540 eurot. Arvestades Eesti Statistikaameti keskmise brutokuupalga andmeid (Keskmine brutokuupalk 2019) aastatel 2009-2018, kus oli keskmine brutokuupalk muutus aastas 5,89% ja ettevõtte omanike soovi pakkuda konkurentsivõimelise töötasu, arvestatakse palgakulu tõusuks edaspidi 10% aastas. Samal põhimõttel, nagu muud äritulud on muud ärikulud prognoositud 0 eurot. Aastal 2022. soetatakse uus muruniiduk, kui praegune muruniiduk on amortiseerunud. Uus muruniiduk ostetakse sama hinnaga, mis praegune, seega jääb põhivara kulum samaks. Lisas 7 on esitatud *pro forma* kasumiaruanne, millest on näha prognoositud muud äritulud ja ettevõtte kulud aastateks 2018-2023.

Autorile teadaolevalt ei soetata maad järgneva viie aasta jooksul. Materiaalse põhivara all on paadisild soetusmaksumusega 17 516 eurot, mille kasulik eluiga on 20 aastat, lineaarne arvestus 5% aastas ehk amortisatsioonikulu on 875,8. Lisaks on materiaalses põhivaras muruniiduk, mille kasulik eluiga on 5 aastat, lineaarne arvestus 20% aastas. Kokku on amortisatsioonikulu 1 425,76 eurot. Ettevõttel puudub immateriaalne

põhivara ja seda ei ole plaanis soetada. Tabelis 10 on toodud materiaalse põhivara soetusmaksumuse, akumuldeeritud kulumi ja jääkväärtuse prognoosid.

**Tabel 10.** Materiaalse põhivara soetusmaksumuse, akumuldeeritud kulumi ja jääkväärtuse prognoosid aastateks 2018-2023

Materiaalne põhivara	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Soetus- või ümberhinnatud maksumus	24 116	24 116	24 116	24 116	24 516	24 516
Akumuldeeritud kulum ja väärtuse langus	1 425,76	1 425,76	1 425,76	1 425,76	1 425,76	1 425,76
<b>Jääkväärtus</b>	<b>16 115</b>	<b>14 690</b>	<b>13 264</b>	<b>11 838</b>	<b>17 412</b>	<b>15 137</b>

Allikas: autori koostatud.

Järgnevalt on kirjeldatud, kuidas tehti bilansi kirjete jaoks vajalike prognoose. Esiteks prognoosis autor käibevara kirjeid. Kuna raha on kõige likviidsem vara, siis võetakse prognooside aluseks raha suhe müügitulusse. Selleks leiti nelja viimase aasta kohta suhe müügitulustusse ning arutati selle keskmine määr (5,73%) ning autor eeldab, et see suhe jääb prognoosiperioodil konstantseks. 2013. aasta jäetakse välja, sest sellel aastal oli raha osakaal bilansis kordades suurem kui teistel aastatel. Nõuded ja ettemaksed on analoogselt seotud müügitulu kirjega (5 aasta keskmine müügitulust). Nõuete ja ettemaksete keskmiseks suhteks saadi 1,00% ning varude keskmiseks suhteks 39,11%. Käibevara prognoosid aastateks 2018-2023 on esitatud tabelis 11.

**Tabel 11.** Käibevara prognoosid aastateks 2018-2023, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Raha ja pangakontod	1 433	1 777	2 132	2 175	2 219	2 263
Üleliigne rahavaru	1 230	9 816	23 994	43 114	56 596	77 634
Nõuded ja ettemaksed	250	310	372	380	388	395
Varud	9 779	12 125	14 550	14 841	15 138	15 441
<b>Käibevara kokku</b>	<b>12 692</b>	<b>24 029</b>	<b>41 049</b>	<b>60 510</b>	<b>74 340</b>	<b>95 733</b>

Allikas: autori koostatud.

Järgnevalt on prognoositud ettevõtte põhivara aastateks 2018-2023 (vt tabel 12). Ettevõtte Kalevipoja Turismitalu OÜ majandusaasta aruannetes ei ole kajastatud järgmiseid põhivara kirjeid: pikaajalised finantsinvesteeringud (tütaretevõtjate aktsiad või osad, sidusettevõtjate aktsiad või osad, muud aktsiad ja väärtpaberid, pikaajalised nõuded) ning kinnisvarainvesteeringud. Seega ei ole prognoosis esitatud eelnevaid

põhivara kirjeid. Materiaalse ja immateriaalse põhivaraga seotud muutused on kirjeldatud juba eelpool olevas tabelis 10.

**Tabel 12.** Põhivara prognoosid aastateks 2018-2023, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Materiaalne põhivara	16 115	14 690	13 264	11 838	17 412	15 137
Immateriaalne põhivara	0	0	0	0	0	0
<b>Põhivara kokku</b>	<b>16 115</b>	<b>14 690</b>	<b>13 264</b>	<b>11 838</b>	<b>17 412</b>	<b>15 137</b>

Allikas: autori koostatud.

Järgmisena tehti prognoosid passiva kirjete kohta. Esmalt uuriti ettevõtte Kalevipoja Turismitalu OÜ kohustusi, milles on lühiajalised kohustused (laenukohustused, nõuded ja ettemaksed) ja pikaajalised kohustused (laenukohustused). Laenukohustuste prognoosimisel tuginetakse 2017. aasta majandusaasta aruandele, kus puudub ettevõttel pikaajaline laenukohustus ja ettevõttel ei ole plaanis pikaajalisi laene võtta. Lühiajaline laen lõppeb 2020.

Võlad ja ettemaksed on olnud aasta aastalt väga sarnased ja autor prognoosib järgnevatiks aastateks samasugust võla ja ettemaksete suurust nagu oli aastal 2017. Kohustuste prognoosid on esitatud tabelis 13.

**Tabel 13.** Kohustuste prognoosid aastateks 2018-2023, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Lühiajalised laenukohustused	6 647	3 692	737	0	0	0
Võlad ja ettemaksed	3 147	3 147	3 147	3 147	3 147	3 147
Pikaajalised laenukohustused	0	0	0	0	0	0

Allikas: autori koostatud.

Järgmisena on autor teinud omakapitali kirjete prognoosid (vt tabel 14). Eeldati, et osakapitali nimiväärtus ei muutu järgmise kuue aasta jooksul ehk see jääb ka järgnevatel perioodidel tasemele 2556 eurot. Kuna kohustuslik reservkapital peab moodustama 10% osakapitali nimiväärtusest, siis järgmise viie aasta kohustuslik reservkapital jääb ka samaks nagu eelnevatel aastatel, mis on 255 eurot. Eelmiste perioodide jaotamata kasumi puhul tehakse eeldus, et seda omanikud ettevõttest välja ei võta ning seega leitakse vastav väärtus järgnevatiks aastateks viisil, kus liidetakse eelmise aruandeaasta kasumile eelmiste perioodide jaotamata kasum.

**Tabel 14.** Omakapitali prognoosid aastateks 2018–2023, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Osakapitali nimiväärtus	2 556	2 556	2 556	2 556	2 556	2 556
Kohustuslik reservkapital	255	255	255	255	255	255
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	8 883	16 201	29 067	47 616	66 390	85 794
Aruandeaasta kasum	7 317	12 866	18 550	18 773	19 404	19 117
Kokku omakapital	19 590	29 190	40 635	52 655	65 295	78 601

Allikas: autori koostatud.

Et bilanss oleks tasakaalus, kasutatakse aktiva ja passiva poole peal „tasandavaid kirjed“. Lisas 6 on esitatud *pro forma* bilanss, millest on näha, et aktiva poolele on lisatud kirje „Üleliigne rahavaru“ ja passiva poolele „Kavandamata laen“. Järgnevalt hinnatakse ettevõtte Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtust tuginedes *pro forma* aruannetele.

Järgnevalt kasutatakse Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtuse hindamiseks ettevõttele suunatud vabade rahavoogude (*Free Cash Flow to Firm* – FCFF) meetodit, mis on üheks enamkasutatavaks diskonteeritud rahavoogudel põhinevaks meetodiks. Ettevõttele suunatud vabad rahavood (FCFF) diskonteeritakse kaalutud keskmise kapitali kulukuse määraga (WACC) saades ettevõtte kui terviku väärtuse (V) kasutades valemit 5. WACC leitakse valemiga 6 ja kaalutud keskmise kapitali hinna leidmiseks leitakse omakapitali kulukuse määr, mille arvutamiseks kasutatakse CAPM mudelit ja valemit 7.

Riskivabaks tulumääraks võetakse Saksa riigivõlakirjade 10 aasta tootlus, milleks oli 04.03.2019 seisuga 0,19% (German Rates & Bonds), laenukapitali hinnaks võetakse 1%, sellise intressimääraga on ettevõtte laenu saanud. Ning tururiskipremiana kasutatakse 5,89% (Country Default...2019). Väikeettevõtte riskipremia aluseks võetakse Ibbotsoni aastaraamat, mille kohaselt oli kõige väiksema turuväärtusega ettevõtete riskipremia 6,03% (Ibbotson 2013). Beetakordaja on võetud Damodarani kodulehelt ning selleks on Kalevipoja Turismitalu OÜ sektorit arvestades 0,88 (Betas by sector 2019). Kasvumääraks, millega rahavood tulevikus kasvavad võetakse 2% ja ettevõtte jätkuväärtus leitakse valemiga 8.

Mittelikviidsusest tulenevat diskontot kasutatakse juhul, kui hinnatav ettevõtte pole börsil noteeritud - investeringust võib olla keeruline tulevikus väljuda. Tuleb vähendada omakapitali väärtust, sest müügiks kuluv aeg on kindlasti pikem kui börsil noteeritud ettevõtte korral ja ostjate ring on väiksem. Tuleb arvestada transaktsioonkuludega (juriidiline abi, raamatupidamine, hindamine). Mittelikviidsusdiskonto määrana arvestatakse 18%, sest tegemist on väikese pereettevõttega. Magistritöö uuritavas ettevõtte toimiks ka siis, kui juhtkond ja omanikud ei oleks pereliikmed. Seega selle kohapealt ei hinnatud magistritöös uuritavat ettevõtet teisiti.

Ettevõtte poolt genereeritavad vabad rahavood leitakse valemiga:  $FCFF = \text{ärikasum} + \text{kulum} - \text{investeering põhivarasse} - \text{investeering puhaskäibekapitali}$ . Tabelis 15 on esitatud vastavad prognoositavad näitajad aastate 2018 – 2023 kohta.

**Tabel 15.** Kalevipoja Turismitalu OÜ genereeritavad vabad rahavood aastateks 2018-2023, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ärikasum (EBIT) (+)	7 905	9 610	11 455	12 031	12 650	13 316
Kulum (+)	1 426	1 426	1 426	1 426	1 426	1 426
Põhivara investeering (-)	0	0	0	0	7 000	0
Puhaskäibekapitali investeeringud (NWC) (-)	4 558	2 751	2 843	341	348	355
FCFF	4 773	8 284	10 039	13 116	6 728	14 387

Allikas: autori koostatud.

Omakapitali kulukuse määra hindamiseks kasutatakse CAPM mudelit. Esmalt määratakse omakapitali väärtus CAPMis. Seejärel leitakse laenukapitali väärtus, mis võrdub lühiajaliste ja pikaajaliste laenude summaga. Seejärel leitakse omakapitali kulukuse määr (valem 7) ja kaalutud keskmine kapitali hind (valem 6), valemid ja sisendid on välja toodud eespool. Ettevõtte äritegevuse leidmisel arvestatakse jätkuväärtusega ning see sõltub sisuliselt sama perioodi kaalutud keskmisest kapitali hinnast ning vabade rahavoogude väärtusest järgmisel perioodil. Ettevõtte väärtuse arvutamisel liidetakse äritegevuse väärtusele ka üleliigse rahavaru ning omakapitali väärtus leitakse nii, et lahutatakse ettevõtte väärtusest laenukapitali väärtus. Tabelis 16 on esitatud Kalevipoja Turismitalu OÜ prognoositavad väärtuse hinnangud aastateks 2018-2023.

**Tabel 16.** Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtuse hindamine

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Omakapitali väärtus CAPMis (EUR)	131284	146826	163925	182071	200844	219940	240662
Laenukapitali väärtus (EUR)	9602	6647	3692	737	0	0	0
Omakapitali kulukuse määr (%)	11,92	11,78	11,66	11,57	11,54	11,54	11,54
WACC (%)	11,17	11,31	11,42	11,52	11,54	11,54	11,54
Ettevõtte äritegevuse väärtus (EUR)	169704	184473	193785	198781	201818	211624	215857
Ettevõtte väärtus (EUR)	169704	185703	203601	222775	244932	268220	293491
Mittelikviidsusdiskonto (EUR)	28818	32230	35984	39967	44088	48280	52828
Omakapitali väärtus (EUR)	131283	146826	163925	182071	200844	219940	240662

Allikas: autori koostatud.

Jätkuväärtuse leidmiseks kasutatakse valemit 4, arvestades viimast prognoositud perioodi (2023) ja jätkukasvumäära (2%). Kalevipoja Turismitalu OÜ jätkuväärtus on 293 491 eurot. Diskonteerides FCFF vastava prognoosiaasta kapitali kulukuse määraga on ettevõtte äritegevuse nüüdisväärtus 2017 aasta lõpu seisuga 169 704 eurot. Äritegevuse väärtusele liidetakse üleliigne rahavaru. Seejärel lahutatakse ettevõtte kui tervikliku majandusüksuse väärtusest laenukapitali väärtus. Saadud tulemust vähendatakse 18%lise mittelikviidsusdiskonto määraga. Saadud omakapitali väärtus on 131 283 eurot, mille Kalevipoja Turismitalu OÜ omanikud võiksid ettevõtte müügist eeldatavalt saada.

**Sensitiivsusanalüüsi** läbiviimisel vaadeldakse Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtuse tundlikkust sisendparameetrite suhtes, et hinnata diskonteeritud rahavoogude meetodil leitud ettevõtte väärtuse usaldusväärtust. Uuritava ettevõtte müügitulu sõltub oluliselt külastatavusest ja teenuste hinnast. Ajalooliselt on olnud täisbroneering 20 päeval aastas ja nendel päevadel ei ole võimalik rohkem klientidele teenuseid pakkuda. Seega on üheks parameetriks klientide arv väljaspool neid 20 päeva. Teiseks parameetriks valitakse diskonteerimismäär, kus muudetakse ühte sisendit - tururiskipremia. Järgnevalt vaadeldakse klientide arvu muutuse mõju ettevõtte väärtusele (vaata tabel 17).

**Tabel 17.** Klientide arvu muutuse mõju Kalevipoja Turismitalu väärtusele

Klientide arv (muutus)	Äritegevuse väärtus		Ettevõtte väärtus		Omakapitali väärtus	
	Väärtus (EUR)	Muutus (%)	Väärtus (EUR)	Muutus (%)	Väärtus (EUR)	Muutus (%)
450 (-10%)	163 685	-3,55	163 685	-3,55	126 348	-3,76
475 (-5%)	166 694	-1,77	166 694	-1,77	128 816	-1,88
500 (0%)	169 704	0,00	169 704	0,00	131 283	0,00
525 (+5%)	172 714	1,77	172 714	1,77	133 751	1,88
550 (+10%)	175 723	3,55	175 723	3,55	136 219	3,76

Allikas: autori koostatud.

Klientide arvu 10% vähenemine aastas v.a 20 päeval, millal on kõik voodikohad broneeritud vähendab ettevõtte väärtust 3,55% ja 10% klientide arvu tõus suurendab ettevõtte väärtust 3,55%. 5%line klientide arvu muutus mõjutab veelgi vähem ettevõtte väärtust. Tabelis 12 toodud ettevõtte väärtus jääb vahemikku 163 685-175 723 eurot, seega ei ole ettevõtte väärtuse kõikumine suur klientide arvu muutusega kuni +/-10%. Järgnevalt vaadeldakse sisendparameetri tururiskipremia muutuste mõju Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtusele (vt. tabel 18).

**Tabel 18.** Sisendparameetri tururiskipremia muutuste mõju Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtusele

Tururiskipremia (muutus)	Äritegevuse väärtus		Ettevõtte väärtus		Omakapitali väärtus	
	Väärtus (EUR)	Muutus (%)	Väärtus (EUR)	Muutus (%)	Väärtus (EUR)	Muutus (%)
2,95% (-50%)	238 842	40,74	238 842	40,74	187 976	43,18
4,42% (-25%)	198 856	17,18	198 856	17,18	155 188	18,21
5,89% (0%)	169 704	0,00	169 704	0,00	131 283	0,00
7,36% (+25%)	147 538	-13,06	147 538	-13,06	113 107	-13,84
8,54% (+50%)	133 267	-21,47	133 267	-21,47	101 405	-22,76

Allikas: autori koostatud.

Tururiskipremia vähenemine 50% mõjub ettevõtte väärtusele positiivselt (suurendab 40,74%). Tururiskipremia suurenemisega 50% väheneb ettevõtte väärtus 21,47%. Tabelis 18 toodud ettevõtte väärtused jäävad vahemikku 133 267-238 842 eurot, mis on väga suure amplituudiga. Seega tururiskipremial on väga suur mõju ettevõtte väärtusele.

Hetkel ei ole toimu ettevõttes kõik tehingud turutingimustel. Juhatus töötab ilma palgata ja maa ja hoonete omanikele ei maksta renti. Ettevõtte väärtuse hindamisel ei prognoosita maa ja hoonete renti eraldi, sest kui ettevõtte müüakse, siis müüakse samale ostjale ka maa ja hooned. Järgnevalt leitakse ettevõtte väärtus eeldusel, et tehingud toimuvad turutingimustel ehk juhatusle makstakse Eesti keskmist töötasu. 2018 prognoosis arvestatakse juhatus liikme brutotöötasuks 1 310 eurot, seega 2018 aasta prognoositud tööjõukulu suureneb 21 033,36 eurot. Järgnevatel prognoositavatel aastatel suureneb juhatus liikme töötasu igal aasta 10%. Teised prognoosid jäävad kõik samaks. Järgnevalt on toodud turutingimustel Kalevipoja Turismitalu OÜ genereeritavad vabad rahavood aastateks 2018-2023 (vt tabel 19).

**Tabel 19.** Kalevipoja Turismitalu OÜ genereeritavad vabad rahavood aastateks 2018-2023, kui tehingud toimuvad turutingimustel, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ärikasum (EBIT) (+)	-13 706	-10 260	-6 890	-9 212	-11 381	-14 747
Kulum (+)	1 426	1 426	1 426	1 426	1 426	1 426
Põhivara investering (-)	0	0	0	0	7 000	0
Puhaskäibekapitali investeringud (NWC) (-)	4 558	2 751	2 843	341	348	355
FCFF	-16 838	-11 585	-8 307	-8 127	-17 303	-13 676

Allikas: autori koostatud.

Tabelist näeme, et ettevõtte ärikasum on iga aasta negatiivne ehk tegelikult oleks ettevõtte kahjumis. Seega ei ole ettevõtte võimeline maksma juhatus liikmele Eesti keskmist töötasu, kui juhatus liige töötab ettevõttes 40 tundi nädalas. Arvestades fakti, et turutingimustel on ettevõtte rahavood negatiivsed, tuleb ettevõtte toimimiseks midagi ette võtta. Autori arvates tuleks ettevõttel investeerida turundusse, et suurendada küllastajate ehk klientide arvu ja sellega käivet suurendada, sest ettevõttel on olemas võimalus pakkuda klientidele majutust ka talvel. Talvisel ajal on köetavad ka suuremad ruumid, kus saab pidada erinevaid üritusi (väiksemate ettevõtete talvepäevasid, koolitusi, seminare, sünnipäevasid, pulmi jne). Praegusel hetkel on talvine külalastatavus pea olematu ja seega jääb suur osa käivet saamata.

## 2.4 Tulemused ja järeldused

Kui ettevõtte toimetab edasi nii, nagu ta on seda praegu teinud - pidades olulisemaks väärtusi, mis ei ole rahalised (perega koosolemine; koos tegemise rõõm; viibimine looduses; füüsiline tegevus, mis hoiab keha toonuses; vaimse tasakaalu leidmine) ja ei maksta juhatusel palka, siis on ettevõtte omakapitali väärtus 131 283 eurot. Kui aga potentsiaalsed ostjate jaoks ei ole mitterahalised perega seotud väärtused olulised, siis ei ole nad kindlasti nõus sellist hinda maksma. Autori arvates peaksid potentsiaalsed ostjad hindama, kui suur kulu kaasneb ettevõtte turustamisega ja hindama, kas see suurendaks klientide külastatavust madalhooajal ja tuleks selle põhjal koostada uued prognoosid.

Autori, ettevõtte omanike ja omanike laste fookusgrupiintervjuu käigus, kus arutati ettevõtte tuleviku prognoose ja kuidas ettevõtte käivet suurendada (sh turustamisvõimalusi ja turustamisega kaasnevat kulutust), leiti autori algatusel, et tegelikult piisaks sellest, et olla sotsiaalmeedias aktiivne. See suurendaks inimeste teadlikust Kalevipoja Turismitalu OÜ ettevõtte olemasolust ja kui inimestel või ettevõtetel tekib vajadus nende teenuste vastu, mida Kalevipoja Turismitalu pakub, tuleb Kalevipoja Turismitalu ettevõtte klientidele meelde. Praegu ei reklaami ettevõtte ennast ega tegutses sotsiaalmeedias. Sotsiaalmeedias tegutsemisega ei kaasne suured kulud, aga omanikud arvavad, et see suurendaks külastatavust. Sotsiaalmeedias tuleks kajastada võimalusi, mida talvisel perioodil Kalevipoja Turismitalus teha saab. Näiteks on võimalik talvel järve peal uisutada, käia kalal ja nautida talisuplemist. Võimalusi teha ettevõtte atraktiivsemaks on veelgi. Näiteks võiks võimalusel osta maastikusõidukid (ATVd) ja pakkuda inimestele ekstreemsemat elamust. Omanikud näevad, mida head pakub ettevõtte neile, aga omanikud võiks vaadata, kuidas neid samu omadusi klientidele pakkuda.

Järgnevalt prognoositakse ettevõtte müügitulu kuni 2023. aastani, arvestades, et tegutsedes sotsiaalmeedias suurendatakse külastatavust madalhooajal (oktoober-aprill). Arvestatakse, et 40% nädalavahetustest on külastatavus 60% ehk 30st nädalavahetusest on 12el nädalavahetusel broneeritud 60 voodikohta või samaväärse summa eest renditud ruume. Teised tingimused (s.h 20%line hinnatõus aastatel 2019 ja 2020) jäävad samaks, nagu eelnevas müügitulu prognoosis. Uus müügitulu prognoos on toodud tabelis 20.

**Tabel 20** Müügitulu prognoosid aastateks 2018-2023, kui madalhooajal on külastatavus suurem seoses sotsiaalmeedias tegutsemisega, EUR

Aasta	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Müügitulu	25 000	31 000	37 200	37 944	38 703	39 477
Müügitulu lisa	14 400	17 280	20 736	21 151	21 574	22 005
Kokku	39 400	48 280	57 936	59 095	60 277	61 482

Allikas: autori koostatud.

Arvestades madalhooajal lisanduva müügituluga ja juhatuse liikmele makstava Eesti keskmise töötasuga, tuuakse järgnevalt välja, milline on ettevõtte väärtus turutingimustel. Lisas 8 on esitatud *pro forma* bilanss ja lisas 9 *pro forma* kasumiaruanne, eeldusel, et kõik tehingud toimuvad turutingimustel (v.a maa ja hoonete rendi maksmine, sest kui ettevõtte müüakse, siis müüakse potentsiaalsele ostjale ka maa ja hooned eraldi tehinguna). Kõigepealt on toodud tabelis 21 Kalevipoja Turismitalu OÜ genereeritavad vabad rahavood aastateks 2018-2023, kui madalhooajal on külastatavus suurem seoses sotsiaalmeedias tegutsemisega ja juhatuse liikmele makstakse töötasu ehk kõik tehingud toimuvad turutingimustel (v.a maa ja hoonete rent).

**Tabel 21.** Kalevipoja Turismitalu OÜ genereeritavad vabad rahavood aastateks 2018-2023, kui madalhooajal on külastatavus suurem seoses sotsiaalmeedias tegutsemisega ja juhatuse liikmele makstakse töötasu, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ärikasum (EBIT) (+)	-628	5 433	11 942	9 997	8 212	5 237
Kulum (+)	1 426	1 426	1 426	1 426	1 426	1 426
Põhivara investeering (-)	0	0	0	0	7 000	0
Puhaskäibekapitali investeeringud (NWC) (-)	11 160	4 071	4 427	531	542	553
FCFF	-10 362	2 787	8 940	10 891	2 096	6 110

Allikas: autori koostatud.

Tabelist 21 on näha, et ettevõtte on kahjumis 2018. aastal ja alates 2019. aastast on ettevõtte kasumis ja rahavood on positiivsed. Tabelis 22 on esitatud Kalevipoja Turismitalu OÜ prognoositavad väärtuse hinnangud aastateks 2018-2023, kui madalhooajal on külastatavus suurem seoses sotsiaalmeedias tegutsemisega ja juhatuse liikmele makstakse töötasu.

**Tabel 22.** Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtuse hindamine, kui madalhooajal on külastatavus suurem seoses sotsiaalmeedias tegutsemisega ja juhatuse liikmele makstakse töötasu

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Omakapitali väärtus CAPMis (EUR)	29 691	44 450	49 997	51 012	50 747	56 350	63 099
Laenukapitali väärtus (EUR)	9 602	6 647	3 692	737	0	0	0
Omakapitali kulukuse määr (%)	13,20	12,31	11,92	11,62	11,54	11,54	11,54
WACC (%)	10,22	10,84	11,17	11,47	11,54	11,54	11,54
Ettevõtte äritegevuse väärtus (EUR)	45 810	60 855	64 663	62 947	59 274	64 021	65 302
Ettevõtte väärtus (EUR)	45 810	60 855	64 663	62 947	61 887	68 720	76 951
Mittelikviidsusdiskonto (EUR)	6 517	9 757	10 975	11 198	11 140	12 370	13 851
Omakapitali väärtus (EUR)	29 691	44 450	49 997	51 012	50 747	56 350	63 099

Allikas: autori koostatud.

Kalevipoja Turismitalu OÜ jätkuväärtus on turutingimustel 76951 eurot. Diskonteerides FCFF vastava prognoosiaasta kapitali kulukuse määraga on ettevõtte äritegevuse nüüdisväärtus 2017 aasta lõpu seisuga turutingimustel 45 810 eurot. Äritegevuse väärtusele liidetakse üleliigne rahavaru. Seejärel lahutatakse ettevõtte kui tervikliku majandusüksuse väärtusest laenukapitali väärtus. Saadud tulemust vähendatakse 18%lise mittelikviidsusdiskonto määraga. Saadud omakapitali väärtus on 29 691 eurot, mille Kalevipoja Turismitalu OÜ omanikud võiksid ettevõtte müügist eeldatavalt saada.

Järgnevalt uuritakse, millise hinnaga on nõus Kalevipoja Turismitalu OÜ omanikud nõus oma ettevõtet müüma ja nende kommentaarid leitud ettevõtte väärtusele. Kalevipoja Turismitalu OÜ omanikelt küsiti.

- Ettevõtte omakapitali väärtus on 31.12.2018 seisuga 29 691 eurot, kas olete sellise hinnaga nõus ettevõtet müüma?
- Palun põhjendage, miks te ei ole sellise hinnaga nõus müüma.
- Millise hinnaga olete nõus oma ettevõtet müüma?

Küsitluse käigus selgus, et Kalevipoja Turismitalu OÜ omanikud ei ole nõus ettevõtet müüma hinnaga 29 691 eurot. Põhjenduseks tõid omanikud liiga madala hinna. M.

Kärmas lisas, et ettevõtte on kindlasti rohkem väärt. Ettevõtte tegutseb väga ilusa koha peal – järve kaldal. Sellel kohal on väga suur potentsiaal edasi arenda ja pakkuda klientidele midagi enamat. Klientidele saab pakkuda erinevaid lisandväärtusi ja ületada nende ootusi. Kogu turismitalu on üles ehitatud oma kätega ja kogu selle töö hind on kordades suurem. Omanikud jõudsid kokkukeppel, et nad on nõus oma ettevõtte müüma hinnaga 1 000 000 eurot ja selle hinna sisse kuuluksid siis ka maa ja hooned, kus Kalevipoja Turismitalu OÜ tegutseb. Maa ja hooned ei kuulu uuritavale ettevõttele ja seega ei ole magistritöö käigus leitud nende hinda. Seega ei saa öelda, kui leitud ettevõttele lisada hoonete ja maa väärtus, kas see oleks miljon eurot.

Siin tekib seos teooriaga, kus ettevõtte omanikud hindavad oma ettevõtet palju kõrgemalt, kui ostjad. Nende hinnale lisandub emotsionaalne väärtus, mille eest ostja ei ole nõus maksma. Lisaks leiab autor, et omanikud hindavad väga kõrgelt oma töö hinda, aga ei ole end siiani tasustanud ja soovivad nüüd selle müügiga kompenseerida. Lisaks sai autor aru, et omanikud hindavad hoolitsetud maad ja hooneid ja soovivad pigem nende müügist saada suurema tulu, mitte ettevõtte keha eest.

Järgnevalt on toodud autori poolsed ettepanekud omanikele ja potentsiaalsetele ostjatele:

- tutvustada igale kliendile ka teisi võimalusi peale kasutatava teenuse, mida Kalevipoja Turismitalu OÜ pakub (teha rismüüki);
- anda klientidele ideid, mida saavad kliendid veel oma vaba ajaga teha (näiteks lähedal asuvate muuseumide külastamine);
- mõelda kohviku avamisele (hetkel pakub toitlustust koostööpartner);
- hinnata võimalust, kus ettevõtte omanikud ei müüks maa ja hooneid, vaid annaks uuele potentsiaalsele ostjale rendile;
- hinnata, kui suur kulu kaasneb ettevõtte turustamisega (mujal kui ainult sotsiaalmeedias) ja kas see suurendaks klientide külastatavust;
- leida ka maa ja hoonete väärtus, mis ei kuule uuritavale ettevõttele, vaid ettevõtte omanikele.

Lähtudes tehtud ettepanekutest saab magistritööd edasi arendada. Lisaks võiks uuritava ettevõtte väärtust leida ka teistel sobivatel meetoditel ja tulemusi omavahel võrrelda ja selgitada erinevuste tekkimise põhjuseid.

## KOKKUVÕTE

Käesolevas töös käsitleti pereettevõttena ettevõtet, mida juhib ning mille töötajad on ühe pere liikmed (abikaasa, lapsed, vanemad, õed-vennad). Selles ettevõttes peab olema midagi, mis neid kõiki inimesi ühendab, et neil oleks kõigil motivatsioon selle ettevõttega tegeleda ja selle heaks töötada. Tähtis on ühtekuuluvustunne ja ühisest tegevusest saadav lisakasu (suhted, emotsioonid, turvatunne, sotsiaalne staatus, identiteet jt), ning et ettevõttes valitseks ühtekuuluvustunne. Pereettevõtte osaliste isiklikud huvid peaksid langema kokku pereettevõtete huvidega. Paratamatult perekonnad kasvavad ja uued liikmed ühinevad pereettevõttega, siis uute liikmete motivatsioon ja tahtmine või kahjustada perekonna huve. Seoses sellega tekib ka vajadus pereettevõtte väärtuse hindamiseks. Kui uued pereliikmed, kes peaksid ettevõtte tegutsemise üle võtma, aga see ei lähe nende soovide ja vajadustega kokku, siis tuleb ettevõtte maha müüa.

Pereettevõttel on tugevusi ja nõrkusi. Üheks nõrkuseks on, et pereettevõtte eesmärgid ja tegutsemine (plaanid) on väga tugevalt seotud ühe/kahe inimese nägemusega. Need inimesed ei pruugi olla piisavalt pädevad ja kui seda ettevõtet juhiks keegi teine, oleks ettevõtte palju edukam. Teiseks on motivatsioon – pereettevõttes on sageli tähtsam midagi muud, kui kasumi teenimine ja rahaline eesmärk jääb tagaplaanile. Teadmiste puhul võib olla pereettevõttel eelis (teadmiseid pärandatakse põlvest põlva), kuid samas võib see olla ka nende nõrkus (pereettevõtte pealiikmed pole piisavalt pädevad võrreldes konkurentide juhatuse liikmetega). Järgnevas miinuseks on traditsioonid, ettevõtte omanikud ei ole nõus muutustega kaasa minema. Samas võivad traditsioonid olla ka ettevõttele positiivsed – elujõulised strateegiad, mis on vastu pidanud aastaid. Suureks plussiks on pereettevõttes perekond ise - info liikumine on kiire ja efektiivne inimeste vahel, töötajad on töökad, motiveeritud ja toovad ohverdusi (on nõus tegema ületunde ja töötama madalama palgaga). Suureks miinuseks on piir töö ja eraelu vahel - pereettevõtete suhtes on see piir väga hägune või pea olematu. Seoses sellega võivad

tekkida lisapinged, suhted pannakse proovile ja see kõik võib viia ettevõtte likvideerimiseni. Pereettevõtte eeliseks on ühtekuuluvus, mida on teistes ettevõttes palju raskem saavutada ja maine. Kuna pereettevõtted on oma ettevõtte ja saavutuste üle väga uhked, siis suudavad nad seda ka oma klientidele siiralt edasi kanda.

Pereettevõtteid hinnatakse erinevatel eesmärkidel, peamiseks eesmärgiks on: ost või müük, lahutus ja pärimine. Sageli hinnatakse ka ettevõtet strateegiliste eesmärkide planeerimiseks, ehk tehakse kindlaks, milliseid tegevusi edasi teha, et ettevõtte väärtust kasvatada. Ettevõtete hindamine on üldjuhul keeruline protsess, sest arvestama peab ka mittemajanduslikke väärtusi (ettevõtte maine, kaubamärk, tema turuosa, tema klientuur, tarnijad töökorralduse süsteem, turundusvõimekus). Ettevõtte väärtust ei mõjuta oluliselt minevik ja minevikus tehtud tehingud vaid pigem tulevikus loodavad rahavood. Parku on tuleviku prognoosimine keeruline ja erinevad hindajad näevad erinevaid aspekte ja üleüldse on ettevõtte väärtuse hindamine väga subjektiivne. Teoreetilises osas tuli välja ja eksperdid kinnitasid, et ettevõtte väärtuse hindamine on kunst, mitte teadus, kuigi see saadakse suures osas arvutamise teel.

Hindamisprotsess koosneb mitmest etapist. Kõigepealt tuleb ettevõttest aru saada ja hinnata ettevõtte haru, teha konkurentsianalüüs, finantsaruannete analüüs ja koguda muud informatsiooni ettevõtte kohta. Teiseks tuleb prognoosida ettevõtte müüki, kasumit, dividende ja finantse. Kolmandaks tuleb leida ettevõtte jaoks sobivad hindamismeetodid. Parimaks lahenduseks oleks mitme meetodi kasutamine ja enne erinevuste välja selgitamine (argumenteerimine hindaja poolt). Neljandaks tuleb kõik prognoosid muuta hinnanguteks ehk arvulisteks väärtuseks (ka kõik pehmed väärtused). Viimasena rakendada hindamisel saadud järeldusi. Järeldustega saab ostja argumenteerida, miks müüja peaks olema nõus sellist hinda maksma ja vastupidi.

Pereettevõtte hindamisel tuleb arvestada hindamist mõjutavate pereettevõtete eripäradega. Käesolevas töös selgusid järgnevad eripärad: osakute mittelikviidsus, võtmeisik, juhtimine, palk/hüvitised, kontrollväärtuse preemia, emotsionaalne väärtus, lepingud/laenud, trendid ja laenukeeld. Väärtuse hindamisel tuleb uurida, kas pereliikmetel on pereettevõttega seoseid (rendileping, tarneleping, pereliikmetega seotud laenud), et saaks vajadusel neid ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada. Pereettevõtte väärtus mõjutavad turupositsioon, nimi, bränd, maine, kliendibaas,

töötajate oskus, unikaalsus. Ekspertid tõid välja, et see ei ole ainult pereettevõtete puhul nii, see kehtib kõikide ettevõtete puhul. Sama väidab teooria osas välja toodud Ballwiser, et pereettevõtte väärtuse hindamisel ei ole eripärasid. Pereettevõtet on raskem müüa, kui teisi ettevõtteid, sest pereettevõtte ei ole nii likviidne ja omab ettevõtte väärtust vähendavaid tegureid. Siin tekib teooria ja ekspertide osas lahkeli. Ekspertid tegelikult ei taha, ega eristada praktikas pereettevõtteid tavaettevõtetest, vaid vajadusel kohandavad tingimusi. Näiteks seoses töötasu maksmisega, kui see ei toimu turutingimustel. Või ettevõtte on toimiv vaid siis, kui juhtkond ja omanikud on pereliikmed - sellisel juhul ei ole teiste jaoks sellisel ettevõttel väärtust.

Ettevõtete väärtuse hindamiseks on erinevaid meetodeid. Meetoditel on erinevad lähenemised ja reeglid, seega varieeruvad erinevate meetoditega saadud väärtused. Lisaks on osadel meetoditel väga palju subjektiivsust ja palju sõltub hindajast. Erinevateks meetoditeks on varade väärtusel põhinevad meetodid (varade realiseerimisväärtus, emotsioone arvestav üldväärtuse arvutamise meetod, varade raamatupidamisväärtus); tulupõhised meetodid (kasumipõhine meetod, suhtelise väärtuse hindamise meetodika, NUTDEL meetod, diskonteeritud rahavoo meetod) ja turuväärtusel põhinev turuväärtuse meetod. Lisaks kasutatakse ettevõtte maine põhiseid meetodeid. Magistritöös uuritava ettevõtet hinnati diskonteeritud rahavoogude meetodil, mille käigus leitakse ettevõtte väärtuse arvutamisel ettevõtte vabu rahavooge.

Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtuse hindamiseks tegi autor ettevõttele finantsanalüüsi. Bilansside ja kasumiaruannete töötamisel tehti horisontaalne võrdlev analüüs, millega näidati muutuste dünaamikat erinevate aastate vahel ja vertikaalne võrdlev analüüs, millega uuriti finantsaruannete sisemiste muutuste dünaamikat. Lisaks leiti tegevustulemuste ja finantsseisundi suhtarvud ja võrreldi neid majandusharu keskmistega. Hälbeanalüüsiks ja tegevustulemuste ja finantsseisundi suhtearvude leidmiseks kasutati Kalevipoja Turismitalu OÜ 2015.-2017. aasta bilansse ja kasumiaruandeid. Leiti, et võrreldes konkurentidega ei ole tegemist tugeva ettevõttega ja näitajate kasutamine prognooside koostamisel on raskendatud, sest paljud näitajad on kõikuvad.

Uuritava ettevõtte vabade rahavoogude leidmiseks koostati *pro forma* aruanded ja leiti prognoosid aastateks 2018-2022. Prognoosimisel arvestati, millised võiksid olla

ettevõtte tulud ja kulud järgneval viiel aastal. Kõigepealt prognoositi ettevõtte müügitulu, muid äritulusid ja ettevõtte kulusid. Seejärel prognoositi käibevara, põhivara, kohustusi ja omakapitali. Bilansi tasakaalu säilitamiseks kasutati lisakirjeid („Üleliigne rahavaru“ aktiva poolel ja passiva poolel „Kavandamata laen“). Ettevõtte väärtus leiti DCF meetodiga.

Kõigepealt leiti Kalevipoja Turismitalu OÜ omapapitali väärtus (131 283 eurot) ja testiti väärtuse tundlikkust sisendparameetrite suhtes sensitiivsusanalüüsi läbiviimisega. Selgus, et klientide arvu muutusega vahemikus -10% kuni +10% (v.a 20 päeval, millal on kõik voodikohad broneeritud) mõjutab ettevõtte väärtust vastavalt -3,55% kuni 3,55%. Teiseks testiti sisendparameetri tururiskipreemia muutuste mõju (-50% kuni +50%) Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtusele. Selgus, et tururiskipreemial on väga suur mõju ettevõtte väärtusele. Ettevõtte väärtus jääb vahemikku 133 267 eurot kuni 238 842 eurot, mis on väga suure amplituudiga.

Edasi leiti ettevõtte väärtus, kus kõik tehingud toimuvad turutingimustel (juhatusel makstakse Eesti keskmist palka) ja ettevõtte tegeleb aktiivselt sotsiaalmeedias, suurendades sellega madalhooaja külastatavust. Selleks prognoositi uuesti ettevõtte tulud ja kulud, ning leiti ettevõtte äritegevuse väärtus DCF meetodiga (45 810 eurot). Äritegevuse väärtusele liideti üleliigne rahavaru ja lahutati ettevõtte laenukapitali väärtus. Saadud tulemust vähendati 18%lise mittelikviidsusdiskonto määraga, sest tegemist on väikese pereettevõttega ja müügiks kulub keskmisest rohkem aega. Omakapitali väärtuseks saadi 29 691 eurot, mida Kalevipoja Turismitalu OÜ omanikud võiksid ettevõtte müügist saada.

Järgnevalt uuris autor omanikelt, kas nad on nõus ettevõtet müüma 29 691 euroga. Selgus, et ettevõtte omanikud ei ole kindlasti nõus sellise hinnaga ettevõtet müüma. Omanikud on nõus müüma ettevõtet koos hoonete ja maaga, aga sellisel juhul soovivad nad müügist saada 1 000 000 eurot. Käesolevas magistritöös ei leitud hoonete ja maa väärtust, sest need ei kuulu uuritavale ettevõttele. Siin kohal saaks magistritööd edasi arendada ja leida Kalevipoja Turismitalu OÜ väärtusele lisaks omanikele kuuluva ettevõtte ja hoonete turuhinna. Autor järeldab, et ettevõtte omanikud on ise selle ettevõtte oma kätega üles ehitanud ja sellega kaasneb suur emotsionaalne väärtus, mille eest potentsiaalne ostja ei ole nõus maksma, sest ostja ei osta minevikku vaid tulevikku.

Viimasena viis autor läbi intervjuu eksperdiga, kes tegeleb igapäevaselt ettevõtete väärtuse hindamisega ja kolme teise eksperdiga, kes samamoodi tegelevad igapäevaselt ettevõtete hindamisega, viidi läbi küsitlus kirjavahetuse teel. Ekspertide kommentaaridest selgus, et üldjuhul ei taheta, ega eristata pereettevõtteid teistest ettevõtetest ja pereettevõtete väärtuse hindamist on praktikas väga vähe. Peamisteks põhjusteks, mis pereettevõtteid soovivad oma ettevõtte väärtust hinnata on abielu, lahutus, pärimine ja müük pärijate tahtel. Selgus, et eksperdid kasutavad ettevõtete väärtuse hindamisel mitut erinevat meetodit ja meetodi valik ei sõltu sellest, kas tegu on pereettevõttega või mitte. Tuleb vaid vaadata, kas tehingud toimuvad turutingimustel ja tuleb lähtuda ettevõtte tegevusvaldkonnast. Üheks kõige levinumaks meetodiks ekspertide seas on DCF meetod. Ekspersedid tõid välja, et ettevõtte hindamine on väga subjektiivne ja oluline on aru ärielistest eesmärkidest ja mis majanduses toimub.

## VIIDATUD ALLIKAD

1. Arumäe, U. (2015). *Pereettevõtluse käsiraamat*. Tallinn: Varrak.
2. Astrachan, J. H., Jaskiewicz, P. (2008). Emotional Returns and Emotional Costs in Privately Held Family Businesses: Advancing Traditional Business Valuation. *Family Business Review*, 21:2, 139-149, doi: 10.1111/j.1741-6248.2008.00115.x
3. Astrachan, J. H., Shanker, M. (2003). Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look. *Family Business Review*, 16:3, 211-219, doi: 10.1111/j.1741-6248.2003.tb00015.x
4. Ballwieser, W. (2017). *Valuation of Family Business*. Vaadatud 17.05.2019 [http://www.forumtools.biz/oiv/upload/Ballwieser\\_Valuationoffamilybusiness.pdf](http://www.forumtools.biz/oiv/upload/Ballwieser_Valuationoffamilybusiness.pdf)
5. Bassalini, A., Caroli, E., Reberioux, A., Breda, T. (2011). Working in Family Firms: Less Paid but More Secure? Evidence from French Matched Employer-Employee Data. *Industrial and Labor Relations Review*, 66:2, 433-466, doi: 10.1177/001979391306600206
6. Block, J. H., Millan, J. M., Roman, C., Zhou, H. (2013). Job Satisfaction and Wages of Family Employees. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39:2, 183—207, doi: 10.1111/etap.12035
7. Caputo, A., Marzi, G., Pellegrini, M. M., Rialti, R. (2018). Conflict management in family businesses. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39:2, 183—207, doi: 10.1111/etap.12035
8. Cherchem, N. (2017). The relationship between organizational culture and entrepreneurial orientation in family firms: Does generational involvement matter? *Journal of Family Business Strategy*, 8:2, 87-98, doi: 10.1016/j.jfbs.2017.04.001
9. Chrisman, J. J., Chua, J. H., Zahra, S. A. (2003). Creating wealth in family firms through managing resources: comments and extensions. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27:4, 359—365, doi: 10.1111/1540-8520.t01-1-00014

10. Claesson, J., Eriksson, S., Wengbrand, F. (2005). *Valuation of Family Businesses: a Case Study*. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:3857/FULLTEXT01.pdf>
11. Claywell, J. R. (2017). *Family Businesses Bring Valuation Challenges*. Vaadatud 17.05.2019 <http://www.biz-valuation.com/family-businesses-bring-valuation-challenges/>
12. Craig, J. B., Dibrell, C., Garrett, R. (2013). Examining relationships among family influence, family culture, flexible planning systems, innovativeness and firm performance. *Journal of Family Business Strategy*, 5:3, 229—238, doi: 10.1016/j.jfbs.2013.09.002
13. Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Sharma, P., Pearson, A. W., Long, R. G. (2017). A Strategic Management Perspective of the Family Firm: Past Trends, New Insights, and Future Directions. *Journal of Managerial Issues*, 29:1, 6-29. Vaadatud 17.05.2019 [https://www.researchgate.net/publication/313469153\\_A\\_Strategic\\_Management\\_Perspective\\_of\\_the\\_Family\\_Firm\\_Past\\_Trends\\_New\\_Insights\\_and\\_Future\\_Directions](https://www.researchgate.net/publication/313469153_A_Strategic_Management_Perspective_of_the_Family_Firm_Past_Trends_New_Insights_and_Future_Directions)
14. Debarliev, S., Janeska-Iliev, A. (2015). *Family business characteristics and differences: Some insights from the developing countries*. Vaadatud 17.05.2019 [https://www.researchgate.net/publication/311208065\\_Family\\_business\\_characteristics\\_and\\_differences\\_Some\\_insights\\_from\\_the\\_developing\\_countries](https://www.researchgate.net/publication/311208065_Family_business_characteristics_and_differences_Some_insights_from_the_developing_countries)
15. Dennis, D., Gartland, T. E., Niergarth, B. (2008). *Business Valuation Strategies*. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.dgncpa.com/services/consulting-advisory/business-valuation.html>
16. Eesti Pank. (2018). *Rahapoliitika ja Majandus*. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.eestipank.ee/publikatsioon/rahapoliitika-ja-majandus/2018/rahapoliitika-ja-majandus-22018>
17. Eesti Statistikaamet. (2019). Keskmise brutokuupalk. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.stat.ee/stat-keskmise-brutokuupalk>
18. Eesti Statistikaamet. (2019). Uus statistika andmebaas. Vaadatud 17.05.2019 <http://andmebaas.stat.ee/?lang=et#>

19. Fang, H., Randolph, R. V. D. G., Memilis, E., Chrisman, J. J. (2015). Does Size Matter? The Moderating Effects of Firm Size on the Employment of Nonfamily Managers in Privately Held Family SMEs. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40:5, 1017-1039, doi: 10.1111/etap.12156
20. Feldman, S. J. (2005). *Principles of Private Firm Valuation*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
21. Fernandez, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Navarra: Academic Press.
22. FINH (Financil Capital, Human Capital). (2018). *Why Valuation is Important to Family Business*. Vaadatud 17.05.2019 <http://finh.com/news/why-valuation-is-important-to-family-businesses/>
23. Fletcher, D., Melin, L., Gimeno, A. (2012). Culture and values in family business—A review and suggestions for future research. *Journal of Family Business Strategy*, 3:3, 127-131, doi: 10.1016/j.jfbs.2012.06.001
24. Gandemann, R. (2001). *Hiring Family In Your Family Business*. Vaadatud 17.05.2019  
<https://manningelliott.com/sites/default/files/10.%20Hiring%20family%20members%20in%20a%20family%20business.pdf>
25. Gottlieb, M. S. (2018). *Challenges In Valuing Family Owned Businesses*. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.msgcpa.com/forensicperspectives/challenges-valuing-family-owned-businesses/>
26. Granata, D., Chirico, F. (2010). Measures of Value in Acquisitions: Family Versus Nonfamily Firms. *Family Business Review*, 23:4, 341—354, doi: 10.1177/0894486510386367
27. Ilisson, A. (12.07.2002). Inglise perefirma rajab Eestisse tehase. *Ärileht*. Vaadatud 17.05.2019 <http://arileht.delfi.ee/archive/inglise-perefirma-rajab-eestis-tehase?id=3937158>
28. Kaljo, A. (2014). Investeeritud kapitali tootlikkus (ROIC) ettevõtte väärtuse mõjurina. Tallinn: Magistritöö. Vaadatud 17.05.2019  
<https://digi.lib.ttu.ee/i/file.php?DLID=3536&t=1>

29. Kann, L., Juhkam, A. (07.04.2010). Kuidas hinnatakse ettevõtte väärtust? *Äripäev*. Vaadatud 17.05.2019 <http://www.raamatupidaja.ee/uudised/2010/04/07/kuidas-hinnatakse-ettevotte-vaartust>
30. Kantšukov, M. (2010). Väärtuskordajatel põhineva meetodi kasutamine ettevõtte väärtuse hindamisel. Tartu: Magistritöö. Vaadatud 17.05.2019 [https://www.researchgate.net/publication/45588925\\_Vaartuskordajatel\\_pohineva\\_meetodi\\_kasutamine\\_ettevotte\\_vaartuse\\_hindamisel](https://www.researchgate.net/publication/45588925_Vaartuskordajatel_pohineva_meetodi_kasutamine_ettevotte_vaartuse_hindamisel)
31. Kaseorg, M., Siimon, A. (2007). *Perefirmade loomise, tegutsemise ja arengu probleemid Eestis*. Vaadatud 17.05.2019 [https://www.ut.ee/sites/default/files/ut\\_files/bf2c7ea45a1585f6c3826a880b433fc7.pdf](https://www.ut.ee/sites/default/files/ut_files/bf2c7ea45a1585f6c3826a880b433fc7.pdf)
32. Kets de Vries, M. (1993). The dynamics of family controlled firms: the good and bad news. *Organizational Dynamics*, 21:3, 59-71, doi: 10.1016/0090-2616(93)90071-8
33. Kidwell, R. E., Eddleston, K. A., Kellermanns, F. W. (2017). Learning bad habits across generations: How negative imprints affect human resource management in the family firm. *Human Resource Management Review*, 28:2, 5-17, doi: 10.1016/j.hrmr.2017.05.002
34. Klanberg, P. (29.05.2006). Perefirma konflikt paneb proovile nii isiklikud kui ka ärilised suhted. *Äripäev*. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.rmp.ee/uudised/tooigus-uudised/perefirma-konflikt-paneb-proovile-nii-isiklikud-kui-ka-arilised-suhted-2006-05-29>
35. Koiranen, M. (2002). Over 100 Years of Age But Still Entrepreneurially Active in Business: Exploring the Values and Family Characteristics of Old Finnish Family Firms. *Family Business Review*, 15:3, 175—187, doi: 10.1111/j.1741-6248.2002.00175.x
36. Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010). *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Vaadatud 17.05.2019 [http://elibrary.bsu.az/books\\_200/N\\_1.pdf](http://elibrary.bsu.az/books_200/N_1.pdf)
37. Leach, P., Bogod, T. (1999). *Guide to the family business*. (3<sup>rd</sup> ed.) London: BDO Stoy Hayward.

38. Littunen, H. (2003). Management capabilities and environmental characteristics in the critical operational phase of entrepreneurship - A comparison of Finnish family and nonfamily firms. *Family Business Review*, 16:3, 183-197, doi: 10.1111/j.1741-6248.2003.tb00013.x
39. Lude, M., Prügl, R. (2018). Why the family business brand matters: Brand authenticity and the family firm trust inference. *Journal of Business Research*, 89:1, 121-134, doi: 10.1016/j.jbusres.2018.03.040
40. Mendlowitz, E. (2019). *Eight Ways of Valuing a Family Owned Business*. Vaadatud 17.05.2019 <http://quickreadbuzz.com/2015/04/15/eight-ways-of-valuing-a-family-owned-business/>
41. Minola, T., Brumana, M., Campopiano, G., Garrett, R. P., Cassia, L. (2016). Corporate venturing in family business: a developmental approach of the enterprising family. *Strategic Entrepreneurship Journal*, doi: 10.1002/sej.1236
42. NetEkspert. (2018). *Ettevõtte väärtuse hindamise teenus*. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.netekspert.com/calculators/valuecalc/valuecalc.asp>
43. Parrish, S. (2013). *Why Should I Bother Valuing My Business?* Vaadatud 17.05.2019 <https://www.forbes.com/sites/steveparrish/2013/12/03/why-should-i-bother-valuing-my-business/#45feb71c5548>
44. Pike, R., Sharp, J., Kantor, J. (1988). The Role of Accounting Information in Valuing Unlisted Shares. *Accounting and Business Research*, 18:71, 249-255, doi: 10.1080/00014788.1988.9729371
45. Pilvebüroo. (2018). *Kuidas maksustatakse ettevõtte sõiduauto? (2018 uuendused)*. Vaadatud 17.05.2019 <https://pilvebyroo.ee/ettevotte-soiduauto/>
46. Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
47. Revenue. (2018). *Family Wages Tax deductibility in remunerating family members*. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.revenue.ie/en/tax-professionals/tm/income-tax-capital-gains-tax-corporation-tax/part-04/04-06-23.pdf>
48. Rousseau, M. B., Kellermanns, F., Zellweger, T., Beck, T. E. (2018). Relationship Conflict, Family Name Congruence, and Socioemotional Wealth in Family Firms. *Family Business Review*, 31:4, 397–416, doi: 10.1177/0894486518790425

49. Rundal, S. J. (2016). *Principles of Private Firm Valuation*. Vaadatud 17.05.2019  
[https://www.granthornton.com.au/globalassets/1.-member-firms/australian-website/services/affinity/gtal\\_2016\\_valuations-of-sme-pres-phill-r.pdf](https://www.granthornton.com.au/globalassets/1.-member-firms/australian-website/services/affinity/gtal_2016_valuations-of-sme-pres-phill-r.pdf)
50. Sanchez-Ruiz, P., Maldonado-Bautista, I., Rutherford, M. (2018). Business stressors, family-business identity, and divorce in family business: A vulnerability-stress-adaptation (VSA) model. *Journal of Family Business Strategy*, 9:3, 167-179, doi: 10.1016/j.jfbs.2018.03.005
51. Schwerzler, D. (2018). *Family Business Valuation*. Vaadatud 17.05.2019  
<http://www.family-business-experts.com/family-business-valuation.html>
52. Souza, E., Moreira, A., Araujo, J., Abrahao, S., Insfran, E., Silveira, D. S. (2018). Comparing business value modeling methods: A family of experiments. *Information and Software Technology*, 104:1, 179-193, doi: 10.1016/j.infsof.2018.08.001
53. Stewart, A., Hitt, M. A. (2012). Why Can't a Family Business Be More Like a Nonfamily Business? *Family Business Review*, 25:1, 58-86, doi: 10.1177/0894486511421665
54. Zapareto, M. R., Jimenez, M. R. (2013). Family Business Values: analysis of its influence on family members' behavior. *Revista de Empresa Familiar*, 3:2, 7-16, doi: 10.24310/ejfbefb.v3i2.4042
55. Zellweger, T. M., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., Chua, J. H. (2012). Family Control and Family Firm Valuation by Family CEOs: The Importance of Intentions for Transgenerational Control. *Organization Science*, 23:3, 851-868, doi: 10.1287/orsc.1110.0665
56. Zellwegger, T.M. (2006). Risk, Return and Value in the Family Firm. Vaadatud 17.05.2019  
[https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3188/\\$FILE/dis3188.pdf](https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3188/$FILE/dis3188.pdf)
57. Zernand, M. (31.01.2005). Pereettevõtte tähtsus Eestis tõuseb. *Ärileht*. Vaadatud 17.05.2019  
<http://arileht.delfi.ee/archive/pereettevotte-tahtsus-eestis-touseb?id=9666933>
58. Zirnask, V. (2008). *Strateegiline finantsjuhtimine: Idee kohtub rahakotiga*. Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda.

59. Talpsepp, T. (2018). *Kui palju on teie firma väärt – kuidas käib ettevõtte väärtuse hindamine*. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.seb.ee/foorum/ettevotlus/kui-palju-teie-firma-vaart-kuidas-kaib-ettevotte-vaartuse-hindamine>
60. Tarkjapalk. (2017). Eesti töjõuturg - üldine prognoos 2017. aastaks. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.tarkjapalk.ee/palgastatistika/tooturg-2017-prognoos>
61. Toppr. (2018). Goodwill. Vaadatud 17.05.2019 <https://www.toppr.com/guides/accountancy/admission-of-a-partner/goodwill/>
62. Walsh, G. (2011). Family Business Succession. Managing the All-Important Family Component. Vaadatud 17.05.2019 <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/07/3468-succession.pdf>
63. Ward, J. (1987). *Keeping the family business healthy*. USA: Palgrave Macmillan US.
64. Vasquez, P. (2016). Family Business Ethics: At the Crossroads of Business Ethics and Family Business. *Journal of Business Ethics*, 150:3, 691-709, doi: 10.1007/s10551-016-3171-1
65. Williams Jr, R. I., Pieper, T. M., Kellermanns, F. W., Astrachan, J. H. (2018). Family Firm Goals and their Effects on Strategy, Family and Organization Behavior: A Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews*, 20:S1, S63-S82, doi: 10.1111/ijmr.12167
66. Äriseadustik. (1995). Vaadatud 17.05.2019 <https://www.riigiteataja.ee/akt/128022019010>

## LISAD

Lisa 1. Kalevipoja Turismitalu OÜ bilansi aastaaruanded 2013–2017, EUR

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>VARA</b>					
<b>Käibevara</b>					
Raha ja pangakontod	6913	606	2189	436	409
Üleliigne rahavaru	0	0	0	0	0
Nõuded ja ettemaksud	250	310	50	0	181
Varud	6145	6145	6145	6237	6314
<b>Käibevara kokku</b>	<b>13308</b>	<b>7061</b>	<b>8384</b>	<b>6673</b>	<b>6904</b>
<b>Põhivara</b>					
Materiaalne põhivara	16494	15618	14742	18967	17541
Immateriaalne põhivara	0	0	0	0	0
<b>Põhivara kokku</b>	<b>16494</b>	<b>15618</b>	<b>14742</b>	<b>18967</b>	<b>17541</b>
<b>VARAD KOKKU</b>	<b>29802</b>	<b>22679</b>	<b>23126</b>	<b>25640</b>	<b>24445</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL</b>					
<b>Lühiajalised kohustused</b>					
Võlakohustused	5440	5556	8513	12557	9602
Võlad ja ettemaksud	6377	4592	2563	3718	3147
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>11817</b>	<b>10148</b>	<b>11076</b>	<b>16276</b>	<b>12750</b>
<b>Pikaajalised kohustused</b>					
Kavandamata laen	0	0	0	0	0
Võlakohustused	9428	5610	1680	0	0
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>9428</b>	<b>5610</b>	<b>1680</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>21245</b>	<b>15758</b>	<b>12756</b>	<b>16276</b>	<b>12750</b>
<b>OMAKAPITAL</b>					
Osakapital	2556	2556	2556	2556	2556
Kohustuslik reservkapital	255	255	255	255	255
Jaotamata kasum	5746	4110	7559	6552	8883
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>8557</b>	<b>6921</b>	<b>10370</b>	<b>9364</b>	<b>11695</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>29802</b>	<b>22679</b>	<b>23126</b>	<b>25640</b>	<b>24445</b>

Allikas: (Kalevipoja Turismitalu OÜ majandusaasta aruanded aastatel 2013-2017); autori koostatud.

**Lisa 2.** Kalevipoja Turismitalu OÜ kasumi aastaaruanded 2013-2017, EUR

	2013	2014	2015	2016	2017
Müügitulu	15907	15773	15925	15979	15644
Muud äritulud	0	45	0	0	106
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teenused	-12442	-12310	-9551	-11772	-6955
Mitmesugused tegevuskulud	-1394	-1346	-25	-232	-4225
Tööjõukulud	-1172	-2570	-1806	-2408	-803
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-876	-876	-876	-2375	-1426
Muud ärikulud	-170	0	0	-70	0
<b>Ärikasum</b>	<b>-147</b>	<b>-1284</b>	<b>3667</b>	<b>-878</b>	<b>2341</b>
Finantskulud	-459	-352	-218	-129	-10
<b>Kasum enne maksustamist</b>	<b>-606</b>	<b>-1636</b>	<b>3449</b>	<b>-1007</b>	<b>2331</b>
Tulumaks	0	0	0	0	0
<b>Aruandeperioodi puhaskasum</b>	<b>-606</b>	<b>-1636</b>	<b>3449</b>	<b>-1007</b>	<b>2331</b>

Allikas: (Kalevipoja Turismitalu OÜ majandusaasta aruanded aastatel 2013-2017); autori koostatud.

**Lisa 3.** Kalevipoja Turismitalu OÜ horisontaalanalüüs bilansi põhjal aastatel 2015–2017

	31.12.2015, eur	Muutus 31.12.2016 seisuga, eur	Muutus 31.12.2016 seisuga, %	Muutus 31.12.2017 seisuga, eur	Muutus 31.12.2017 seisuga, %
<b>VARA</b>					
<b>Käibevara</b>					
Raha ja pangakontod	2189,00	-1753,38	-80,10	-1779,92	-81,31
Nõuded ja ettemaksud	50,00	-50,00	-100,00	130,79	261,58
Varud	6145,00	92,23	1,50	168,87	2,75
<b>Käibevara kokku</b>	<b>8384,00</b>	<b>-1711,15</b>	<b>-20,41</b>	<b>-1480,26</b>	<b>-17,66</b>
<b>Põhivara</b>					
Materiaalne põhivara	14742,00	4224,91	28,66	2799,15	18,99
<b>Põhivara kokku</b>	<b>14742,00</b>	<b>4224,91</b>	<b>28,66</b>	<b>2799,15</b>	<b>18,99</b>
<b>VARAD KOKKU</b>	<b>23126,00</b>	<b>2513,76</b>	<b>10,87</b>	<b>1318,89</b>	<b>5,70</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL</b>					
<b>Lühiajalised kohustused</b>					
Võlakohustused	8513,00	4044,34	47,51	1089,26	12,80
Võlad ja ettemaksud	2563,00	1155,46	45,08	584,43	22,80
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>11076,00</b>	<b>5199,80</b>	<b>46,95</b>	<b>1673,69</b>	<b>15,11</b>
<b>Pikaajalised kohustused</b>					
Pikaajalised võlakohustused kokku	1680,00	-1680,00	-100,00	-1680,00	-100,00
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>1680,00</b>	<b>-1680,00</b>	<b>-100,00</b>	<b>-1680,00</b>	<b>-100,00</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>12756,00</b>	<b>3519,80</b>	<b>27,59</b>	<b>-6,31</b>	<b>-0,05</b>
<b>OMAKAPITAL</b>					
Aruandeaasta kasum (kahjum)	3449,00	-4456,00	-129,20	-1117,76	-32,41
Osakapital	2556,00	0,47	0,02	0,47	0,02
Kohustuslik reservkapital	255,00	0,45	0,18	0,45	0,18
Eelmiste perioodide kasum	4110,00	3449,04	83,92	2442,04	59,42
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>10370,00</b>	<b>-1006,04</b>	<b>-9,70</b>	<b>1325,20</b>	<b>12,78</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>23126,00</b>	<b>2513,76</b>	<b>10,87</b>	<b>1318,89</b>	<b>5,70</b>

Allikas: (Kalevipoja Turismitalu OÜ majandusaasta aruanded aastatel 2013-2017);  
autori arvutused.

**Lisa 4.** Kalevipoja Turismitalu OÜ vertikaalanalüüs bilansi põhjal aastatel 2015–2017

	31.12.2015 , eur	Osakaal kogu- summast, %	31.12.2016 , eur	Osakaal kogu- summast, %	31.12.2017 , eur	Osakaal kogu- summast , %
Raha ja pangakontod	2 189	9,47	436	1,70	409	1,67
Nõuded ja ettemaksud	50	0,22	0	0,00	181	0,74
Varud	6 145	26,57	6 237	24,33	6 314	25,83
<b>Käibevara kokku</b>	<b>8 384</b>	<b>36,25</b>	<b>6 673</b>	<b>26,03</b>	<b>6 904</b>	<b>28,24</b>
Materiaalne põhivara	14 742	63,75	18 967	73,97	17 541	71,76
<b>Põhivara kokku</b>	<b>14 742</b>	<b>63,75</b>	<b>18 967</b>	<b>73,97</b>	<b>17 541</b>	<b>71,76</b>
<b>VARAD KOKKU</b>	<b>23 126</b>	<b>100,00</b>	<b>25 640</b>	<b>100,00</b>	<b>24 445</b>	<b>100,00</b>
Lenukohustised	8 513	36,81	12 557	48,98	9 602	39,28
Võlad ja ettemaksud	2 563	11,08	3 718	14,50	3 147	12,88
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>11 076</b>	<b>47,89</b>	<b>16 276</b>	<b>63,48</b>	<b>12 750</b>	<b>52,16</b>
Laenukohustised	1 680	7,26	0	0,00	63 844	261,18
<b>Pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>1 680</b>	<b>7,26</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>12 756</b>	<b>55,16</b>	<b>16 276</b>	<b>63,48</b>	<b>12 750</b>	<b>52,16</b>
Osakapital	2 556	11,05	2 556	9,97	2 556	10,46
Kohustuslik reservkapital	255	1,10	255	1,00	255	1,05
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	4110	17,77	7559	29,48	6552,04	26,80
Aruandeaasta kasum	3 449	14,91	-1 007	-3,93	2 331	9,54
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>10 370</b>	<b>44,84</b>	<b>9 364</b>	<b>36,52</b>	<b>11 695</b>	<b>47,84</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>23 126</b>	<b>100,00</b>	<b>25 640</b>	<b>100,00</b>	<b>24 445</b>	<b>100,00</b>

Allikas: (Kalevipoja Turismitalu OÜ majandusaasta aruanded aastatel 2013-2017); autori arvutused.

**Lisa 5.** Kalevipoja Turismitalu OÜ kasumi vertikaalanalüüs aastatel 2015–2017

	31.12.2015, eur	Osakaal müügitulust, %	31.12.2016, eur	Osakaal müügitulust, %	31.12.2017, eur	Osakaal müügitulust, %
Müügitulu	15925	100,00	15979	100,00	15644,02	100,00
muud äritulud	0	0,00	0	0,00	105,8	0,68
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teenused	9551	59,97	11772	73,67	6954,91	44,46
<b>Brutokasum</b>	<b>6374</b>	<b>40,03</b>	<b>4207</b>	<b>26,33</b>	<b>8794,91</b>	<b>56,22</b>
Mitmesugused tegevuskulud	25	0,16	232	1,45	4224,9	27,01
Tööjõukulud	1806	11,34	2408	15,07	802,8	5,13
Põhivara kulum ja väärtuse langus	876	5,50	2375	14,86	1425,76	9,11
Muud ärikulud	0	0,00	70	0,44	0	0,00
<b>ÄRIKASUM (-KAHJUM)</b>	<b>3667</b>	<b>23,03</b>	<b>-878</b>	<b>-5,49</b>	<b>2341,45</b>	<b>14,97</b>
Intressikulud	218	1,37	129	0,81	10,28	0,07
Muud finantstulud ja -kulud	0	0,00	0	0,00	0,07	0,00
<b>Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist</b>	<b>3449</b>	<b>21,66</b>	<b>-1007</b>	<b>-6,30</b>	<b>2331,24</b>	<b>14,90</b>
Tulumaks	0	0,00	0	0,00	0	0,00
<b>Aruandeperioodi kasum (kahjum)</b>	<b>3449</b>	<b>21,66</b>	<b>-1007</b>	<b>-6,30</b>	<b>2331,24</b>	<b>14,90</b>

Allikas: (Kalevipoja Turismitalu OÜ majandusaasta aruanded aastatel 2013-2017); autori arvutused.

**Lisa 6.** Kalevipoja Turismitalu OÜ *pro forma* bilanss aastatel 2018–2023

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>VARA</b>						
<b>Käibevara</b>						
Raha ja pangakontod	1433	1777	2132	2175	2219	2263
Üleliigne rahavaru	1230	9816	23994	43114	56596	77634
Nõuded ja ettemaksed	250	310	372	380	388	395
Varud	9779	12125	14550	14841	15138	15441
<b>Käibevara kokku</b>	<b>12692</b>	<b>24029</b>	<b>41049</b>	<b>60510</b>	<b>74340</b>	<b>95733</b>
Põhivara						
Materiaalne põhivara	16115	14690	13264	11838	17412	15137
Immateriaalne põhivara	0	0	0	0	0	0
<b>Põhivara kokku</b>	<b>16115</b>	<b>14690</b>	<b>13264</b>	<b>11838</b>	<b>17412</b>	<b>15137</b>
<b>VARAD KOKKU</b>	<b>28807</b>	<b>38718</b>	<b>54313</b>	<b>72349</b>	<b>91753</b>	<b>110870</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL</b>						
Lühiajalised kohustused						
Võlakohustused	6647	3692	737	0	0	0
Võlad ja ettemaksed	3147	3147	3147	3147	3147	3147
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>9795</b>	<b>6840</b>	<b>3884</b>	<b>3147</b>	<b>3147</b>	<b>3147</b>
Pikaajalised kohustused						
Kavandamata laen	0	0	0	0	0	0
Võlakohustused	0	0	0	0	0	0
Pikaajalised kohustused kokku	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>9795</b>	<b>6840</b>	<b>3884</b>	<b>3147</b>	<b>3147</b>	<b>3147</b>
OMAKAPITAL						
Osakapital	2556	2556	2556	2556	2556	2556
Kohustuslik reservkapital	255	255	255	255	255	255
Jaotamata kasum	16201	29067	47616	66390	85794	104910
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>19013</b>	<b>31879</b>	<b>50428</b>	<b>69202</b>	<b>88605</b>	<b>107722</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>28807</b>	<b>38718</b>	<b>54313</b>	<b>72349</b>	<b>91753</b>	<b>110870</b>

Allikas: autori koostatud.

**Lisa 7.** Kalevipoja Turismitalu OÜ *pro forma* kasumiaruanne aastatel 2018–2023, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Müügitulu	25000	31000	37200	37944	38703	39477
Muud äritulud	0	0	0	0	0	0
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teenused	-10606	-10239	-9825	-9879	-9501	-10010
Mitmesugused tegevuskulud	-2296	-2847	-3416	-3484	-3554	-3625
Tööjõukulud	-3345	-3613	-3974	-4371	-4808	-5289
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-1426	-1426	-1426	-1426	-1426	-1426
Muud ärikulud	0	0	0	0	0	0
<b>Ärikasum</b>	<b>7328</b>	<b>12876</b>	<b>18560</b>	<b>18784</b>	<b>19414</b>	<b>19127</b>
Finantskulud	-10	-10	-10	-10	-10	-10
<b>Kasum enne maksustamist</b>	<b>7317</b>	<b>12866</b>	<b>18550</b>	<b>18773</b>	<b>19404</b>	<b>19117</b>
Tulumaks	0	0	0	0	0	0
<b>Aruandeperioodi puhaskasum</b>	<b>7317</b>	<b>12866</b>	<b>18550</b>	<b>18773</b>	<b>19404</b>	<b>19117</b>

Allikas: autori koostatud.

**Lisa 8.** Kalevipoja Turismitalu OÜ *pro forma* bilanss aastatel 2018–2023, kui kõik tehingud toimuvad turutingimustel, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>VARA</b>						
<b>Käibevara</b>						
Raha ja pangakontod	2258	2768	3321	3387	3455	3524
Üleliigne rahavaru	0	0	0	2613	4699	11649
Nõuded ja ettemaksud	395	483	580	592	604	616
Varud	15411	18884	22661	23114	23577	24048
<b>Käibevara kokku</b>	<b>18064</b>	<b>22135</b>	<b>26562</b>	<b>29707</b>	<b>32334</b>	<b>39837</b>
Põhivara						
Materiaalne põhivara	16115	14690	13264	11838	17412	15137
Immateriaalne põhivara	0	0	0	0	0	0
<b>Põhivara kokku</b>	<b>16115</b>	<b>14690</b>	<b>13264</b>	<b>11838</b>	<b>17412</b>	<b>15137</b>
<b>VARAD KOKKU</b>	<b>34179</b>	<b>36825</b>	<b>39826</b>	<b>41545</b>	<b>49747</b>	<b>54974</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL</b>						
Lühiajalised kohustused						
Võlakohustused	6647	3692	737	0	0	0
Võlad ja ettemaksud	3147	3147	3147	3147	3147	3147
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>9795</b>	<b>6840</b>	<b>3884</b>	<b>3147</b>	<b>3147</b>	<b>3147</b>
Pikaajalised kohustused						
Kavandamata laen	13328	13506	7531	0	0	0
Võlakohustused	0	0	0	0	0	0
Pikaajalised kohustused kokku	<b>13328</b>	<b>13506</b>	<b>7531</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>KOHUSTUSED KOKKU</b>	<b>23123</b>	<b>20346</b>	<b>11415</b>	<b>3147</b>	<b>3147</b>	<b>3147</b>
OMAKAPITAL						
Osakapital	2556	2556	2556	2556	2556	2556
Kohustuslik reservkapital	255	255	255	255	255	255
Jaotamata kasum	8245	13668	25599	35585	43787	49014
<b>OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>11057</b>	<b>16480</b>	<b>28411</b>	<b>38397</b>	<b>46599</b>	<b>51826</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>	<b>34180</b>	<b>36825</b>	<b>39826</b>	<b>41545</b>	<b>49746</b>	<b>54973</b>

Allikas: autori koostatud.

**Lisa 9.** Kalevipoja Turismitalu OÜ *pro forma* kasumiaruanne aastatel 2018–2023, kui kõik tehingud toimuvad turutingimustel, EUR

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Müügitulu	39400	48280	57936	59095	60277	61482
Muud äritulud	0	0	0	0	0	0
Müüdud kaubad, kasutatud materjalid ja teenused	-10606	-10239	-9825	-9879	-9501	-10010
Mitmesugused tegevuskulud	-3618	-4433	-5320	-5426	-5535	-5646
Tööjõukulud	-24378	-26749	-29424	-32367	-35603	-39164
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-1426	-1426	-1426	-1426	-1426	-1426
Muud ärikulud	0	0	0	0	0	0
<b>Ärikasum</b>	<b>-628</b>	<b>5433</b>	<b>11942</b>	<b>9997</b>	<b>8212</b>	<b>5237</b>
Finantskulud	-10	-10	-10	-10	-10	-10
<b>Kasum enne maksustamist</b>	<b>-638</b>	<b>5423</b>	<b>11931</b>	<b>9986</b>	<b>8202</b>	<b>5227</b>
Tulumaks	0	0	0	0	0	0
<b>Aruandeperioodi puhaskasum</b>	<b>-638</b>	<b>5423</b>	<b>11931</b>	<b>9986</b>	<b>8202</b>	<b>5227</b>

Allikas: autori koostatud.

**Lisa 10.** Magistritöö käigus kogutud andmete allikad ja kogumise meetodid

Andmete kogumise meetod	Osalejad	Eesmärk	Aeg	Koht
Struktureerimata paarisintervjuu	Terje Kärmas, Mati Kärmas	Ettevõttega tutvumine	13.12.2019 kell 16:00-16:45	Änkküla Jõgeva vald
Poolstruktureeritud paarisintervjuu	Terje Kärmas, Mati Kärmas	Täpsustavate andmete kogumine	03.01.2019 kell 15:30-16:50	Änkküla Jõgeva vald
Fookusgruupiintervjuu	Terje Kärmas, Kerli Kärmas, Mati Kärmas, Matti Kärmas	Ettevõtte tuleviku prognoos (Kuidas ettevõtte käivet suurendada?)	09.01.2019 kell 16:30-18:05	Änkküla Jõgeva vald
Struktureeritud paarisintervjuu	Terje Kärmas, Matti Kärmas	Ettevõtte väärtuse tutvustamine ja kas omanikud on nõus selle hinnaga ettevõtet müüma	29.03.2019 kell 16:00-16:20	Änkküla Jõgeva vald
Struktureeritud kirjavahetus	Jaak Lepik	Pereettevõtete väärtuse hindamine praktikas ja eripärade arvestamine	03.04.2019	-
Struktureeritud kirjavahetus	Vello Vallaste	Pereettevõtete väärtuse hindamine praktikas ja eripärade arvestamine	03.04.2019	-
Struktureeritud kirjavahetus	Alar Voitka	Pereettevõtete väärtuse hindamine praktikas ja eripärade arvestamine	08.04.2019	-
Poolstruktureeritud individuaalintervjuu	Tambet Made	Pereettevõtete väärtuse hindamine praktikas ja eripärade arvestamine	04.04.2019 kell 10:00-11:25	Tallinn

Allikas: autori koostatud.

**Lisa 11.** Magistritöö käigus ekspertidelt kogutud andmete kokkuvõte

Pereettevõtete hindamise eripärade väljaselgitamiseks praktikas on korraldatud intervjuu või kirjavahetus ekspertidega<sup>3</sup>, kes igapäevaselt tegelevad ettevõtete hindamisega. Intervjuu ja kirjavahetuse eesmärgiks on välja selgitada, kuidas hindavad eksperdid pereettevõtteid. Valimi moodustab neli eksperti: Tambet Made, kellega viis autor läbi intervjuu silmast silma vestluse käigus ja Jaak Lepik, Vello Vallaste ning Alar Voitka, kellelt kogus autor andmeid kirjavahetuse teel (vt lisa 10). Ekspertide vastused ei ole üldistatavad ettevõtetele, kus nad töötavad, ega kõikide hindajate tegemistele. Ekspertidelt küsiti järgnevaid küsimusi.

- 1) Kas ja kuidas te eristate pereettevõtteid teistest ettevõtetest?
- 2) Kas praktikas on palju pereettevõtte väärtuse hindamist võrreldes tavaliste väikeettevõtetega?
- 3) Kui arvestate kõiki hindamisi, kui suure osa moodustavad neist pereettevõtted?
- 4) Miks soovivad pereettevõtted oma väärtust hinnata?
- 5) Milliseid meetodeid kasutate ettevõtete hindamisel? Milliseid kõige sagedamini? Milliseid neist väikeettevõtete hindamisel ja milliseid pereettevõtte väärtuse hindamisel?
- 6) Kas pereettevõtte väärtuse hindamisel olete kohanud mingisuguseid eripärasid?
- 7) Kuidas olete hindamisprotsessis nende eripäradega arvestanud?
- 8) Kui hindate pereettevõtte väärtust, kas leiate alati minimaalse hinna, millest odavamalt ei oleks omanikel mõtet ettevõttest loobuda?

Kõigepealt, et saada teada, kas reaalsuses eristatakse pereettevõtteid tavaettevõtetest küsiti ekspertide käest, kas ja kuidas nad eristavad pereettevõtteid teistest ettevõtetest. Selgus, et üldjuhul ei eristata. Lepik (2019) tõi välja, et eristab seoses juhtimise ja töötasu maksmisega, kui need ei ole korraldatud vabaturu alustel või ettevõtte on toimiv vaid juhul, kui juhtkond ja omanikud on pereliikmed. Made (2019) tõi intervjuu käigus välja, et ta ei taha eristada pereettevõtteid teistest ettevõtetest, sest pereettevõtte ei ole eriskummaline – on vaid omandisuhe erisus. Ettevõtte on pereettevõtte, kui ettevõtte kuulub vähemalt kahele pereliikmele ehk omanike ringis peab olema vähemalt kaks perekonna liiget – esimese ringi perekonna liiget (abikaasad, nende lapsed või nende

---

<sup>3</sup> Intervjueeritavate soovist lähtuvalt ei avaldata helisalvestisi ja üleskirjutusi avalikult.

vanemad).–Teine kriteerium, mis peab olema täidetud on, et ettevõtte kuulub mõnele perekonna varahaldusfirmale või fondile. Magistritöö uuritava ettevõttes ei tasustatud juhatuse liikmete tööd turutingimustel ja koostati samamoodi uus hindamine, arvestades, et juhatusele makstakse töötasu turutingimustel. Magistritöö uuritavas ettevõtte toimiks ka siis, kui juhtkond ja omanikud ei oleks pereliikmed. Seega selle kohapealt ei hinnatud magistritöös uuritavat ettevõtet teisiti.

Teiseks uuris autor ekspertidelt, kas praktikas on palju pereettevõtte väärtuse hindamist võrreldes tavaliste väikeettevõtetega. Made (2019) pereettevõtete liigitamise kriteeriumite järgi on neid väga vähe. Lepik (2019) ei osanud täpselt öelda, sest ühe inimese omanduses olev ettevõtte võib reaalsuses olla perekonna poolt majandatav ettevõtte. Lisaks keskendub Lepik (2019) hindamisel majandustulemustele ja tõi välja, et töötajate nimed ei ole hindamisel vajalikud. Seega kokkuvõttes võib järeldada, arvestades Voitka (2019) ja Vallaste (2019) arvamusi, et praktikas ei ole palju pereettevõtte väärtuse hindamist. Voitka (2019) lisas, et küll on aga palju nende ettevõtete hindamisi, kus on üks sama isik asutaja, omanik ja juht. Kolmandaks küsiti, et kui arvestada kõiki hindamisi, siis kui suure osa moodustavad neist pereettevõtted. Kõikide vastajate puhul on vastus, et seda on väga raske öelda ja arvatavasti on nende osa väga väike (mõni protsent). Made (2019) tõi veel välja, et Eestis ei instantsi, kes ettevõtete hindamist reguleeriks. Kui ettevõtetega tehakse tehinguid, siis suur osa on konfidentsiaalsed ja salajased, ei taheta, et avalikus teada saaks.

Edasi uuriti, miks soovivad pereettevõtted oma ettevõtet hinnata, et saada teada tegelikke põhjuseid, miks praktikas pereettevõtteid hinnatakse ja kas leidub veel põhjuseid, mida ei ole teoreetilises osas välja toodud. Voitka (2019) sõnul on pereettevõtete puhul tüüpiliselt tegu väljastpoolt tulnud ülevõtmispakkumise kaalumise või kellegi osaniku väljaostuga. Vallaste (2019) arvates on vaja korralikku hindamist vaja siis, kui ettevõtte pannakse 100% müüki, selgitades, et pereettevõtetega juhtub see pärijate tahtel. Teiseks on vaja ettevõtet hinnata osaluse müügi puhul, kus tellivad hindaja mõlemad (uus potentsiaalse osaluse ostja ja praeguse ettevõtte omanikud). Pereettevõtetega seda ei juhtu. Kolmandatel juhtudel on emotsioon mängus ja siis on tegemist juba väärtuse hindamisega. Ostjaga on asi lihtsam, tema jaoks on oluline summa, mille eest tasub osalust soetada ja selle määramine on emotsioonivaba.

Lepik (2019) tõi välja, et-pereettevõtted soovivad oma ettevõtet hinnata müümise ja omanike abielulahutuse pärast. Vallaste (2019) lisas veel peale nende põhjuste sugulaste konflikti põhjuse ja ettevõtte peategelase surma juhtumi, kui pärija(d) ei huvitu ettevõttest, ega soovi päritava ettevõttega tegeleda. Made lisas kõigele eelnevale veel põhjuseks abiellumise, põlvkondade vahetuse ja formaalsed toimingud, mille puhul ei ole tegemist ettevõtte hindamisega vaid väärtuse määramisega.

Saamaks teada, milliseid meetodeid praktikas kasutatakse uuris autor, milliseid meetodeid kasutavad eksperdid ettevõtete hindamisel. Voitka (2019) selgitab, et pereettevõtte võib olla ka väga suur ja hindamisel ei lähtuta niivõrd osanike struktuurist ja töötajaskonnast, kuivõrd suurusest, tegevusalast, riski- ja konkurentsikeskkonnast. Peamised meetodid on vara, sissetuleku ja turupõhised meetodid. Vallaste (2019) hindamise meetod sõltub sellest, kas hinnata tuleb ettevõtte varasid või omakapitali. Teiseks kas hinna leidmisel lähtutakse majandustegevuse jätkumisest või likvideerimisest, ning kolmandaks, kas leida tuleb osaluse hind. Vallaste (2019) kasutab kõige sagedamini kahte üldist ja kahte majandusharule kohandatud hindamise meetodit. Küsimusele, milliseid neis meetodeid kasutab pereettevõtte väärtuse hindamisel ja milliseid väikeettevõtete väärtuse hindamisel vastas Vallaste (2019), et tegelikult ei ole vahet. Olenemata sellest, mida hinnatakse, tuleb silmas pidada, et ettevõtte väärtuse hindamine on osalt teadus, osalt kunst ja osalt usaldus. Pereettevõtete puhul eriti usaldus.

Lepik (2019) tõi välja, et tema peamiseks kasutatavaks meetodiks on diskonteeritud vaba rahavoo meetod (DCF) ning varade turuväärtusel põhinev meetod. Neis kahest kasutab Lepik (2019) kõige rohkem ikkagi diskonteeritud vaba rahavoo meetodit. J. Lepik (2019) lisas, et hindamismeetodi valik ei sõltu sellest, kas tegemist on pereettevõttega või mitte. Made (2019) selgitas, et kui teeb tellitud hindamist, siis hindab ettevõtet mitme erineva meetodiga. Kindlasti hindab ettevõtet DCF ja enda välja töötatud VRP meetodiga.

Made (2019) selgitab, et tema enda välja töötatud meetod VRP meetod koosneb kolmest komponendist (varad, raha, positsioon). Raha on kasumi tootmise perspektiiv, kui palju suudab ettevõtte toota sellist kasumit, mida on võimalik sellest ettevõttest niimoodi välja võtta, et see ei takista ettevõtte igapäevast äritegevust. See on vaja välja selgitada

ja sellele saab konkreetse numbri. Teine komponent on varad ja mis on ka justkui lihtsasti numbriliselt välja selgitatav ettevõtte bilansi põhivara numbri võtmisega. Aga tegelikkuses elus täpselt nii nagu väärtus ja hind ei lähe kokku, ei lähe ka bilansiline jääkväärtus ja tegelik varade väärtus kokku. Siis on vaja vaadata, mis varad ettevõttel on, kui palju ettevõtte äritegevus mingisugustest varadest sõltub, kui unikaalsed varad on, kui likviidsed varad on jne. Made (2019) määrab mingisuguse numbrilise väärtuse varadele, mis ettevõttel olemas on, see võib minna kokku bilansilise väärtusega aga ei pruugi.

Kolmas kõige subjektiivsem, aga tavaliselt kõige väärtuslikum on kolmas komponent - positsioon. Mida ei saa ühestki kasumiaruandest ega bilansist välja lugeda. Mis ei puutu varadesse ja mis ei puutu kasumisse, vaid on selline pehme asi, millega ettevõtete tehinguid tehes teenitakse või hävitakse. See on ettevõtte maine, kaubamärk, tema turuosa, tema klientuur, tarnijad töökorralduse süsteem, turundusvõimekus jne, mida on väga keeruline numbriga väljendada ja mida majandusaruandest välja ei loe. See on ülimalt individuaalne, mis ettevõttel on. Pannakse ritta plussid ja miinused, mis ettevõttel on väärtuslik ja mis vähe väärtuslikku ja siis püütakse need väärtused numbriliseks saada. Number võib olla ka see, et kui kaua ja kui palju on turu osa tekitamiseks raha mingi aja jooksul kulutatud, või siis kui palju ühe kliendi värbamine maksma on läinud, või kui palju eksklusiivõigus maksab ettevõtte jaoks, seetõttu on see väga subjektiivne ja hindajas kinni. Kui keegi teine samal hetkel hindab, siis tema näeb võibolla asju kuidagi teistmoodi. (Made 2019)

Kolmandaks meetodiks kasutab Made (2019) midagi sellist, mis on ettevõtte tegevusvaldkonna puhul iseloomulik (likvideerimismeetod, varade väärtuse meetod, kasumi korrutise meetod jt). Näiteks tööstusettevõtte puhul, kus on palju investeeritud tööstusseadmetesse, masinatesse, väga palju varasid, siis hinnatakse varade põhise meetodiga. Kui on aga tegu lihtsa väga kasumliku ettevõttega, siis kasumi korrutise meetodit. Made (2019) rõhutab, et lõpptulemus ei ole see, et erinevate meetoditega leitud hind jagatakse meetodite arvuga. Vaid hindaja ülesanne on analüüsida tulemusi, mida on erinevate meetoditega saadud ja anda enda hinnang põhjendusega, miks hindaja meelest on see ettevõtte seda väärt, et seda ettevõtet sellise hinnaga teistele pakkuda. Kui tulemused tulevad kahe/kolme meetodiga väga erinevad, siis sõltub kõik hindaja

kompetentsist, kuidas ta oskab ära seletada, miks ühe meetodiga on ettevõtte väärtus suurem/väiksem kui teisega.

Ettevõtte hindamine on subjektiivne. Oluline on aru saada ärielistest eesmärkidest ja majandusprotsessidest, mis turul ja keskkonnas toimub, kus ettevõtte tegutseb ja millised on teised ettevõtted, kes konkureerivad. Kui võtta ettevõtte üksikult ja isoleerida ära muust maailmast siis ettevõttel justkui ei olegi väärtust, sest ta on üksinda kuskil ja sellel ettevõttel ei ole kellegi jaoks väärtust. Siin on kokkupuutepunkt pereettevõttega. Pereettevõtte on ka justkui isoleeritud ettevõtte – on isoleeritud selle perekonna ja perekonna liikmete jaoks. Pereettevõttel on nende pereliikmete jaoks väga kõrge väärtus, aga kui võtame sama ettevõtte ja paneme suurele maastikule, siis tema hind on väga madal, sest kellegi teise jaoks ei ole ettevõttel erilist väärtust. Seda enam, kui pereliikmed töötavad ka ettevõttes. Kui ettevõtte tegutsemine on väga kinni selle perekonna inimestest, siis see on väga suur ohumärk. Sellisel juhul on ettevõtte väga vähe väärt teiste jaoks. (Made 2019)

Made (2019) täpsustab, et nii palju, kui on erinevaid meetodeid ettevõtte hindamiseks, siis on ka nii palju erinevaid hinnanguid. Öeldakse, et ettevõtte hindamine ei ole teadus vaid kunst. Väga palju on vaja improviseerida ja praktilist kogemust. Peab olema kursis ärimaailmaga ja mis protsessid midagi mõjutavad - mis suurendab, mis vähendab ettevõtte väärtust. Alati on vaja mitme meetodiga hinnata. Made (2019) ütluste kohasel kasutatakse Eesti kohtupraktikas ka väärtuse määramist. Kohus tellib teenuse sisse, kuna napib praktikat, siis kohtusüsteem ei saa baseeruda kohtulahenduste võrdlusele. Eesti kohtusüsteemis aktsepteeritakse diskonteeritud rahavoogude meetodit (DCF). Paraku ei ole alati DCF parim meetod ettevõtte väärtuse määramiseks.

Edasi uuris autor, kas eksperdid on kohanud pereettevõtte väärtuse hindamisel mingisuguseid eripärasid. Lepik (2019) tõi välja, et eripärad on seotud juhtimise ja töötasu maksimisega. Need kaks asjaolu on pereettevõtte klassikalised miinused ning võivad viia sootuks hindamisest loobumiseni, sest ettevõtte ei oleks võimeline vabaturu alustel funktsioneerima. Sama selgus ka magistritöö hinnatava ettevõtte hindamisel. Kui arvestati juhatuse ühele liikmele turutingimustele vastavat töötasu, siis tulid ettevõtte rahavood negatiivsed. Selleks leidsid autor ja ettevõtte omanikud lahenduse turustamise näol, mis suurendaks ettevõtte käivet ja ettevõtte oleks siis võimeline edasi tegutsema.

Teiseks märkis Lepik (2019), et aegajalt on tunnetatav, et osa majandustegevusest ei käi läbi ettevõtte ametliku raamatupidamise. Hindamisel arvestab Lepik (2019) vaid raamatupidamisandmeid. Seetõttu võib hindamistulemus olla oluliselt madalam ettevõtte tegelikust väärtusest. Paraku see nii on, kui eksisteerib mitu raamatupidamist. Vallaste (2019) ei ole eriti kohanud pereettevõtte väärtuse hindamisel eripärasid. Aga lisas, et pereettevõtte väärtust mõjutav kõige rohkem olemasolev konflikt, mis omanikud (pere) lahku minema ja hindamist tellima ajendavad. Kui tegu on pärandiga, siis on oluline üksnes likvideerimisväärtus. Lepik (2019) arvates mõjutab pereettevõtte väärtust kõige rohkem ikka majandustulemused, nagu teistelgi ettevõtetel.

Voitka (2019) selgitab, et vähe on läbipaistvust ning head juhtimisarvestust. Palju on normaliseerimist – tehingud ei vasta seotud isikute vahel või töötajate palgad turutasemele; mitteäritegevusega seotud kulud. Kõik see raskendab äritegevuse tegelikust kasumlikkusest ja väärtusest arusaamist. 100% osaluse puhul vajab kindlasti hindamist üleandmine ehk kas ettevõtet on võimalik omanikperest olulist kahju kannatamata eraldada. On juhtumeid, kus omaniku lahkumine tähendab olulist tagasilööki näiteks olemasolevate kliendisuhete või uue müügi valdkonnas. Teine tegur on konkurentsipiirang – on juhtumeid, kus omanik müüb ettevõtte maha ning asutab varjatult uue, asudes oma endise ettevõttega konkureerima.

Made (2019) tõi välja, et pereettevõtete probleem on see, et ettevõttes kipuvad omanikud ise töötama ja nad on uhked selle üle. Kaasates ettevõttesse oma lapsed ja abikaasa, ning siis ettevõtte ongi justkui üks perekonna liikmetest. Kui selline asi juhtub, siis ettevõtte väärtuse seisukohalt on see väga kahjulik (ettevõtte surm). Kõige halvem asi, mis ettevõttega võib juhtuda väärtuse seisukohalt on see, kui omanikud ise osalevad tegevjuhtimises. See kisub automaatselt ettevõtte väärtuse alla. Pereettevõtte omanikud võivad ettevõtte toimimisega väga hästi hakkama saada, aga see fakt iseenesest on väga halb. See ettevõtte ongi nende inimestega seotud. Need inimesed on see ettevõtte ja see ettevõtte on need inimesed. Et kui nüüd minna selle ettevõttega tehingut tegema – müüa ettevõtte maha kellelegi teisele, see keegi teine vaatab seda väga halva pilguga. Kui see perekond astub sellest ettevõttest välja, siis on suur oht, kas pärast seda jääb sellest ettevõttest üldse midagi järgi. Tekib küsimus, kas uue omaniku käes ettevõtte suudab sama hästi või veel paremini tegutseda. Võibolla suudab ja võibolla oli viimane aeg

perekonnal sellest ettevõttest väljuda, aga seda ei tea keegi ette. Kui sellise pereettevõttega tulla turule, siis kõik vaatavad väga skeptiliselt selle poole. Ettevõtte võib olla väga edukas, olla kasumiskas, olla tuntud kaubamärk – kõik võib olla täiuslik. Perekond on uhke selle üle, et ettevõtte on mitmeid põlvkondi nende käes. Nii kui see pereettevõtte tuleb turule ja see perekond tahab ise väljuda sellest ettevõttest, on see potentsiaalsete ostjate jaoks negatiivne külg. Erandiks on tõesti väga tuntud brändiga pereettevõtte ja kui keegi strateegilistest investoritest soovib seda brändi. Aga siis strateegiline investor valib pigem sellise tee, et ta ostab brändi ära, mitte ettevõtte. Ta jätab tühja ettevõtte ikkagi sellele perekonnale ja nad teevad äritegevuse müügi.

Negatiivsuse põhjuseks on see, et pereettevõtte on väga nendes inimestes kinni. Nende konkreetsete inimeste nägu ja kui need inimesed välja astuvad ja uus ostja nende asemele, siis see süsteem ei pruugi töötada. Et see ettevõtte või turg ei võta uut omanikku omaks, sest see ettevõtte on eelmiste omanike nii seotud. Näitena saab tuua selle, et kui lapsel on ema ja isa ja nad lahutavad ja isa võtab endale uue naise, siis kuidas see laps võtab omaks isa uue naise, kes ei ole tema ema. Vahel võtab väga hästi omaks, vahel ei võta kunagi omaks ja vahel on neutraalne. Oht, et ei võta omaks on kõrge. Diskonteeritud rahavoogude meetodil võib arvutada pereettevõtte hinda igatepidi, aga ei pruugi saada õiget hinda kätte. (Made 2019)

Järgnevalt uuris autor, kuidas on eksperdid hindamisprotsessis eelnevalt toodud eripäradega arvestanud. Voitka (2019) arvates on riskid tegelikult suhteliselt samad teiste ettevõtetega, ainult mõne faktori osas kõrgemad (nt töötajad, nende tasustamine või võimalik lahkumine tehingujärgselt). Fundamentaalselt ei ole pereettevõtete väärtuse hindamine teistsugune, kuid subjektiivsust võib riskide hinnastamisel olla rohkem. Pereettevõtte väärtust mõjutavad püsiv konkurentsieelis (nt püsiv eristumine konkurentidest), turu ja ettevõtte tulemuste prognoositavus, kasumlikkus – need peaks summeeruma stabiilseks äritegevuse rahavooks. Eri ettevõtted omavad eri ostjate jaoks aga eri väärtusi – peale rahavoo võidakse osta kaubamärki, turuosa mingis geograafilises või tootesegmendis, aga ka kliendisuhteid või võimalust kasvada nt läbi ristmüügi. Vallaste (2019) ei ole eriti pereettevõtteid teistmoodi hinnanud, kui tavalisi väikeettevõtteid. Hindamisel proovib ta alati mõistuse piires lähtuda Rahvusvahelise Hindamisstandardi IVS 2000 lisas AGN 6 „Ettevõtte hindamine“ toodud põhimõtetest.

Lepik (2019), kes tõi välja, et ainsaks eripäraks on see, kas ettevõttes toimib kõik vabaturu alustel, siis ta püüab need välja selgitada küsitluse käigus ettevõtte omanikelt ja/või raamatupidajalt ja arvestab nendega ettevõtte hindamisel. Vallaste (2019) toob välja, et reeglina on tehingus kaks osalist ja ta küsib mõlema käest hinda, millega nad nõustuksid osaluse loovutama/omandama ja siis pakub aritmeetilist keskmist. Vallaste (2019) märgib, et müüjad hindavad enda ja teiste asjaosaliste isiklikku ajaloolist panust ettevõttesse ja omanike jaoks on ettevõtte väärtus enamjaolt suurem kui ostjate jaoks.

Viimasena uuris autor ekspertidelt, kas nad leiavad alati minimaalse hinna, millest odavamalt ei ole omanikel mõtet ettevõttest loobuda. Lepik (2019) seletas, et hindamistulemus on hulgast prognoositud komponentidest suurel määral sõltuv. Ta leiab ettevõtte turuväärtuse, mille eest ettevõtte kõik osad (aktsiad) võiks üle minna müüjalt ostjale sõltumatus ja võrdsetel alustel toimivas tehingus. Seejuures peaksid osapooled tegutsema teadlikult, kaalutletult ning ilma surveta. Tema arvates on leitud ettevõtte väärtus ekspertarvamus, mida ei saa käsitleda minimaalse või maksimaalse hinnana. Lisaks toob Lepik (2019) välja, et ta üldjuhul ei osale ostu-müügi läbirääkimistel. Vallas (2019) kinnitab, et kõikide ettevõtete puhul leiab ta alati minimaalse hinna, millest odavamalt ei ole omanikel mõtete ettevõttest loobuda.

Voitka (2019) ei leia otseselt minimaalset hinda, väärtushinnang on enamasti vahemik ning tihti tuuakse välja peamised tingimused, mille kehtivust eeldatakse. Kuna väikeettevõtete puhul on turg nõ „õhuke“ ehk potentsiaalsete ostjate ring on piiratud, siis on praegune omanik tihti nõ „hüpoteetiline ostja“, mis määrab minimaalse müügihinna (alla selle ostab praegune omanik ise). Made (2019) arvates hindaja poolt leitud ettevõtte hinnad on nii klientidele ootuspärased kui ka erinevad tellija ootustest. Kui on ainult hindamisega tegemist, siis klient on neutraalne. Ta on oma peas mingisugune ettekujutus, kui see on väga kaugel hindaja arvamuselt, siis ta ütleb, et see ei ole nii. Aga kui läheb kokku tellija ettekujutusega, siis üldjuhul tellijad ütlevad, et jah, nii ma arvasin. Kui on tegemist vaidlussituatsiooniga - hindamine kohtu jaoks, siis on alati üks pool rahul ja teine ei ole. Sellises olukorras ei ole võimalik kõigi rahulolu.

Kolmas situatsioon on see, kui tahetakse ettevõttega tehingut tegema minna - tahetakse müüa või osta. Selles situatsioonis löövad eelarvamused ja omanike nägemused väga tugevalt välja. Kui klient pöördub Made poole palvega aidata ettevõtet müüa, siis teeb

hindaja pealiskaudse hindamise, et saada mingisugune suurusjärk. Kui see on väga kaugel kliendi nägemusest, siis kliendi loobuvad koostööst ja ei telli ettevõtte hindamist. Kui on tegemist kogemustega ettevõtjaga, kes on teinud mitmeid tehinguid varem või on 15-20 aastat ettevõtlusega tegelenud ja tunneb turgu, siis ta arutab hinna suhtes ja toob argumente, miks hind peaks kõrgem olema. Siis hindaja arutab läbi, miks nii ei ole ja kui hindaja suudab tellija jaoks arukalt argumenteerida, siis leitakse ühine keel ja tellija on nõus tulema oma hinna ootustest allapoole. Ja hindaja suurendab enda pakkumist ja sealt saab edasi minna. Enamvähem samasugune situatsioon valitseb müügiotsuses, seal toimuvad mitmed läbirääkimised. Hind muutub ikka mitu korda läbirääkimiste käigus. (Made 2019)

Made (2019) selgitab, et ühe ettevõtte müümine kestab keskel läbi kolm aastat. Mis tähendab seda, et tavaliselt müüakse ettevõtet 5-6 aastat. Kui müük toimub väga kiirelt, siis on üldjuhul ostjapoolsed huvid mängus, ta tahab selle kindlasti kätte saada. Aga ettevõtte hind on see, mida ostja on nõus maksma, mitte see, mida müüja tahab saada. Ta võib alguses tahta mida iganes ja tema õigus on alati loobuda tehingust. Kuid seda juhtub harva, et kui protsess on käimas ja hind hakkab aina langema ja on juba ammu väga kaugel sellest, mida müüja soovis saada, et nad siis loobuvad. Nad hakkavad siis ise ka protsessi käigus aru saama, miks see hind langeb, mis ettevõttel ikkagi viga on, et miks see ettevõtte ei ole nii väärtuslik ja nad hakkavad rohkem nõustuma ostja poolt pakutava hinnaga. Aga see kõik toimub protsessi käigus, kui nad on ise selle sees, siis nad näevad ja neile öeldakse mis on hea ja mis on halb koos põhjendustega. Müüja hakkab ka aru saama oma ettevõtte tegelikust väärtusest. Alguses vaatab müüja ainult enda mätaotsast ja tavaliselt arvab iga omanik, et tema on kangelane. Kui tema ei oleks omanik ja kui tema ei oleks selle ettevõtte tegevjuht olnud ja kui tema ise ei oleks selles ettevõttes kõiki asju teinud alates toote välja mõtlemisest ja lõpetades põrandapühkimisest, siis see ettevõtte ei oleks nii edukas. Aga ostja mõtleb täpselt vastupidi. Kui tema oleks selle ettevõtte omanik, siis ta saaks palju paremini hakkama. Müüjad müüvad minevikku ja ostjad ostavad tulevikku. Müüja räägib kõike, mis olnud on ja seda ostjat väga ei huvita. Ostja tahab teada, mis homme hakkab saama. Minevik tulevikku ei garanteeri. Made (2019) lisab, et pereettevõtetel on kõik need ohud mudelisse sisse kirjutatud. Pereettevõtte puhul on palju asjaolusid, mis ettevõtte hinda vähendavad ja väga vähe, mis ettevõtte hinda tõstaks. Ainult see, kui pereettevõtte on

suutnud luua väga tuntud ja väga väärtusliku brändi ja see bränd on võimeline elama edasi ilma selle perekonnata.

## SUMMARY

### VALUATION OF A FAMILY BUSINESS: THE EXAMPLE OF KALEVIPOJA TURISMITALU OÜ

Krista Vestel

The value of a company is found for different reasons and with different methods, because companies differ from each other and uniform evaluation is not suitable for all companies. In this regard, there are many different methods to evaluate companies. In order to evaluate a company, you need to know the specifics of this company. Similar features can be found in similar businesses. The author of this Master thesis examines the specificities of family businesses and whether they should be taken into account when assessing the value of the company.

The purpose of this Master thesis is to find out the value of Kalevipoja Turismitalu OÜ by using discounted cash flow method. Hence, the author has formulated following tasks:

- highlight the nature of the family business;
- study the strengths and weaknesses of the family business;
- identify the purpose, valuation process and peculiarities of the family business evaluation;
- provide an overview of the methods used to assess the value of the family business;
- analyze Kalevipoja Turismitalu OÜ and foreign and internal environment risks for the company;
- carry out financial analysis of Kalevipoja Turismitalu OÜ during 2015-2017;
- carry out the valuation of Kalevipoja Turismitalu OÜ;
- conduct interviews with practitioners on a day-to-day basis to find out how the value of a family business is found in practice.

In this thesis, a family-run company is considered to be a company that is run and staffed by a family (spouse, children, parents, siblings). There must be something in this company, that unites all of them, so they all have the motivation to work for this company. It is important to have a sense of belonging and the added benefit of joint action (relationships, emotions, sense of security, social status, identity, etc.) and a sense of belonging in the company. The personal interests of family members should coincide with the interests of family businesses. Inevitably, families grow and new members join a family business, and motivation and willingness of new members can harm the family. In this context, there is also a need to assess the value of the family business. If the new family members, who are supposed to take over the business do not meet family wishes and needs, then the company is usually sold.

Family businesses are valued for different purposes, with the main goal being: buying or selling, divorce and inheritance. Often, the company is also assessed for strategic goals - it is determined, what activities to do to increase the value of the company. Business appraisal is usually a difficult process, as non-economic values (corporate reputation, brand, market share, customer base, supplier organization, marketing capability) must also be considered. The past of the company is not significantly affected by the past and its transactions, but rather by future cash flows. It is difficult to predict the future, because different evaluators see different aspects. Overall, the value of the company is very subjective. Practitioners confirmed that valuing a company is an art, not a science, as mentioned in the theory, although it is largely derived from computation.

The evaluation process consists of several stages. First of all, the company needs to understand and evaluate the company's branch, conduct a competitive analysis, analyze financial statements, and collect other information about the company. Secondly, you have to predict the sales, profits, dividends and finances of the company. Thirdly, we have to find suitable valuation methods for the company. The best solution would be to use several methods and find out the differences (argumentation by the evaluator). Fourth, all predictions must be converted into estimates or numerical values, including all soft values. Finally the conclusions of the evaluation is applied. Knowing the results, the buyer can argue why the seller should agree to pay such a price and vice versa.

When assessing the family business, the specificities of the family businesses that affect the valuation must be taken into account. In this thesis, the following specificities were identified: illiquidity of units, key person, management, salary / benefits, reference value premium, emotional value, contracts / loans, trends and loan ban. When assessing the value, it is necessary to examine whether the family members have links with the family business (lease agreement, supply contract, loans to family members) in order to be able to take them into account when assessing the value of the company. The value of a family business is influenced by market position, name, brand, reputation, customer base, employee skills, uniqueness. Practitioners pointed out that this is not just the case for family businesses, it applies to all businesses. Ballwieser agrees with that, arguing that there are no peculiarities in assessing the value of a family business. It is harder to sell a family business than other companies, because the family business is less liquid and has factors, that reduce the value of the company. In some aspects the theory and practitioners' opinions differ. Practitioners do not distinguish family businesses from ordinary companies, but adjust the conditions if necessary. For example, payment of wages, if they are not completed under market conditions. Or, a business can only work if the management and the owners are family members - in this case, there is no value for the company for others.

There are different methods for assessing the value of companies. The methods have different approaches and rules, so the values obtained by different methods vary. In addition, some methods have a lot of subjectivity and much depends on the evaluator. Different methods include asset value-based methods (asset realizable value, method of calculating total value for emotions, book value of assets); income-based methods (profit-based method, relative value estimation methodology, NUTDEL method, discounted cash flow method) and market value method. Also, company-based methods are used. In the Master thesis, the company of an example was assessed using a discounted cash flow method, regarding the company's free cash flows are calculated to calculate the value of the company.

To assess the value of Kalevipoja Turismitalu OÜ, the author carried out a financial analysis for the company. Horizontal comparative analysis of balance sheets and profit and loss accounts showed the dynamics of change between years and a vertical

comparative analysis of the dynamics of internal changes in financial statements. In addition, performance and financial ratios were found and compared to industry averages. Kalevipoja Turismitalu OÜ 2015-2017 was used for the analysis of the deviation analysis and the ratios of business results and financial condition and balance sheets for the year. Compared to competitors, the example company is not a strong company and the use of indicators in predicting is difficult because many indicators are volatile.

Pro forma reports were prepared to find free cash flows for the company under investigation and predictions for 2018-2022 were found. Predicting took into account what the company's revenues and costs could be in the next five years. First of all, the company's sales revenue, other business revenues and the company's roots were predicted. Then, current assets, fixed assets, liabilities and equity were predicted. In order to maintain the balance of the balance sheet, additional items were used ("Excess cash flow" on the asset side and "Undisbursed loan" on the liability side). The value of the company was found by the DCF method.

First, the equity value of Kalevipoja Turismitalu OÜ (EUR 131,283) was found and the sensitivity of the value to the input parameters was tested by conducting a sensitivity analysis. It turned out that the change in the number of customers ranging from -10% to + 10% (except for 20 days when all beds are booked) affects the value of the company from -3.55% to 3.76%, respectively. Second, the impact of changes in the market risk premium for the input parameter (-50% to + 50%) was tested for the value of Kalevipoja Turismitalu OÜ. It turned out that the market risk premium has a huge impact on the value of the company. The value of the company is between EUR 58 726 and EUR 160 811, which is very high in amplitude.

The value of the company was specified further, where all transactions took place under market conditions (the board is paid the average salary of Estonia) and the company is actively engaged in social media, thus increasing the low season attendance. For this purpose, the company's income and expenses were re-estimated, and the value of the company's business using the DCF method (€ 45,810) was found. Excess cash was added to the value of the business and the value of the company's loan capital was subtracted. The result was reduced to an 18% illiquid discount rate because it is a small

family business and takes more than average time to sell. The value of equity capital was 29,691 euros, which the owners of Kalevipoja Turismitalu OÜ could get from the sale of the company.

The author then examined whether they agreed to sell the company for € 29,691. It turned out that the owners of the company are certainly not willing to sell such a company. The owners are willing to sell the company with the buildings and the land, but in this case they want to get € 1,000,000 from the sale. The value of buildings and land was not found in this Master thesis because they are not owned by the company of an example. So this would need a further study to evaluate Kalevipoja Turismitalu OÜ with the landscape and buildings. The author concludes that business owners have built up this company with their own hands and have a great emotional value for which the potential buyer is not willing to pay.

Lastly, the author conducted an interview with a practitioner who daily deals with the evaluation of companies and two other practitioners who are similarly involved in the daily evaluation of companies. Practitioners' comments showed that they generally do not want or distinguish family businesses from other companies, and there is very little in practice in evaluating a family businesses. The main reasons family businesses want to appreciate the value of their business are marriage, divorce, inheritance and sales at the will of the heirs. It turned out that practitioners use several different methods for valuing companies and the choice of method does not depend on whether or not it is a family business. All you have to do is check whether the transactions take place under market conditions and are based on the companys' business. One of the most common methods among practitioners is the DCF method. Practitioners pointed out that business evaluation is very subjective and that it is important to understand business goals and what is happening in the economy.

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

Mina, Krista Vestel (sünnikuupäev: 26.02.1993)

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

Tartus, 23.05.2019